ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ УПРАВЛЕНИЯ

# Международные валютно-кредитные и финансовые отношения

Учебник и практикум

В. А. Антонов

базовый курс

УМО рекомендует

Учебник

БАКАЛАВР

ЮРАЙТ издательство
biblio-online.ru

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
УПРАВЛЕНИЯ

**В. А. Антонов**

# МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ

## УЧЕБНИК И ПРАКТИКУМ

УЧЕБНИК ДЛЯ БАКАЛАВРОВ

*Допущено Советом Учебно-методического объединения по образованию в области менеджмента в качестве учебника для студентов высшего профессионального образования, обучающихся по направлениям подготовки 080200.62 «Менеджмент», 080100.62 «Экономика» (квалификация (степень) «бакалавр»)*

**Книга доступна в электронной библиотечной системе**
**biblio-online.ru**

**Москва ▪ Юрайт ▪ 2014**

УДК 33
ББК 65.268я73
А72

***Автор:***

**Антонов Валерий Александрович** – кандидат экономических наук, доцент, профессор кафедры мировой экономики и управления внешнеэкономической деятельностью Государственного университета управления, доктор экономики индустрии Германии.

***Научный консультант:***

*Щенин Р. К.* – доктор экономических наук, профессор, заместитель заведующего кафедрой мировой экономики Государственного университета управления.

***Рецензенты:***

*Гельвановский М. И.* – доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой мировой экономики Российского государственного гуманитарного университета;

*Жилкина А. Н.* – доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой корпоративных финансов и финансового инжиниринга Государственного университета управления.

**Антонов, В. А.**

А72 Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Учебник и практикум : учебник для бакалавров / В. А. Антонов. – М. : Издательство Юрайт, 2014. – 548 с. – Серия : Бакалавр. Базовый курс.

ISBN 978-5-9916-3097-9

В учебнике изложены базовые вопросы курса «Международные валютно-финансовые и кредитные отношения»: международные валютно-финансовые отношения и мировая валютная система; тенденции развития основных финансовых институтов; особенности функционирования валютно-финансовой системы в условиях глобализации мирохозяйственных связей и глобального финансового кризиса; рассмотрены мировой валютный, кредитный, финансовый рынки и методы их анализа; приведены международные расчеты. Проблематика рассмотрения данных вопросов увязана с анализом влияния финансовых инноваций на мировую экономику в условиях глобальной нестабильности.

В основу учебника положен курс лекций, в течение 15 лет читаемый студентам Государственного университета управления. Раскрытие теоретических проблем международных финансовых и валютных отношений соединено с практикой валютного менеджмента, что особенно характерно для деятельности современного экономиста и финансиста.

Учебник составлен в соответствии с требованиями Федерального государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования третьего поколения.

*Для студентов уровня «Бакалавр», преподавателей вузов экономических специальностей, аспирантов и менеджеров по валютно-кредитным и финансовым операциям и расчетам в мирохозяйственной сфере.*

УДК 33
ББК 65.268я73

© Антонов В. А., 2013
ISBN 978-5-9916-3097-9
© ООО «Издательство Юрайт», 2014

# Оглавление

**Предисловие** ..... **8**

**Раздел 1. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ**

**Глава 1. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: сущность и генезис развития** ..... **13**

1.1. Сущность и генезис развития международных валютно-кредитных и финансовых отношений ..... 13

1.2. Мировая экономика: современные тенденции развития и ее взаимодействие с международными финансами ..... 34

1.3. Международное движение капитала и роль России в международных потоках капитала ..... 44

*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 57

**Глава 2. Платежный баланс государства как итог денежного оборота в системе мирохозяйственных связей** ..... **60**

2.1. Показатели платежного баланса и методы классификации его статей ..... 60

2.2. Факторы, влияющие на состояние платежного баланса ..... 69

2.3. Методы регулирования платежного баланса ..... 72

*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 80

**Раздел 2. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ**

**Глава 3. Международные валютные отношения и мировая валютная система** ..... **85**

3.1. Валютные отношения и структура валютной системы ..... 85

3.2. Валютный курс как основа валютной системы ..... 108
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 120

**Глава 4. Мировая валютная система и современные проблемы ее развития ..... 124**

4.1. Эволюция мировой валютной системы ..... 124
4.2. Европейская финансовая интеграция и роль евро в мировой валютной системе ..... 135
4.3. Валютные кризисы и основные направления реформирования мировой валютной системы ..... 144
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 149

**Глава 5. Регулирование международных валютных отношений ..... 153**

5.1. Валютное регулирование: сущность, факторы и инструменты ..... 153
5.2. Особенности валютной политики России в условиях глобального финансового кризиса ..... 164
5.3. Валютный контроль ..... 167
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 174

**Глава 6. Мировой валютный рынок ..... 177**

6.1. Основы организации мирового валютного рынка: структура, участники ..... 177
6.2. Валютные операции на мировом валютном рынке ..... 181
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 212

**Глава 7. Международные расчеты ..... 216**

7.1. Организация международных расчетов и платежей. Роль коммерческих банков в осуществлении международных расчетов ..... 216
7.2. Валютно-финансовые условия внешнеторгового контракта ..... 221
7.3. Основные формы международных расчетов ..... 245
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 256

## Раздел 3. МЕЖДУНАРОДНЫЕ КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

**Глава 8. Международные кредитные отношения и их роль в современной мировой экономике ..... 265**

8.1. Принципы, функции и роль международного кредита ..... 265
8.2. Мировая кредитная система ..... 267

8.3. Формы регулирования в сфере международного кредита ..... 285
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 301

**Глава 9. Кредитное финансирование внешнеэкономической деятельности ..... 306**

9.1. Банковское кредитование внешнеэкономической деятельности ..... 306
9.2. Операции кредитного характера в сфере финансирования внешнеэкономической деятельности: международный факторинг, форфейтинг, лизинг ..... 320
9.2.1. Международный факторинг ..... 320
9.2.2. Международный форфейтинг ..... 326
9.2.3. Международный лизинг ..... 330
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 337

**Глава 10. Мировой кредитный рынок ..... 340**

10.1. Мировой кредитный рынок: сущность и структура ..... 340
10.2. Инструменты современного мирового рынка ссудных капиталов ..... 352
10.2.1. Купонные инструменты ..... 352
10.2.2. Дисконтные инструменты ..... 359
10.2.3. Кредитные деривативы ..... 365
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 371

**Раздел 4. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ**

**Глава 11. Международные финансовые отношения и мировая финансовая система ..... 377**

11.1. Международные финансовые отношения: сущность и функции ..... 377
11.2. Финансовые инновации ..... 385
11.3. Мировой рынок золота ..... 395
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 405

**Глава 12. Международные рынки ценных бумаг ..... 407**

12.1. Международные рынки ценных бумаг: сущность и структура ..... 407
12.2. Международный рынок капитального долевого финансирования (акций) ..... 413

12.3. Международные рынки долгового капитального финансирования ..... 424
12.4. Международные рынки фондовых деривативов ..... 430
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 434

## Раздел 5. РОЛЬ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ В СТАБИЛИЗАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНЫХ, КРЕДИТНЫХ И ФИНАНСОВЫХ ОТНОШЕНИЙ

**Глава 13. Финансовые организации как субъект международных валютных, кредитных и финансовых отношений ..... 441**
13.1. Основные финансовые посредники в международном валютно-финансовом обороте ..... 441
13.2. Международная банковская система ..... 448
13.3. Международные валютные и фондовые биржи ..... 457
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 467
**Глава 14. Международные валютно-финансовые организации ..... 470**
14.1. Системы международных финансовых организаций и их классификация ..... 470
14.2. Специфика деятельности мировых финансовых организаций ..... 474
14.3. Региональные финансовые организации ..... 491
14.4. Место и роль Российской Федерации в международных финансовых институтах ..... 497
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 502
**Глава 15. Глобальный финансовый кризис и проблемы совершенствования международных валютно-кредитных и финансовых отношений ..... 505**
15.1. Финансовый кризис и его модели: некоторые теоретические соображения ..... 505
15.2. Глобальный финансовый кризис (2008 года): причины, формы проявления и последствия ..... 515
15.3. Мировая внешняя задолженность: показатели и объем накануне и после глобального кризиса ..... 521

15.4. Глобальный финансовый кризис и основные направления реформирования мировой финансовой системы ..... 531
*Учебно-методическое и информационное обеспечение* ..... 538
**Приложение 1.** ISO-коды валют ..... 541
**Приложение 2.** Краткий перечень соглашений продолжительности года и числе дней в процентном периоде ..... 546

# Предисловие

Современная мировая экономика находится в активной фазе финансово-экономической глобализации, которая затронула все сферы общественной жизни, прежде всего, мирохозяйственные связи. По своим последствиям глобализация мирового хозяйства — процесс противоречивый. С одной стороны, усиливаются положительные аспекты интернационализации хозяйственной жизни, с другой — повышается взаимозависимость стран от международного разделения труда, последствия которой для участников международной конкуренции неоднозначны. В этой связи государства объединяют свои усилия для создания новых конкурентных преимуществ и одновременно сокращения негативного воздействия на национальные экономики политики более сильных конкурентов. Одновременно возрастает опасность перерастания национальных и региональных финансовых и экономических кризисов в мировые потрясения. Наряду с развитием глобальных процессов увеличивается число региональных экономических союзов, зон, в рамках которых государства проводят единую валютную политику, что в свою очередь модифицирует мировую валютную систему, постепенно превращая ее в совокупность оптимальных валютных зон.

Подобные тенденции экономического развития характерны и для стран с формирующейся рыночной экономикой, хозяйство которых испытывает множество проблем, но чаще всего сталкивается с проблемой дефицита капитала. Поэтому трансформирующиеся страны стремятся получить необходимый капитал в различных формах — на мировых финансовых рынках или через систему корпоративных финансов в развитых странах (путем слияний и поглощений). Экспорт капитала в форме прямых зарубежных инвестиций увеличивается быстрее, но, с другой стороны, конкуренция на мировом и региональных финансовых рынках обостряется, что требует умения приспосабливаться к быстроменяющимся

экономическим, социально-политическим и юридическим условиям в различных странах и региональных группировках. Для России это также важно, так как необходимо обеспечить устойчивое развитие в условиях глобальной финансовой и экономической турбулентности.

При написании данного учебника учтены те трудности, которые приходится преодолевать студентам, изучающим международные валютно-финансовые и кредитные отношения. Основная цель автора — формирование системы понятий и категорий, посредством которой выводятся принципы и законы рационального поведения менеджеров в сфере международных финансов. Такие законы формулируются как абстрактные положения, справедливые лишь при соблюдении множества условий и предпосылок. Однако без знания этих положений невозможно понять основы финансовых решений, принимаемых в реальной жизни. Одна из главных задач учебника — ознакомить обучающихся с необходимым набором базовых концепций и инструментов для понимания механизмов функционирования международных валютного, кредитного и финансового рынков в условиях осуществления конкретной валютной политики государства. Эти проблемы и составляют ядро валютного менеджмента фирмы.

Трудности в изучении теории международных валютно-кредитных и финансовых отношений объясняются также тем, что она находится в стадии формирования и отличается постоянной изменчивостью, что характерно и для самого международного валютно-финансового сектора. В развитие теории вносили и вносят вклад представители разных школ, направлений и течений, понимавшие и объяснявшие валютные отношения по-разному. Это значит, что современная теория данных отношений не представляет собой однородного, монолитного целого, а отражает частные достижения мировой экономической мысли, принадлежащие ученым разных экономических школ.

Курс «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения» читается для студентов после изучения ими таких дисциплин, как «Макроэкономическая теория», «Международные экономические отношения», «Управление внешнеэкономической деятельностью» и пр. В этой связи материал большинства тем имеет практическую направленность, чтобы обучающиеся могли приобрести навыки осуществления валютно-кредитных и финансовых операций и международных расчетов. Для закрепления тематического

материала каждая глава снабжена учебно-методическим комплексом, включающим вопросы для самоконтроля, практические задания, задачи, тесты, темы рефератов и курсовых работ. В процессе работы над учебником автор использовал обширную библиографию, которая перечислена в конце каждой главы.

В результате изучения учебника студент должен:

***знать***

• фундаментальные понятия и категории валютных систем и международных финансов;

• структуру и принципы организации международного валютного рынка и рынка FOREX, международных рынков ссудного каптала, мирового финансового рынка;

***уметь***

• анализировать функции валютно-финансовых рынков и влияние международных валютно-кредитных и финансовых отношений на экономическое развитие стран и усиление их взаимозависимости;

• осуществлять базовые операции наличного и срочного валютного и финансового рынков и межбанковское кредитование в иностранной валюте;

***владеть***

• методом выявления тенденций развития валютных отношений в условиях глобализации мирохозяйственных связей на основе анализа платежных балансов страны;

• основными принципами международной торговли на валютно-финансовых рынках.

Использование ряда практических примеров позволит шаг за шагом проследить механизм заключения отдельных видов сделок и ознакомиться с их применением.

При написании учебника большую помощь оказал научный консультант — заместитель заведующего кафедрой «Мировая экономика» Государственного университета управления, доктор экономических наук, профессор Р. К. Щенин.

# Раздел 1
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ

## 1. Сущность и генезис [illegible] валютно-кредитных [illegible] отношений

# Глава 1
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ: СУЩНОСТЬ И ГЕНЕЗИС РАЗВИТИЯ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• основные дефиниции международных валютно-кредитных и финансовых отношений;

• их место и роль в мировой экономике и международных экономических отношениях;

***уметь***

• различать функции валютно-финансовых рынков и влияние международных валютно-кредитных и финансовых отношений на экономическое развитие стран и усиление их взаимозависимости;

***владеть***

• методом выявления тенденций развития валютных отношений в условиях глобализации мирохозяйственных связей на основе анализа платежных балансов страны.

## 1.1. Сущность и генезис развития международных валютно-кредитных и финансовых отношений

**Международные валютно-кредитные и финансовые отношения** (МВКФО) — это наука о том, каким образом люди управляют поступлением и расходованием дефицитных денежных и финансовых ресурсов в процессе осуществления международных и мирохозяйственных связей.

Теоретическое обеспечение науки о международных валютно-кредитных и финансовых отношениях разработали выдающиеся ученые: Д. Рикардо, Г. Кнапп, Г. Кассель, Дж. Кейнс, И. Фишер, Дж. Робинсон, Дж. Бикердайк, Ф. Грэхем, Ф. Махлуп, А. Линдбек, Г. Джонсон, Л. Эрхард, Г. Гирш,

М. Фридмен, М. Самнер, Дж. Зис, Дж. Мид, Р. Манделл, С. Коллинз, С. Эдвардс, Д. Ризо, Д. Лебланг, Г. Кальво, К. Райнхарт, Р. Хаусман, Ю. Паницц, Е. Штейн и др.

Международные валютные, кредитные и финансовые отношения, с точки зрения менеджера, относятся к наиболее сложным сферам управления, поскольку оперируют сотнями технологий и инструментов. Однако это многообразие сводится к обозримому количеству концепций, влияющих на решения корпоративных, банковских менеджеров, правительственных чиновников, профессиональных участников мировых финансовых рынков.

С практической точки зрения, появление финансовой теории современного уровня относят к 1950-м гг. Впечатляющие открытия Марковица, Трейнора, Шарпа, Линтнера и Моссина привели к появлению в 1960-х гг. модели оценки стоимости финансовых активов (Capital Asset Pricing Model — CAPM), которая стала количественной моделью для измерения риска. Не менее важное влияние на инвестиционную практику в 1960-х гг. оказали теоретические исследования, в рамках которых были сформулированы гипотезы эффективного рынка Самуэльсона — Фама. Они означали, что стоимость ценных бумаг полностью отражает имеющуюся рыночную информацию. Другим важным достижением оказалась модель оценки стоимости опциона Блэка — Шоулза, появившаяся в 1970-х гг. и сразу же одобренная практиками. Теория расчета стоимости опционов является одной из опор финансовой теории и применяется в самых разнообразных ситуациях. Ее развитие можно связать также с Людовиком Башелье.

По широкому определению, *мировые финансы* — это совокупность финансовых ресурсов всех стран, международных организаций и международных финансовых центров мира. Финансовые ресурсы принадлежат частным лицам, компаниям, национальным и международным организациям, государствам. Это финансовые ресурсы более 204 стран мира, а также более 100 международных валютно-кредитных и финансовых организаций, международных финансовых центров, всех 65 млн фирм легального бизнеса и всего населения земного шара (около 7,1 млрд человек).

По узкому определению, *международные финансы* — это совокупность только тех финансовых ресурсов, которые используются в международных экономических отношениях, т.е. в отношениях между резидентами и нерезиден-

гами. Но граница между широким и узким определениями все больше размывается по мере глобализации мировых финансов. Часть финансовых ресурсов занята в обслуживании платежей, возникающих в ходе международной торговли товарами и услугами, передачи знаний (технологий) и международной миграции рабочей силы. Подобное движение финансовых активов в мире принимает форму международных валютно-расчетных отношений.

Как известно, финансовые ресурсы неравномерно распределены между странами, поэтому они постоянно перемещаются между государствами в поисках наиболее выгодного приложения и получения максимальной прибыли при наличии оптимального риска. Это движение финансовых активов принимает форму международного движения капитала. Таким образом, современные международные валютно-кредитные и финансовые отношения, с одной стороны, носят обслуживающий характер при международном обмене товарами и услугами, а с другой — в воспроизводственной и валютно-кредитной сфере они становятся самостоятельным полем предпринимательства.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения — это сегмент международных экономических отношений, которые не только связывают экономические системы различных государств, но опосредуют взаимоотношения юридических и физических лиц различных стран. Эти отношения включают перемещение национальных валют, капитала, а также имущества между странами на возвратной и безвозвратной, возмездной и безвозмездной основах. В настоящее время именно здесь сосредоточены основные проблемы поступательного экономического и социального развития как отдельных стран, так и мирового сообщества в целом.

Начало становления международных финансов было связано с развитием международной торговли и возникновением валютных (денежных) отношений. Дальнейшее расширение международной торговли потребовало развития кредитных отношений. Начальный этап характеризовался созданием системы международных расчетов, а в дальнейшем — мировой валютно-кредитной системы.

На первом этапе валютные отношения играли второстепенную роль — они обслуживали движение товаров между странами.

Второй этап развития валютно-финансовых отношений связан с международным движением капитала и междуна-

родным финансированием, т.е. обеспечением необходимыми финансовыми ресурсами национальных хозяйств, регионов, предприятий, экономических программ за счет внешних источников в виде:

- иностранной помощи;
- ассигнования из зарубежных бюджетов;
- иностранных кредитов и займов;
- прямых и портфельных иностранных инвестиций;
- заимствований на рынке ссудного капитала.

Одним из важнейших инструментов развития международных финансов становятся ценные бумаги (акции, облигации и производные от них — деривативы), что порождает наряду с рынками валют и кредитов рынки ценных бумаг.

Таким образом, суть международных финансов — деньги и денежные отношения. Финансы рождаются только вместе с деньгами и проходят следующую эволюцию.

1. Обслуживание движения товаров — расчеты валютой.
2. Платежные средства — векселя, чеки.
3. Капитал (самовозрастающая стоимость).

История развития международных товарно-денежных отношений начинается у истоков человеческого общества. Наличная оплата была самой древней формой расчета — наглядной, но не очень удобной (например, по одной кобылице или по два жеребца за каждый ствол ливанского кедра платил царь Соломон в XI в. до н.э. при строительстве первого храма в Иерусалиме). Позднее в качестве товарных денег выделилось золото. Однако проблема системы платежей, базирующейся исключительно на драгоценных металлах, состоит в том, что деньги в такой форме очень много весят и тяжело транспортируются.

Наличный расчет был характерен для локальной торговли, но международная торговля основывалась на безналичной форме расчетов. Спрос на безналичные расчеты в межнациональных сделках породил еще в XVI–XVII вв. вексельные формы международных расчетов.

Непременным участником безналичных расчетов между партнерами начиная с XVIII в. стали банки. Преимущества безналичного расчета вполне очевидны: удобство оперирования крупными суммами, стандартность операций перечисления, простота учета и отчетности, существенная безопасность, гарантия сохранности средств и их контроля, привлечение кредитования и различных форм финансирования торговых сделок.

Люди постоянно искали унифицированную форму международных денег как всеобщий эквивалент стоимости. Одной из функций денег как всеобщего эквивалента является функция мировых денег — обслуживание международного оборота товаров, услуг и капитала за пределами одного государства (в мировом сообществе). При этом мировые деньги выступают в качестве: всеобщего покупательного средства, всеобщего средства платежа, абсолютной общественной материализации богатства.

С появлением бумажных денег была необходима гарантия обмена бумажных денег на монеты или определенное количество драгоценного металла. Однако в большинстве стран эти бумажные деньги превратились со временем в *фидуциарные бумажные деньги* — средство платежа, законно используемое в операциях обмена и при уплате долга, но не конвертируемое в монеты или драгоценный металл. Существенное преимущество бумажных денег — в том, что они легче монет или драгоценных металлов. Однако в качестве средства обмена они принимаются в случае определенного доверия к выпускающим их властям. Качество печати бумажных денег должно быть на достаточно высоком уровне, чтобы было невозможно их подделать.

После демонетизации золота в международном обмене в качестве средства соизмерения стоимости и образования цен стали использоваться кредитные деньги в форме валюты, денизы и международных средств платежа. Кредитные деньги в отличие от золота не стали мировыми ни по существу, ни по функциям, а лишь приобрели международный статус. Это объясняется тем, что государства используют те или иные международные деньги по выбору в зависимости от доходности, удобства и иных качеств международных денег. В этой связи международные деньги не обладают всеобщим признанием. Отдельные их виды принимаются не во всех странах и не по всем сделкам. В качестве международных денег выступает не одна какая-то валюта, а разные (американский доллар, евро, фунт стерлингов и некоторые другие).

Функции современных международных денег двойственны. С одной стороны, это национальная валюта конкретной страны, с другой — это международные деньги, и в этом качестве они подвержены влиянию внешних факторов, связанных с происходящими в мировой экономике процессами. «Двуликость» международных денег усиливается тем обстоятельством, что, с одной стороны, они являются

бумажными представителями стоимости, а с другой — кредитными деньгами. Поэтому их выпуск может носить инфляционный характер, что порой негативно влияет на ценообразование, валютный курс, платежный баланс и в целом на экономическое положение той или иной страны.

Сущность международных денег раскрывают их функции, которые зависят не только от экономики стран — участниц международных экономических отношений, но и их специфики. Основные функции международных денег таковы: соизмерение стоимости (единицы учета); обслуживание обращения; обслуживание платежей; накопление и сбережение.

*Функция международных денег как средства соизмерения стоимости* служит продолжением функции денег как меры стоимости. Кредитные деньги в качестве одной из форм международных денег не выступают интернациональной мерой стоимости. Поэтому международные деньги не являются определяющими в построении мировых цен, что ведет к нарушению эквивалентности в обмене товаров и услуг на деньги. Международные деньги, неся на себе национальную печать, вторгаются в процесс соизмерения и соответственно ценообразования в тех или иных государствах и вносят в таком своем качестве в эту сферу дополнительный элемент неустойчивости. Это выражается в существовании условных единиц, функционировании двойных и тройных механизмов соизмерения стоимостей товаров, нарушении масштаба цен. В результате нарушается процесс соизмерения стоимости товаров не только в международной сфере, но и в отдельных государствах, использующих международные деньги внутри своих стран.

*Функцию денег как средства обращения* международные деньги выполняют относительно редко. Международные деньги обращаются в немногих государствах. Эта функция в большинстве случаев выражается в перемещении огромных масс международных денег в наличной форме из одних стран в другие и в обмене их на местную или иную иностранную валюту. Проникновение иностранной валюты во внутренний экономический оборот страны имеет серьезные последствия для ее экономики, денежной и валютной сфер, усиливает инфляционные тенденции, усложняет систему расчетов, способствует созданию теневого рынка по обмену валют.

Функция денег как средства обращения в международной сфере переплетается с их *функцией как средства пла-*

*тежи.* Международные кредитные средства платежа широко использовались еще во времена золотого стандарта. Сегодня не только растет объем международных средств платежа, но и усиливается их дифференциация.

*Функцию средства накопления и сбережения* выполняют международные кредитные деньги, в настоящее время это главным образом доллары США и евро. Эти валютные резервы могут подвергаться обесценению, поэтому центральные банки и инвесторы стремятся установить их оптимальный размер. В официальных и частных резервах во многих странах также сохраняется золото. Однако в этом качестве золото выступает скорее как сокровища. Оно не выполняет денежных функций, хотя и остается высоколиквидным товаром.

Международные валютные отношения впервые возникли в конце XV в. Итальянские купцы, импортировавшие из Бельгии гобелены, произведенные из английской шерсти, вынуждены были проводить денежные операции за пределами собственной страны. Поэтому коммерческие банки Италии, управляемые домом Медичи, открывали иностранные филиалы для осуществления платежей за поставки товаров от имени своих клиентов. Банки проводили валютно-обменные операции, привлекали депозиты и выдавали кредиты зарубежным странам и предприятиям. К началу XVII в. в Нидерландах имел место ряд проблем, решение которых было необходимо для дальнейшего развития как валютного рынка, так и мировой экономики в целом. Бурное развитие международной торговли привело к порче монет, высокой нагрузке на финансовую систему большим количеством иностранных и отечественных платежных средств и к хаосу в системе денежной эмиссии и обращения. Законодательная централизация чеканки монет и создание вексельного банка для учета векселей стали поворотным событием в истории валютного рынка. Теперь участники торговли могли не только приобрести официально обеспеченные векселя, но и обменять их на монеты без порчи последних — порча монет стала бессмысленной, так как были установлены жесткие требования к монетам, на которые можно было бы приобрести вексель. Примечательно, что Амстердамский банк сосредоточил на себе эмиссионную функцию (хотя некоторые монетные дворы на территории Нидерландов в то время еще функционировали) и функцию рефинансирования. Данный банк также осуществлял обмен различных валют. При широком разнообразии циркулирующих иностранных

валют и отечественных денег (флорины, дукаты различного происхождения, рийдеры) сначала был установлен фиксированный курс обмена валют на валюту банка. Позднее курс стал рыночным, и цена на валюту Амстердамского обменного банка формировалась по рыночным принципам.

Практически одновременно с развитием валютных отношений в Нидерландах аналогичные изменения происходили в Швеции и Англии, где также появились центральные банки. В 1694 г. был учрежден английский банк для управления государственным долгом, однако функционировал он и как банк банков для рефинансирования, в том числе и предоставления кредитов казне Великобритании. Примечательно, что Банк Англии ввел несколько финансовых инноваций (например, банковские чеки). Он осуществлял выпуск банкнот, учитывая проблематику конвертации банкнот в золото.

Последующая динамика развития валютных отношений определялась темпами прироста внешней торговли, с одной стороны, и развитием международного кредитования — с другой. Особенно быстро международный кредит начал развиваться в период становления капитализма, а также после освоения морских путей из Европы на Ближний и Средний Восток, а позже — в Америку и Индию. Расширение международных кредитных отношений происходило параллельно с эволюцией банковского дела и ростом мобильности капиталов. Кредит как одна из составляющих экономического развития и источник финансирования проектов в разных странах наиболее активно был востребован в период инвестиционных бумов.

В 1770-е гг. развитие кредитных отношений от обслуживания внешнеторговых связей приобретает постепенно характер международного финансирования материального производства. В 1792 г. была основана Нью-Йоркская биржа, торги на которой первоначально проводились на Уолл-стрит под деревом. Позднее, в 1817 г., биржа была официально названа Нью-Йоркской фондовой биржей. Котировки бирж стали достоянием не только заинтересованных лиц, но и общественности: с развитием технологий цены на финансовые инструменты стали распространяться сначала с помощью голубей Пауля Рейтера, основателя информационного агентства Reuters Group PLC — «Рейтер», а затем и специализированных газет с биржевыми данными.

Производные инструменты также начали торговаться на биржах: создание Чикагской торговой палаты (CBOT)

в 1848 г. стало точкой отсчета в истории стандартизированных производных биржевых контрактов, таких как форварды и фьючерсы. Развитие капиталоемких отраслей — строительства, машиностроения, металлургии и железных дорог – стимулировало выпуск долговых и долевых инструментов для привлечения денежных средств.

Появились первые конвертируемые финансовые инструменты, примером которых может быть выпуск облигаций в США, конвертируемых в акции, от железнодорожной компании Racine and Mississippi Railroad Company в 1875 г. Их появление свидетельствует об установлении связей между сегментами финансового рынка и самими финансовыми инструментами.

В 1896 г. в США был запущен первый индекс Доу-Джонса по 12 акциям. Впоследствии к нему прибавились другие индексы, отображающие динамику финансовых инструментов в различных сегментах финансового рынка.

Таким образом, под **международным финансированием** (international financing) понимается обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами национального хозяйства страны, отдельных регионов, предприятий, предпринимателей, а также различных экономических программ и видов экономической деятельности за счет внешних источников в виде иностранной помощи и ассигнований из средств зарубежных бюджетов, иностранных кредитов и займов, прямых и портфельных взносов иностранных инвесторов, а также заимствований на международных рынках ссудных капиталов.

Воздействие международных валютных потоков на воспроизводство с каждым годом все более ощутимо, а конкуренция в области привлечения иностранных инвестиций становится острее, чем на товарных рынках. В связи с этим для каждой страны первостепенное значение приобретают вопросы рациональной организации финансовой деятельности на международной арене. Таким образом, развитие международного разделения труда породило межнациональное движение капитала, что вызвало к жизни новые формы международной финансовой деятельности и международного финансового бизнеса. В их числе операции на валютных рынках с целью покупки и продажи валют, операции на рынках фондовых инструментов (титулов собственности, облигаций, деривативов (производных финансовых инструментов) и пр.), золота. Все эти операции проводятся в инвестиционных целях, а также с целью спекуляции или хеджи-

рования (снижения последствий от действия финансовых рисков).

По существу, эти финансовые операции осуществляются на основе окупаемости и прибыльности, следовательно, данный вид международной финансовой деятельности можно отнести к международному финансовому бизнесу. Таким образом, под **международным финансовым бизнесом** понимается деятельность хозяйствующих субъектов *(резидентов и нерезидентов)* по покупке и продаже финансовых активов с целью извлечения прибыли и наращивания богатства на мировых (региональных и национальных) финансовых рынках. Это богатство удается приращивать тем, кто располагает необходимыми финансовыми активами и способен умело рисковать своими деньгами, кто предлагает валютные ценности и финансовые инструменты, способные увеличивать свою ценность, участвуя в процессе материального воспроизводства или в движении ссудного капитала.

К отдельной категории участников валютной деятельности относятся кредитные учреждения — банки, получившие лицензию Центрального банка РФ (далее — ЦБ РФ или Банк России) на проведение валютных операций. Такие банки называют уполномоченными. Они являются также агентами валютного контроля: на них возлагается обязанность контролировать законность валютных операций клиентов. Из общего числа коммерческих банков Российской Федерации более 60% имеют валютные лицензии.

**Финансовый бизнес** — особая форма предпринимательства, в котором в качестве предмета купли-продажи выступают деньги (валюта) и ценные бумаги. Спрос на международные денежные ресурсы и капитал возникает вследствие ограниченности и недостаточности национальных финансовых ресурсов. Прибыль банка возникает в результате разницы между ценой покупки и продажи валюты или в результате взимания процентов за предоставление денежных (валютных) ресурсов.

Ценные бумаги обслуживают долгосрочное инвестирование бизнеса и приносят прибыль в виде дивидендов по акциям или процентов по облигациям. Кроме того, ценные бумаги продаются или покупаются с целью получения спекулятивного дохода на курсовой разнице, которая может возникнуть в результате изменения цен покупки и продажи ценных бумаг. Как и любой вид предпринимательства, финансовый бизнес связан с определенным риском,

который возникает вследствие неопределенности решений из-за неполноты и недостаточности информации о состоянии (конъюнктуре) финансовых рынков (о наличии и величине спроса и предложения на капитал и денежные ресурсы, о финансовой устойчивости и платежеспособности клиентов, о тарифах и дивидендах, о позиции и действиях возможных конкурентов и т.д.) в результате несбалансированности основных компонентов в мировых финансово-кредитных отношениях.

Для минимизации финансовых рисков создан страховой бизнес, одним из сегментов которого является хеджирование. Под **хеджированием** понимаются компенсационные действия, предпринимаемые покупателем или продавцом на валютном или фондовом рынке, чтобы предохранить свой доход в будущем от изменения валютного курса или изменения цен на фондовые инструменты. Наличие хеджирования, в свою очередь, порождает специальные рынки вторичных финансовых инструментов (деривативов). Таким образом, современные международные валютно-финансовые отношения на практике реализуются в виде международных рынков валютно-финансовых ресурсов: мирового валютного рынка, мирового кредитного рынка, международных рынков ценных бумаг, международных рынков золота и иных инвестиционных товаров.

В начале XX в. произошел переворот в понимании института центрального банка. Основание Федеральной резервной системы (ФРС) США в 1913 г. стало важным событием в истории финансового рынка, так как с ее появлением изменилась модель функционирования монетарных властей: центральный банк стал играть важную роль в экономике в качестве государственного регулятора, обеспечивающего стабильность. Восстановление и экономический подъем после Второй мировой войны оказали существенное влияние на возникновение секьюритизации. Банки были вынуждены создавать пулы кредитных активов для обеспечения финансирования последующих кредитов. Впервые секьюритизация ценных бумаг была применена к пулу ипотечных кредитов в 1970 г. в США. Государственная национальная ипотечная ассоциация выпустила первые секьюритизированные ценные бумаги.

В 1970-е гг. произошли значительные изменения на рынке производных инструментов: в 1973 г. в Чикаго была открыта первая биржа *CBOE*, специализирующаяся на торговле стан-

дартизированными опционами. На бирже CBOE были применены различные инфраструктурные инновации — модель Black-Scholes для определения цен на опционы и компьютеризация котировок. Первоначально торговля велась по опционам на акции, однако затем список базовых активов пополнился кредитными и прочими инструментами.

Появление производного инструмента своп (swap) стало следующим важным событием: в 1981 г. была заключена первая валютная сделка типа своп между компанией IBM и банком международных расчетов. В 1987 г. номинальный объем торгов по свопам составил 865 млрд долл. США, а в 2006 г. эта цифра достигла рекорда и превысила 289 трлн долл., что свидетельствует о высокой популярности данного инструмента.

Постиндустриальная стадия развития финансово-кредитных отношений ввела в оборот новые элементы и способствовала появлению ряда финансовых инноваций, которые в отдельных случаях предназначены преимущественно для спекуляций (см. подробнее в параграфе 11.2).

Таким образом, к концу XX в. международные финансовые отношения приобретают довольно разветвленную структуру.

Традиционный взгляд на структуру международных финансовых отношений включает следующие элементы:

1) мировой рынок ссудных капиталов и международные фондовые рынки;

2) специализированные международные рынки (рынки прямых иностранных инвестиций (ПИИ), рынок специализированных полисов и пенсионных счетов);

3) золотовалютные резервы стран, золотовалютный рынок;

4) международная финансовая помощь.

Прокомментируем термин «международная финансовая помощь». Финансовую помощь нуждающимся странам оказывают как зарубежные развитые государства, так и международные организации (Международный валютный фонд (МВФ), Международный банк реконструкции и развития (МБРР)). Помощь, которая оказывается в виде услуг, называется *технической*, в виде поставок продовольствия и медикаментов — *гуманитарной*, в виде вооружения — *военной*. Для отличия финансовой помощи от коммерческих займов, кредитов и ссуд применяется понятие «грант-элемент». *Грант-элемент* — показатель, используемый для определения уровня льготности заимствования. Он показывает, какую часть платежа в счет погашения

долга недополучает кредитор. Считается, что при предоставлении займа на коммерческих условиях кредитор получает процентный доход в виде 10% годовых. Тогда формула вычисления «грант элемента» выглядит следующим образом:

$$E_{gr} = \left[1 - \sum_{i=1}^{n} \frac{B_i}{A \cdot (1+r)^t}\right] \cdot 100,$$

где $E_{gr}$ — грант-элемент; $B_i$ — фактические платежи в счет погашения долга в $i$-м году; $A$ — объем предоставленного займа, кредита, ссуды; $r$ — ставка процента (около 10%); $t$ — срок займа, кредита, ссуды.

Грант-элемент в финансовой помощи составляет не менее 25%. Безвозвратные займы носят название *грант*. Финансовая помощь в мире составляет около 60 млрд долл. США, в том числе частные займы и гранты — около 40 млрд долл., а остальную помощь оказывают МВФ и МБРР.

Финансовая помощь достигает нередко от 4 до 12% валового внутреннего продукта (ВВП): для Монголии — 28%, для Индии, Китая, России — 1—2%. С 1998 г. Россия не получает финансовую помощь. Предоставление помощи связано с выполнением различных условий: страны должны согласовать свою экономическую политику с рекомендациями этих организаций (оговаривается уровень инфляции не более 6—8% в год, дефицит государственного бюджета не должен превышать 3%, уровень внутренней и внешней задолженности — менее 60% ВВП, также учитывается, на какие социальные нужды идет эта помощь).

В экономической литературе последнее время все чаще стала использоваться иная сегментация финансовых отношений, решающая роль в которых принадлежит мировому финансовому рынку. Это связано с развитием и углублением интернационализации хозяйственных связей, а также с глобализацией, т.е. процессом стирания границ между национальными рынками и международной интеграцией в кредитно-финансовой сфере. Последнее обстоятельство повлекло переход всех стран на единые международные стандарты составления финансовой отчетности, что позволило стандартизировать отдельные понятия в области финансов, кредита, учета, привести в соответствие с ними законодательно-нормативную базу государств-участниц и соответ-

ственно по-другому «взглянуть» на мировой финансовый рынок и его составляющие.

«Финансовый рынок — это определенное институциональное и функциональное устройство, обеспечивающее трансформацию сбережений в инвестиции и выбор направлений их наиболее эффективного использования в экономике. Финансовый рынок — это рынок финансовых инструментов, которые опосредуют процесс трансформации сбережений в инвестиции», — пишет профессор А. И. Вострокнутова в учебнике «Финансы, денежное обращение и кредит»[1]. В принципе такой же сегментации финансового рынка придерживаются авторы коллективной монографии «Финансовые рынки и экономическая политика России»: «В составе финансового рынка обычно выделяют кредитный рынок (рынок банковских кредитов), рынок ценных бумаг (включая рынок производных финансовых инструментов) и валютный (или валютно-денежный) рынок. Как правило, к финансовому рынку относят также рынок страховых услуг. В отдельных случаях в качестве составной части финансового рынка выделяют рынок золота»[2]. На основе синтеза новых знаний предлагаем следующую структуру мирового финансового рынка (рис. 1.1).

Под **мировым финансовым рынком** следует понимать совокупность отношений, которые возникают при движении финансовых потоков между сегментами и субъектами рынка. Важнейшим индикатором процессов, протекающих на мировом финансовом рынке, являются цены. Динамика мировых цен финансовых активов — основа для принятия решений в процессе осуществления международного финансового менеджмента.

С развитием хозяйственных связей в мире и переплетением трансграничных финансовых потоков большое значение приобретает четкое структурное разграничение между такими понятиями, как мировой, международный и национальные финансовые рынки. Наиболее широкое из этих понятий — мировой рынок. Он представляет собой совокуп-

---

[1] Корпоративные финансы : учебник для вузов / под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. СПб. : Питер, 2011. С. 105—106; Финансовые рынки и экономическая политика России. М. : Научный эксперт, 2007. С. 5.

[2] Финансы, денежное обращение и кредит : учебник / под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Юрайт, 2010. С. 511; Финансовые рынки и финансово-кредитные институты : учеб. пособие / под ред. Г. Белоглазовой и Л. Кропивецкой. СПб. : Питер, 2013. С. 17.

*Рис. 1.1.* **Структура мирового финансового рынка**

ность национальных и международных финансовых рынков, каждый из которых обладает своими особенностями, известной самостоятельностью и обособленностью.

К основным секторам глобального финансового рынка относятся валютный, кредитный, фондовый, инвестиционный и страховой. Однако быстрое развитие финансовых инноваций и присутствие во всех секторах производных финансовых инструментов приводят к размыванию границ между ними, ко все большему взаимопроникновению и формированию единого глобального финансового рынка.

Для глобального финансового рынка характерны: международные масштабы совершения операций; непрерывность в течение суток процессов инвестирования, кредитования, торговле валютой, ценными бумагами; доступность мирового финансового рынка для инвесторов и заемщиков в любой точке земного шара; использование электронных сетей. Глобализация мирового финансового рынка предполагает его развитие в мировом масштабе за счет увеличения оборотов торговли, количества участников и инструментов. Глобали-

зация финансового рынка развивается под влиянием следующих факторов.

• Количество субъектов, оказывающих влияние на мировой финансовый рынок, увеличивается. Банки и страховые компании, которые уже закрепили свои позиции на конкретных местных рынках, могут беспрепятственно проникнуть на финансовые рынки других стран, образуя филиалы или дочерние компании и тем самым расширяя мировой финансовый рынок. Создание новых финансовых институтов, способных оказывать влияние на ситуацию на мировом финансовом рынке, достаточно трудоемко. Для этого необходимы либо нестандартное ноу-хау, либо большой объем инвестиционных ресурсов.

• Техническая революция средств коммуникации (в качестве примера можно привести сеть Интернет) продолжается, тогда как издержки, связанные с передачей информации, снижаются. Технические инновации способствуют росту мировой экономики и увеличению количества финансовых операций на мировом финансовом рынке.

• Законодательно закрепленные нормативы, определяющие кредитоспособность субъектов финансового рынка, повышают требования к участникам международных валютных, кредитных и финансовых отношений. Эти нормативы выражаются в определенных заданных соотношениях между оценкой рисков вложений и размером уставного капитала. В результате повышается не только количество, но и качество финансовых субъектов.

Возникновение мирового финансового рынка стало следствием интернационализации хозяйственной и развития международной корпоративной деятельности. Оба эти процесса протекали особенно интенсивно с начала 1970-х гг. Благодаря либерализации финансовых отношений национальные и региональные рынки, способствующие развитию мирового рынка капиталов, растут быстрыми темпами. К факторам, способствовавшим формированию мирового финансового рынка и расширению его географических границ, относятся:

а) усиливающиеся взаимосвязи между национальными и иностранными секторами экономики как следствие увеличения значения внешней торговли;

б) уменьшение степени регулирования государством денежных и капитальных потоков, валютных курсов, а в ряде случаев и миграции трудовых ресурсов;

в) внедрение нововведений в торговые операции с ценными бумагами, увеличение роли и значения международных торговых и фондовых бирж, совершенствование платежных расчетов;

г) развитие межбанковских телекоммуникаций, электронный перевод финансовых активов.

*Мировой рынок ценных бумаг* представляет собой механизм аккумуляции и перераспределения на конкурентной основе финансовых ресурсов между странами, регионами, отраслями, экономическими агентами под контролем государств и мировых финансовых центров. В 2003 г. годовой объем мирового рынка акций и облигаций достиг 82 507 млрд долл., что составило 227% мирового ВВП.

Функции, выполняемые рынками валютно-финансовых ресурсов в странах с развитой рыночной экономикой, можно сгруппировать следующим образом (табл. 1.1).

*Таблица 1.1*

**Функции, выполняемые рынками валютно-финансовых ресурсов**

| | |
|---|---|
| Ценообразующая | Объективность определения цен напрямую связана с общим уровнем развития национального рынка ценных бумаг, его открытостью и степенью проработанности законодательной базы |
| Коммерческая | Получение прибыли от операций на данном рынке |
| Информационная | Информация об объектах и участниках торговли финансовыми активами, которую рынок производит и распространяет, базируется на отчетах организаторов торговли, брокеров, дилеров, эмитентов, на котировках курсов валюты и ценных бумаг, на данных специальных аналитических исследований и т.п. Различного рода цифровой материал, связанный с операциями по купле-продаже финансовых активов, играет важную роль не только для рынка ценных бумаг, но и для рыночной экономики в целом. Собранная информация об объектах торговли обрабатывается с помощью графических, фундаментальных, статистических методов. На основе анализа выявляются и прогнозируются данные о состоянии и развитии рынков, его закономерностях, доминирующих тенденциях, доходности и эффективности операций и т.д. |

*Окончание табл. 1.1*

| | |
|---|---|
| | Высокая информационная прозрачность и открытость являются важными показателями уровня развития финансового рынка, поскольку они способствуют уменьшению таких негативных явлений, как манипуляции и инсайдерские сделки. В условиях глобализации рынка большое значение приобретает распространение международной информации об инвестиционных возможностях, существующих в мире, так как это способствует наиболее эффективному распределению мировых инвестиционных ресурсов |
| Инвестиционная | Перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной формы в инвестиционные ресурсы. Эта функция заключается в возможности вложения участниками рынка свободных денежных средств в ценные бумаги, реализации соответствующих инвестиционных стратегий. Обеспечивая отток денежных средств на инвестиционные цели, рынок ценных бумаг в итоге способствует нормализации пропорций потребления и накопления, снижению инфляции, стабилизации финансово-экономической ситуации в стране. В странах с развитыми рыночными отношениями у инвесторов есть широкий выбор финансовых инструментов, позволяющий осуществлять любую выбранную инвестиционную стратегию |
| Платежная | С помощью таких ценных бумаг, как векселя и чеки, возможно осуществление платежей между субъектами рыночных отношений. Это позволяет в отсутствие наличных денежных средств производить расчеты и не прерывать экономические процессы |
| Перераспределительная | Перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности |
| Страхование | Снижение ценовых, финансовых и инвестиционных рисков (хеджирование при помощи производных финансовых инструментов) |
| Регулирующая | Рынок создает правила торговли и участия в ней, порядок разрешения споров между участниками, устанавливает приоритеты, определяет органы контроля и управления и т.д. |

Наряду с перечисленными функциями валютно-финансовых рынков необходимо выделить вспомогательные функции.

*Образовательная* функция заключается в том, что участники рынка уделяют большое внимание подготовке специалистов, оказывают содействие в повышении их квалификации и профессионального уровня.

*Культурная* функция выражена в организации участниками рынка выставок, музеев. Так, например, на биржах в Нью-Йорке, Париже, Москве созданы музеи, рассказывающие об истории возникновения бирж, о ценных бумагах, обращавшихся в разные годы, об эволюции фондовой торговли.

*Издательская* деятельность заключается в том, что многие компании, банки, биржи выпускают специальную литературу и периодические издания (например, на Лондонской фондовой бирже издается журнал *Exchange*), посвященные вопросам функционирования фондового рынка.

*Спонсорская поддержка* весьма характерна для современных институтов финансового рынка. Так, например, Московская межбанковская валютная биржа выступает в качестве спонсора научных исследований, профессиональных инвестиционных конкурсов и других культурных проектов.

Формирование мирового финансового рынка связано с научно-технической революцией, с ее гигантскими капиталоемкими проектами, для реализации которых необходимы мощные источники финансовых средств. Объективная основа развития мирового финансового рынка — кругооборот функционирующего капитала. На одних участках временно высвобождаются капиталы, на других — возникает спрос на них. Бездействие капитала противоречит его природе и законам рыночной экономики. Мировой финансовый рынок разрешает это противоречие на уровне всемирного хозяйства. С помощью рыночного механизма временно свободные денежные средства вовлекаются в кругооборот, обеспечивая непрерывность воспроизводства и прибыли субъектам хозяйствования.

По своей *институциональной структуре* мировой финансовый рынок представляет собой совокупность различных кредитно-финансовых институтов, через которые перемещается капитал в мировой экономике. К ним относятся: транснациональные корпорации и банки, фондовые биржи, государственные агентства, различные финансовые посредники (брокерско-дилерские организации), банковские

и небанковские учреждения (страховые компании, пенсионные фонды) и пр.

Около 90% операций на мировом финансовом рынке приходится на развитые страны и только 10% — на развивающиеся. Основные страны — экспортеры капитала — США, Япония, Германия, Китай, Швейцария; главные страны — импортеры капитала — США, Великобритания, Австралия, Испания.

Инструменты мирового финансового рынка можно разделить на простые (облигации и акции) и производные (деривативы). В 2010 г. объем мирового рынка облигаций составлял 51 887,7 млрд долл., или 141% мирового ВВП. При этом на государственные облигации приходилось 19 993,6 млрд долл., на корпоративные — 31 311,1 млрд долл. Мировой рынок акций в 2010 г. составил более 31 трлн долл., или 86% мирового ВВП.

Бурный рост мирового рынка ценных бумаг связан с процессом *секьюритизации* кредитных отношений. На начальном этапе секьюритизация обеспечивала перевод обязательств компании в долговые инструменты (облигации) и представляла собой форму реструктуризации кредиторской задолженности прошлых лет, т.е. давала возможность привлечения дополнительных ресурсов в компанию и структурирования возврата проблемных долгов. Позднее данный механизм стал использоваться банками с целью организации привлечения средне- и долгосрочных средств через выпуск долговых обязательств и отразил стремление крупных кредиторов к диверсификации инвестиционных рисков, снижению риска заемщика и улучшению качества портфельного инвестирования. Преимущества секьюритизации по сравнению с традиционным кредитованием заключаются в том, что на рынок ссудных капиталов приходят мелкие и средние инвесторы, которые покупают небольшие пакеты ценных бумаг. Ценные бумаги стали рассматриваться как более выгодное капиталовложение, чем традиционное кредитование, так как оно не привязывает финансово-кредитный институт неизменно к одному заемщику.

В результате в банковской сфере произошли существенные изменения: сократилась доля депозитов в пассивах банков с одновременным ростом количества ценных бумаг, а также снизилась доля кредитов в активах банков за счет увеличения вложений в ценные бумаги.

Таким образом, особенностью развития мирового кредитного рынка ссудных капиталов в 1970—1990-е гг. стало

углубление его интернационализации, которая проявляется, прежде всего, в увеличении масштабов международной миграции капитала, опережающем развитии международного кредита по сравнению с национальным, процессах секьюритизации, а также в усилении интеграции региональных и национальных рынков ссудных капиталов.

Сразу же после того, как в 2007 г. в США разразился финансовый кризис, стало очевидно, что он перерастет в мировой. Политика дерегулирования и либерализации финансового рынка в глобальном масштабе привела к быстрому распространению кризиса по всему миру. Кризис выявил явные пороки теории рыночного фундаментализма, согласно которой ничем не стесненная деятельность рынка ведет к созданию эффективной и стабильной экономики. И вновь стало очевидно, что экономическая глобализация опередила политическую: мир стал еще более взаимозависимым — все, что произошло в одной стране, могло иметь глубокие последствия для других стран. Глобализация означала, что возросла необходимость в глобальных коллективных действиях, в том, чтобы все страны мира действовали совместно, коллективно и согласованно. Необходимо было обеспечить такое положение, чтобы действия, предпринимаемые в одной стране, не имели отрицательных последствий для других стран. Мировому сообществу следовало сделать это еще до кризиса.

Таким образом, в ходе эволюции валютно-финансовых отношений сложилась следующая структура видов международных платежно-финансовых инструментов (рис. 1.2).

Банкноты и казначейские билеты используются лишь в частном международном обороте. В основном международные валютные средства выступают в виде девиз — кредитных и кредитно-финансовых инструментов — и в безналичной форме. При переходе от банкнот к финансово-кредитным деривативам значимость, т.е. качественная характеристика международных средств платежа, уменьшается, а количественная (т.е. объем) увеличивается. За последние годы особенно выросли объемы так называемых финансово-кредитных деривативов (опционы, форварды, фьючерсы, свопы, споты). Увеличение объемов и видов международных кредитно-финансовых средств платежа усиливает неустойчивость валютной системы. Расширение сферы использования этих инструментов обусловлено усложнением мировой экономики, структурными переменами в ней и в сфере междуна-

*Рис. 1.2.* **Классификация международных платежно-финансовых инструментов**

родной торговли, движением капиталов, повышением рисков и т.д. Поэтому возникает необходимость в усилении государственного и межгосударственного валютного регулирования и контроля со стороны международных валютно-кредитных и финансовых институтов.

## 1.2. Мировая экономика: современные тенденции развития и ее взаимодействие с международными финансами

Основные направления международных валютно-кредитных и финансовых отношений во многом определяются тенденциями развития мировой экономики и находятся в тесной зависимости от ее структуры, соотношения сил и интересов ее ведущих субъектов. При этом МВКФО присущи основные закономерности товарно-денежных отношений. Так, важной закономерностью функционирования

капитализма как миросистемы является циклический характер ее развития. Циклические подъемы-спады свойственны всем сложным открытым системам благодаря внутренним процессам и внешним воздействиям. В А-фазе кондратьевского цикла при экономической экспансии определяется та или иная относительно монополизированная ведущая отрасль, производство в которой позволяет извлечь наибольшую монопольную прибыль и обеспечить ускоренное накопление капитала. Такая ведущая отрасль тянет за собой все смежные, обеспечивая тем самым экспансию в целом национальной экономики.

Однако экономическая монополия ограничена по времени — в ней самой заложен механизм самоликвидации в виде производителей-конкурентов, которые через некое время выходят на рынок. Уровень конкуренции постепенно повышается — цены падают, и снижается прибыль. Существенное ее снижение ведет к стагнации экономики, которая сменяет экспансию, — наступает спадающая волна (Б-фаза) кондратьевского цикла. По эмпирическим данным, совокупная длительность фаз А и Б составляет примерно 50—60 лет. Для того чтобы общий баланс мировой экономики оставался положительным, необходима относительная экономическая стабильность, которую может обеспечивать держава-гегемон. Циклы гегемонии гораздо длиннее кондратьевских. История капитализма знает лишь три страны-гегемона: конец XVIII и начало XIX в. — Нидерланды, с середины XIX в. — Великобритания, с середины XX в. — США. Возвышение державы-гегемона происходит за счет создания наиболее эффективного производственного механизма, выигрыша в конкурентной борьбе с основным соперником, распространения своей финансовой мощи на другие страны мира. По существу, валюта страны-гегемона становится в определенном периоде экономической гегемонии той или иной страны ключевой мировой валютой, которая обслуживает основные международные расчеты. Так, например, до Первой мировой войны ключевой мировой валютой являлся фунт стерлингов, а позднее — доллар США. Держава-гегемон за счет политического и военного влияния обеспечивает целенаправленное перетекание национальных капиталов к капиталистам страны-гегемона.

Наиболее влиятельной державой, во многом предопределившей сложившиеся во второй половине XX в. пропорции мирового хозяйства, являются США, которые с помощью

активной экспортоориентированной политики, путем предоставления различных видов финансовой помощи другим странам, а также через свое влияние во Всемирном банке, Международном валютном фонде и других международных экономических организациях сумели воздействовать на формирование национальной экономической политики многих государств и создать благоприятные условия для продвижения американских товаров, услуг и денежной массы на мировой рынок.

Циклический характер развития характеризуется глубокими экономическими кризисами. Наиболее масштабный из них — Великая депрессия (1929—1932), которая выражалась падением производства и экономики. В периоды экономического спада международное кредитование сопровождалось банкротством крупных банков и дестабилизацией всей мировой кредитной системы. При этом изменялись не только международные кредитные отношения, но и деятельность национальных органов кредитного регулирования. Кризисный опыт международных кредитных отношений заставил центральные банки проводить периодические инъекции ликвидных средств для стабилизации национальных кредитных систем, а для этого потребовалась система резервирования активов коммерческих банков в национальных центральных банках. Из-за кризисных процессов в кредитной сфере многие страны были вынуждены ввести программы по страхованию депозитов. Кроме того, государственные финансовые органы стали важным источником финансовых ресурсов для коммерческих банков, тем самым ослабили давление на центральные банки. В США таким органом выступила Финансовая корпорация по реструктуризации (Reconstruction Finance Corporation (RFC)).

Со времен Второй мировой войны большинство индустриальных стран следовало принципам, разработанным британским экономистом Дж. М. Кейнсом в ответ на экономические кризисы межвоенного периода. В своей теории Кейнс отвел государству роль главного финансового инвестора национальной экономики, из чего следовало, что бюджет можно использовать как средство интервенций для обеспечения экономического роста. В конце 1960-х — начале 1970-х гг. в современной мирохозяйственной системе произошли важные изменения. Так, в период 1945—1970 гг. экономический рост соответствовал максимальной гегемо-

ния США в миросистеме, а также подъему (фаза А) в рамках кондратьевского цикла. Этот подъем был самым мощным из всех, случавшихся в капиталистической экономике. Однако нефтяной шок в 1970-х гг. изрядно пошатнул мировую экономику.

Пришедшие к власти в США и Великобритании консерваторы стали руководствоваться иной экономической догмой — неолиберализмом. В результате власти устранили механизмы контроля во многих областях и снизили возможность государственного вмешательства. Эта политика коснулась и сферы международного кредитования. До 1970-х гг. банковское дело четко регулировалось и было ограничено рамками национальных систем, соответственно не имело высоких рисков. Существовали различные ограничения, как, например, лицензирование отдельных сфер деятельности, пределы процентных ставок. Слабо были развиты валютно-финансовые рынки. Все это не позволяло кредитным учреждениям конкурировать друг с другом на международной арене.

Снятие барьеров по движению капиталов резко расширило пределы международных кредитных отношений и создало возможности для внешнего финансирования национальных экономик многих стран. Возросшая мобильность капиталов, идеология дерегулирования, либерализации и приватизации создали благоприятный климат для развития международных кредитных отношений в середине и конце XX в. Эти идеи поддерживали и созданные после Второй мировой войны международные финансовые организации (МВФ и Всемирный банк), которые выдавали международные кредиты именно с условием реализации неолиберальной парадигмы. Ограничение роли государства и возведение закона спроса и предложения в ранг наилучшего из всех возможных экономических принципов привели к повышению рыночных рисков, что стало актуально и для международного кредитования. В рассматриваемый период обострились проблемы банковских систем, что вызвало угрозу распространения кредитных кризисов на несколько стран, как это произошло в Латинской Америке в 1980—1990 гг.

После распада Советского Союза, образования новых государств в Центральной и Восточной Европе возникла проблема международного кредитования для становления ориентированных на рынок экономик. На первом этапе необ-

ходимый капитал, который не могли предоставить внутренние источники этих стран, давали другие страны или международные организации. Страны Центральной и Восточной Европы активно использовали международные кредиты развитых европейских стран для достижения европейских стандартов экономического развития и вступления в Евросоюз. Трансформация плановой экономики на постсоветском пространстве также характеризовалась большими заимствованиями из-за рубежа, но благодаря восстановлению торговых связей и формированию стабильных источников внутреннего финансирования в странах Содружества Независимых Государств (СНГ) постепенно снижались объемы внешнего кредитования.

Международное разделение труда как распространенная в прошлом главная характеристика мировой экономики развивается противоречиво. Известно, что природно-климатические условия в странах разные, и теоретически гораздо выгоднее развивать специализацию на производстве продукции с наименьшими издержками с тем, чтобы затем обменивать ее на продукцию из других государств. Но помимо проблем, связанных с необходимостью развития специализации и минимизации издержек производства, практически все современные страны говорят о необходимости создания системы национальной экономической безопасности, чтобы не зависеть от импорта из других стран, получающих возможность использовать его для политического давления.

Основными формами развития мировой экономики в XXI в. стали:

а) международный обмен товарами в виде международной торговли;

б) международное движение факторов производства, прежде всего в формах вывоза-ввоза капитала, рабочей силы и технологий;

в) международные формы производства на предприятиях, расположенных в нескольких странах, в первую очередь в рамках транснациональных корпораций;

г) самостоятельная международная финансовая сфера, не связанная с обслуживанием ни международного движения товаров, ни движения факторов производства;

д) система межнациональных и наднациональных, межгосударственных и негосударственных механизмов международного регулирования в целях обеспечения сбалансированности экономического развития (табл. 1.2).

*Таблица 1.2*

**Структура международных и мирохозяйственных связей**

| Внешнеторговая сфера | Производственно-инвестиционная сфера | Валютно-кредитная сфера |
|---|---|---|
| Использование различных форм международных расчетов при торговле товарами, научно- техническими достижениями и оказанием услуг | Производственная кооперация. Предприятия с иностранным участием | Дилинговые операции на мировых финансовых рынках (валютный и процентный арбитраж, хеджирование) |
| Организационное обеспечение внешнеэкономических сделок (ведение валютных счетов; конверсионные операции по купле-продаже иностранной валюты для оплаты импорта и перевода экспортной выручки в национальную валюту) | Инвестиционное сотрудничество (портфельные инвестиции; прямые инвестиции). Международное проектное финансирование | Кредитование экспортно-импортных операций (банковское, государственное, фирменное). Международные среднесрочные и долгосрочные инвестиционные кредиты |
| Международный факторинг | Офшорный бизнес | Международный форфейтинг и лизинг |

Значение отдельных форм, их удельный вес и влияние на мировую экономику различны. Международная торговля товарами, которая исторически была первой и некогда главной формой мировой экономики, к концу XX в., судя по абсолютным масштабам, потеряла свою ведущую роль, уступив ее различным формам международных финансовых операций. Обеспеченность деньгами мировой экономики (количество наличных денег) только в 2000 г. сравнялось с объемом мирового ВВП. Но, к сожалению, затем рост продолжился, и уже 2009 г. денежная масса превышала ВВП на 23,2%. Степень монетизации отечественной экономики отстает от развитых стран, что создает нехватку средств в финансовом секторе. Этот дефицит приводит к тому, что реальный сектор не получает достаточного количества средств от финансового сектора. У всех развитых стран объем кредитов, предоставленных банковским сектором, превышает объем ВВП. Россия же обладает наименьшим показателем среди стран «двадцатки» (G20) — 38,59%.

Каждому конкретному историческому этапу развития мировой экономики присущи определенные масштаб и уровень производства и интернационализации хозяйственной жизни, а также социально-экономическая структура. В настоящее время основными субъектами интернационализации выступают транснациональные корпорации (ТНК), национальные хозяйства, международные интеграционные объединения, которые сами являются системами с присущим только им регулированием.

Отношения между отдельными элементами мировой экономики составляют уровни: между государствами — международный уровень, который регулируется международными правилами и нормами; товарных и финансовых потоков ТНК и транснациональных банков (ТНБ), выходящих за пределы национальных границ, — транснациональный уровень. В эту сферу включается также сеть потоков теневой экономики: торговля наркотиками, оружием, подпольная миграция. Множество элементов, из которых состоит мировая хозяйственная система, действуют там одновременно. Между центрами силы существуют столкновения, договоренности, объединения.

Таким образом, современное развитие мировой экономики осуществляется в условиях приоритетов национального экономического развития отдельных государств. Чем больше размеры отдельной национальной экономики, тем большее влияние оказывает эта страна на развитие других государств и мировой экономики в целом.

Мировая экономика вошла в XXI в., находясь в активной фазе глобализации, которая затронула все сферы общественной жизни, прежде всего, весь спектр мирохозяйственных связей. Глобализация осуществляется по разным направлениям: в области объединения национальных экономик — развитие международной интеграции; в области международной торговли — функционирование мировых рынков по разным группам товаров, формирование мировых цен и их влияние на цены национальных экономик; в области финансовых отношений — влияние мировой валютной системы на стабильность курсов национальных валют и т.д. К важнейшим институтам, определяющим векторы развития глобализации,относятся международные неформальные общества и объединения (G7, G8, G20), международные экономические организации (Всемирный банк, МВФ, Всемирная торговая организация (ВТО) и др.), транснациональные

корпорации, крупнейшие товарные биржи, рассматриваемые как мировые рынки, и наиболее авторитетные в мире финансовые рынки.

Глобализация отражает интенсивный этап развития интернационализации производства на основе усложнения, расширения и усиления внешнеэкономических связей. Воспроизводственные процессы национальных экономик все более взаимоувязываются, становясь звеньями единого мирохозяйственного воспроизводственного целого. Таким образом, современная мировая экономика — это единая, взаимосвязанная и взаимозависимая система. Регулирующее воздействие на ее характер и пропорции оказывают на глобальном уровне финансовые и экономические центры в лице ведущих развитых стран, и прежде всего США. Последние выступают основными продуцентами и поставщиками технологических и инновационных ресурсов, приобретая в связи с этим возможность задавать стандарты и основные направления в мировой экономике и финансах, активно используя различные международные экономические организации.

Глобальная экономическая взаимозависимость по-разному сказывается на состоянии отдельных национальных экономик. Наибольший экономический эффект имеет устойчивая взаимозависимость, основанная на взаимовыгодных производственных кооперационных связях экономически равноценных партнеров (например, экономическое взаимодействие развитых стран). На другом полюсе, к сожалению, образуется достаточно большая группа «отсталых» государств, доля которых в мировом валовом национальном продукте (ВНП) сокращается. Поэтому глобализация стимулирует все бо́льшее расслоение государств по уровню их развитости, по возможностям использования международных финансовых средств, в частности группой слаборазвитых стран, доля которых на мировом рынке капиталов сокращается.

Характер взаимовлияния и взаимозависимости национальных экономик определяется растущей концентрацией и централизацией международных финансовых ресурсов. Крупнейшими операторами здесь выступают международные кредитные организации, ТНБ и ТНК. В современных условиях ТНК становятся наиболее активными субъектами и проводниками становления глобальной экономики. Транснациональные корпорации осуществляют свыше половины мирового внешнеторгового оборота, контролируют

до 90% вывоза капитала. На долю ТНК приходится более 80% объема торговли высокими технологиями. Образуя единую сеть, транснациональный капитал владеет 1/3 всех производственных фондов и производит почти половину общепланетарного продукта.

Глобализация (globalization) современных валютно-финансовых отношений проявляется как в пространственном (географическом), так и во временном (круглосуточно действующий валютный рынок) и в технологическом (унификация информационных технологий и сетей) аспектах. *Финансовая глобализация* — часть глобализации экономики, представляющая собой процесс формирования и функционирования мировых финансовой, валютной и кредитной систем, сопровождающийся высокой мобильностью капиталов на соответствующих мировых рынках.

Для финансовой глобализации характерны:

• свободный и эффективный перелив капиталов между странами и регионами мира, в том числе по электронным сетям;

• функционирование мирового валютного, кредитного рынков и рынка ценных бумаг;

• формирование системы наднационального регулирования мировых валютных, кредитных и финансовых систем;

• стратегическое участие в международных валютных, кредитных и финансовых отношениях транснациональных корпораций.

Структурно финансовая глобализация включает субъекты, мировые финансовые рынки, а также глобальные финансовые продукты. Главными *субъектами* финансовой глобализации являются:

• международные и региональные финансовые организации (МВФ, Группа Всемирного банка, ВТО, Банк международных расчетов (БМР), ЕБРР и др.);

• транснациональные корпорации, институциональные инвесторы, включающие пенсионные, инвестиционные, хедж-фонды, страховые компании. ТНК применяют различные методы — от конкуренции до политического принуждения, добиваясь открытости рынков, воздействуя на деятельность организаций и учреждений, навязывая нормы и стандарты для изделий, продуктов, услуг, систем информации и т.д.;

• мировые финансовые центры (Нью-Йорк, Лондон, Токио, Франкфурт, Гонконг, Сидней, Сингапур, Париж и др.);

• группы стран: «Большая восьмерка», куда входят США, Германия, Великобритания, Франция, Канада, Япония, Италия и Россия; «Группа 20» (создана в декабре 1999 г.), объединившая развитые западные страны, а также государства с быстрорастущей экономикой — Аргентину, Бразилию, Мексику, Индию, Индонезию, КНР, Республику Корея, Саудовскую Аравию, Турцию, ЮАР и Российскую Федерацию. В странах «Группы 20» проживает 2/3 населения планеты, на них приходится 80% мировой торговли и 90% мирового ВВП.

Необходимо отличать международную финансовую интеграцию от финансовой глобализации. В первом случае происходит сложный общеэкономический процесс взаимоприспособления конкретных стран интеграционной группировки, в котором финансы выступают необходимым элементом. Финансовая глобализация охватывает большее количество стран и ориентирована преимущественно на финансовые отношения и на расширение финансовых рынков. Основными субъектами интеграции являются государства, их органы и учреждения, обладающие по отношению к территориям, входящим в сферу интеграции, определенными властными функциями. Государство является инициатором интеграционных процессов, поэтому интеграция, особенно в начале этого процесса, связана с макроэкономикой.

В отличие от интеграции глобализация развивается в результате деятельности частных компаний (прежде всего ТНК), банков, которые преследуют собственные цели (в конечном счете это стремление к максимизации прибыли). Их подходы основываются на принципах микроэкономики. Следовательно, некоторые важные цели, такие как благосостояние общества и формирование благоприятных внешних условий хозяйствования, в рамках глобализации почти не находят отражения. Международная финансовая интеграция по своей сути, с одной стороны, выступает элементом процесса глобализации финансовых рынков, а с другой — ее альтернативой.

Финансовая глобализация в значительной мере связана с *глобализацией финансовых рынков*. Последняя развивается и распространяется посредством рыночных механизмов, что дает ей ряд преимуществ, например, возможность инвесторов гибко реагировать на изменение курсов валют и процентных ставок и тем самым влиять на инфляционную политику правительств, налоговую дисциплину и управле-

ние государственной задолженностью. Глобализация рынков стала возможна после снижения барьеров на пути движения капиталов как в развитых, так и в развивающихся странах. Бóльшая или меньшая свобода финансовых операций на иностранных рынках позволяет сглаживать процентные ставки на финансовых рынках отдельных стран. Однако различия в денежно-кредитной политике, а соответственно, и в ценах на кредитные, валютные и финансовые ресурсы, в разных странах еще сохраняются. Это обусловлено различиями в экономическом развитии стран, в частности отсутствием четкой синхронности экономических циклов национальных экономик.

Стремительной транснационализации банковской инфраструктуры и международных кредитных и расчетных операций способствует быстрое развитие электронных средств коммуникации и спутниковой связи, что стимулирует и ускоряет совершенствование платежных систем, торговли в евровалютах и других операций на мировых финансовых рынках. Поскольку финансовые субъекты глобализации действуют на многих рынках, они, естественно, стремятся к унификации платежных систем.

## 1.3. Международное движение капитала и роль России в международных потоках капитала

В реальном (экономическом) содержании международное движение капитала является определяющим элементом в функционировании мировой экономики, развитии форм и условий международных хозяйственных связей всех видов. **Международное движение капитала** — это помещение и функционирование капитала за рубежом, прежде всего с целью его самовозрастания. Такой политэкономический подход имеет широкое распространение и получил название международной миграции капитала. Речь идет о преимущественно спекулятивном перемещении финансовых ресурсов, так называемых горячих денег. Но существует и другая интерпретация международного движения капитала — как движения факторов производства, основанного на исторически сложившемся или приобретенном сосредоточении отдельных факторов в определенной стране, что создает экономические предпосылки для производства там отдельных товаров или услуг более эффективно, чем в других странах.

К. Маркс в «Капитале» пишет о том, что капитал может существовать в различных формах:

а) *товарно-торговой* (произведенные для реализации продукты труда);

б) *производительной* (прежде всего основные фонды экономики, средства производства);

в) *ссудной* (наличные и безналичные деньги, ценные бумаги).

По отношению к ссудному капиталу товарный и производительный капитал нередко выступает лишь как средство его создания и наращивания, поэтому в настоящее время главенствующую роль в мировой экономике играет именно ссудный капитал, который трансформировался в финансовый капитал (в основе которого лежат деньги) — наиболее полное и завершенное воплощение капитала. Финансовый капитал обладает почти абсолютной ликвидностью, способен моментально и без потерь конвертироваться в любые другие блага (как материальные, так и нематериальные). Как известно, деньги могут приносить их владельцу процентный доход посредством передачи этих денег в ссуду (кредит, заём). Капитал при этом никуда не уходит, так как право собственности на ссужаемые деньги остается у кредитора. Деньги даются на время (срочность), под процент (платность), под залог (обеспеченность) и на целевое их использование.

Особую сферу в международном движении капитала представляют финансовые отношения, тесно связанные с международными валютно-кредитными отношениями. Как часть финансовых отношений международные финансы также входят в систему международных экономических отношений. Они тесно переплетены с международной торговлей, производственной кооперацией и инвестиционным сотрудничеством. Необходимость финансирования международной торговли стимулирует развитие международных финансов. Производственная кооперация разных стран предполагает функционирование транснациональных корпораций, которым присущи также международные финансовые отношения.

Главными функциями международного движения капитала являются:

• *распределительная*, позволяющая распределять международные финансовые ресурсы через международные финансовые рынки, а также посредством прямого и портфельного инвестирования;

• *мобилизация капитала.* Крупные капиталы в процессе распределения аккумулируются в отраслях, сферах и странах, приносящих наибольшую прибыль при оптимальном риске вложения. Чем больше возможностей для максимизации прибыли, тем активнее капитал трансформируется из формы сбережения в средства инвестирования.

Участниками международного движения капиталов являются:

• *международные финансовые организации* (МВФ, Группа Всемирного банка, международные и региональные банки и фонды);

• *государства* в лице финансовых органов власти (министерства финансов, экономики, казначейства, центральные банки);

• *транснациональные корпорации и транснациональные банки*;

• *национальные частные компании* (банковские и небанковские кредитно-финансовые учреждения, производственные и торговые компании), участвующие в международных финансовых отношениях;

• *индивидуальные инвесторы,* занимающиеся международными финансовыми операциями либо самостоятельно, либо с помощью посредников (брокеров, банковских институтов).

Особую роль в процессе международной миграции капиталов играют *институциональные инвесторы.* Институционализация сбережений — характерный признак современного этапа развития мирового финансового рынка. Сбережения населения стали важным источником международных финансовых ресурсов, поставляемых институциональными инвесторами: пенсионными, взаимными, хеджевыми фондами, страховыми компаниями, строительными обществами, учетными домами, инвестиционными фондами. Если в 1980 г. институциональные инвесторы в большинстве стран вкладывали около 5% своих средств в зарубежные ценные бумаги, то в начале XXI в. — 20%. Для ТНБ перечисленные институты становятся, с одной стороны, конкурентами, с другой — возможными и выгодными партнерами, за размещение и обслуживание средств которых между банками ведется конкурентная борьба.

*Причинами международного движения капитала* являются: возможность более выгодного использования капитала за рубежом; отсутствие условий эффективного использования

капитала на внутреннем рынке; освоение и удержание своих ниш на международных товарных и финансовых рынках.

Экономическую целесообразность международного движения капиталов можно оценить с точки зрения его экспорта и импорта. *Экспорт капитала* позволяет обеспечить: получение дополнительных прибылей; установление контроля над другими хозяйственными объектами за рубежом; приближение производства к новым рынкам сбыта; получение доступа к новейшим технологиям; экономию на налоговых платежах; снижение расходов на охрану окружающей среды. При осуществлении *импорта капитала* открываются возможности развития определенных новых и старых производств, привлечения дополнительных валютных ресурсов, расширения научно-технического потенциала, создания дополнительных рабочих мест.

Международное движение капитала можно классифицировать по следующим критериям.

По *форме*:

- производственный капитал (вывоз оборудования, патентов в качестве вклада в уставный капитал зарубежной фирмы);
- денежный капитал.

По *принадлежности*:

- частный капитал;
- государственный капитал;
- капитал международных финансовых организаций.

По *срокам*:

- краткосрочный капитал (от 1 дня до 1 года);
- среднесрочный капитал (от 1 года до 7 лет);
- долгосрочный капитал (свыше 7 лет).

По *функциональному предназначению*:

- ссудный капитал;
- предпринимательский капитал.

По *целевому назначению*:

- прямые инвестиции;
- портфельные инвестиции;
- прочие инвестиции.

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. 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.

Основоположники классической школы и их последователи видели основную причину вывоза капитала в тенденции к снижению нормы прибыли 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.

Марксистская теория вывоза капитала базируется на классической школе и по существу на идее предельной производительности факторов производства, которая для капитала определяется нормой прибыли. По К. Марксу, вывозится избыточный капитал, для которого понижение нормы прибыли не уравновешивается его массой. Он утверждал, что 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. Масштабный вывоз капитала в эпоху золотого стандарта позволил В. И. Ленину назвать вывоз капитала важнейшим признаком империализма.

Теории империализма и неоимпериализма объясняют структуру мира как борьбу между ведущими государствами за новые рынки, источники сырья, сферы приложения капитала, за усиление их политического и культурного влияния. Основателями теории империализма являются О. Бауэр, Р. Гильфердинг, В. И. Ленин. После крушения колониальных империй популярность теории империализма сократилась. Тем не менее считается, что если империализм — проявление экспансии капитала, а не просто система колониального подчинения, то в силу этого некоторые формы экономического империализма могут существовать и после распада колониальных империй.

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. Иверсеном. В неоклассической трактовке движение капитала рассматривается в качестве условия, обеспечивающего рациональное распределение факторов производства и установления наиболее благоприятных цен. Неоклассические теории сложились в рамках чистой теории международной торговли и предполагают равновесие цен и издержек производства, спроса и предложения, вытекающее из предельной производительности основных факторов производства.

Для неокейнсианских теорий характерны макроэкономический подход и установление взаимосвязанности движения капитала с текущим платежным балансом, национальным доходом и занятостью. Кейнс и неокейнсианцы сосредоточились на проблеме регулирования платежного баланса и ее определяющих факторах, на связи торгового баланса с темпом экономического роста, инвестициями и уровнем занятости. Они обратили внимание на возможность вывоза капитала при пассивном торговом балансе за счет сокращения внутренних инвестиций.

Современные и новейшие концепции движения капитала базируются преимущественно на монетаристских идеях, они связаны с транснационализацией и глобализацией мировой экономики. 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. К таким теориям относятся модель жизненного цикла Р. Вернона, модель монополистических преимуществ С. Хаймера, эклектическая модель прямых зарубежных инвестиций Дж. Даннинга.

П. Линдерт теоретически обосновал вывоз инвестиций в страны и территории с офшорными 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 за рубеж 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 Центра 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 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, Ф. Махлуп). С середины 1970-х гг. проблематика мировой экономики все теснее увязывается с концепциями взаимозависимости национальных хозяйств, основывающимися на интернационализации производства, дифференцированном воздействии научно-технического прогресса на структурную перестройку.

Проблема взаимозависимости и партнерства рассматривается на различных пересекающихся уровнях — глобальном, между центрами и периферией, внутри подсистем. Термин «глобальная взаимозависимость» был введен американским политологом С. Хоффманом, а концепция раскрыта Р. Купером. Рост взаимозависимости подвергает платежный баланс все более частым и сильным воздействиям извне, в результате чего правительства должны уделять большее внимание проблеме сохранения внешнего равновесия, координировать использование всей совокупности инструментов, находящихся в распоряжении государств.

К началу 1970-х гг. утвердилась концепция равного партнерства. Более или менее законченное выражение эта концепция получила в докладе Л. Пирсона, подготовленном

под эгидой Всемирного банка для оценки стратегии отношений западных стран с развивающимися государствами. Она предполагала объединение политики помощи, торговли, инвестиций в единую стратегию, которая должна основываться на усилиях самих развивающихся стран. Эта концепция нередко связывается с проблемами экономического роста. Несбалансированный и разобщенный рост экономики приводит к острым проблемам мирового развития. Основной выход — в органическом росте мирового хозяйства, решении проблем взаимозависимости подсистем и стран с различными уровнями социально-экономического развития. Это предполагает создание глобальной системы управления производственными ресурсами.

В направлениях и объемах международного движения капиталов за последние годы произошли существенные изменения, что особенно заметно по динамике распределения прямых иностранных инвестиций (табл. 1.3).

*Таблица 1.3*

**Потоки прямых иностранных инвестиций в 1995—2010 гг. (млрд долл.)**

| Инвестиции | 1995–2004 гг.* | 2005–2007 гг.* | 2006 г. | 2007 г. | 2008 г. | 2009 г. | 2010 г. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Весь мир | | | | | | | |
| Ввоз | 718 | 1472 | 1459 | 2100 | 1744 | 1185 | 1244 |
| Вывоз | 704 | 1487 | 1410 | 2267 | 1910 | 1170 | 1323 |
| Развитые страны | | | | | | | |
| Ввоз | 507 | 968 | 970 | 1444 | 965 | 603 | 602 |
| Вывоз | 625 | 1243 | 1158 | 1924 | 1541 | 851 | 935 |
| США | | | | | | | |
| Ввоз | 144 | 186 | 237 | 266 | 306 | 153 | 228 |
| Вывоз | 144 | 211 | 224 | 393 | 308 | 283 | 329 |
| ЕС | | | | | | | |
| Ввоз | 307 | 643 | 587 | 924 | 488 | 346 | 305 |
| Вывоз | 390 | 832 | 695 | 1287 | 906 | 370 | 407 |
| Япония | | | | | | | |
| Ввоз | 5 | 6 | –6 | 22 | 24 | 12 | –1 |
| Вывоз | 28 | 56 | 50 | 73 | 128 | 75 | 56 |

*Окончание табл. 1.3*

| Инвестиции | 1995–2004 гг.* | 2005–2007 гг.* | 2006 г. | 2007 г. | 2008 г. | 2009 г. | 2010 г. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Развивающиеся страны | | | | | | | |
| Ввоз | 200 | 445 | 502 | 565 | 658 | 510 | 573 |
| Вывоз | 74 | 214 | 229 | 292 | 309 | 271 | 327 |
| Бразилия | | | | | | | |
| Ввоз | 19 | 23 | 19 | 34 | 45 | 26 | 48 |
| Вывоз | 2 | 12 | 28 | 7 | 20 | –10 | 11 |
| Индия | | | | | | | |
| Ввоз | 4 | 18 | 20 | 25 | 42 | 36 | 25 |
| Вывоз | 0,8 | 11 | 14 | 17 | 19 | 16 | 15 |
| КНР | | | | | | | |
| Ввоз | 46 | 76 | 73 | 83 | 108 | 95 | 106 |
| Вывоз | 3 | 19 | 21 | 22 | 52 | 56 | 68 |
| Юго-Восточная Европа и страны СНГ | | | | | | | |
| Ввоз | 11 | 59 | 55 | 91 | 121 | 72 | 68 |
| Вывоз | 4 | 30 | 23 | 51 | 60 | 49 | 60 |
| Из них: страны СНГ | | | | | | | |
| Ввоз | 10 | 50 | 45 | 78 | 108 | 64 | 64 |
| Вывоз | 4 | 29 | 23 | 50 | 58 | 47 | 60 |
| Россия | | | | | | | |
| Ввоз | 5 | 32 | 30 | 55 | 75 | 36 | 41 |
| Вывоз | 4 | 27 | 23 | 46 | 55 | 44 | 52 |

* Среднегодовые данные.

*Источник*: UNCTAD, World Investment Report 2009, 2010, 2011, Country fact sheet ; *Федякина Л. Н.* Международные финансы : учеб. пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Международные отношения, 2012. С. 497.

С 2000 по 2007 г. годовой объем международного банковского кредитования увеличился в 4,7 раза и достиг 5,7 трлн долл.; объем международных банковских активов — в 3,1 раза и составил 33,4 трлн долл.; размер годовой эмиссии международных долговых ценных бумаг — в 2,4 раза (3 трлн долл.); объем международных долговых ценных бумаг — в 3,6 раза и равнялся 22,7 трлн долл. С 1997 по 2008 г. ино-

странные активы развитых стран увеличились в 3,5 раза; с 2000 г. по 2008 г. — в 2,2 раза; обязательства — в 3,6 и 2,2 раза соответственно[1].

Следует также отметить, что в условиях финансовой глобализации резко возросли долговые обязательства государств, превратив все страны мира в заемщиков. Совокупные долговые обязательства стран мира перед нерезидентами образуют мировую внешнюю задолженность, или мировой внешний долг, который в 1-м квартале 2011 г. достиг 65 трлн долл., увеличившись с 2003 г. в 2 раза, при этом соотношение совокупных внешних долгов развитых стран и стран развивающихся и с формирующимися рыночными экономиками практически не изменилось и составило в 2011 г. 94,3 и 5,7%. Динамика внешнего долга ведущих развитых стран отличалась повышенной активностью: за 2003–2011 гг. их внешний долг увеличился в 2 раза, в том числе США и еврозоны — в 2,1 раза, Японии — в 1,9, Великобритании — в 1,8 раза.

Внешний долг развивающихся стран и стран с формирующимися рынками за рассматриваемый период увеличился в 2,1 раза, в том числе Латинской Америки — в 5 раз, европейских стран — в 3,3 раза, Азии — в 1,8 раза. В результате региональной неравномерности развития долга доля стран Центральной и Восточной Европы и СНГ в совокупном внешнем долге развивающихся и формирующихся регионов увеличилась с 33,1 до 50,6%; доля Латинской Америки снизилась с 41,1 до 25,3%, Азии — с 22,5 до 19,2%.

В структуре мирового внешнего долга, обязательств отдельных стран и регионов перед нерезидентами произошли существенные изменения, отразившие глубокие сдвиги в национальных экономиках и в мирохозяйственных отношениях (табл. 1.4).

*Таблица 1.4*

**Структура мирового внешнего долга (% ВВП)**

| Регионы | Внешний долг | Государственный долг | Корпоративный долг |
|---|---|---|---|
| Все страны | 100,0 | 23,1 | 76,9 |
| Развитые страны | 143,0 | 32,6 | 110,4 |

[1] *Федякина Л. Н.* Международные финансы : учеб. пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Международные отношения, 2012. С. 108–109.

*Окончание табл. 1.4*

| Регионы | Внешний долг | Государственный долг | Корпоративный долг |
|---|---|---|---|
| США | 99,5 | 33,1 | 66,4 |
| Еврозона | 209,6 | 52,9 | 156,7 |
| – Германия | 158,5 | 44,1 | 114,4 |
| – Греция | 179,0 | 120,3 | 58,7 |
| – Франция | 198,6 | 59,4 | 139,2 |
| – Италия | 118,1 | 53,0 | 65,1 |
| – Ирландия | 1112,6 | 145,9 | 966,7 |
| – Португалия | 231,4 | 91,3 | 140,1 |
| Великобритания | 423,5 | 25,1 | 398,4 |
| Япония | 47,4 | 15,3 | 32,1 |
| Страны развивающиеся и с формирующимися рынками | 17,3 | 5,0 | 12,3 |
| Азия | 8,5 | 2,3 | 6,2 |
| Европа | 48,0 | 12,1 | 35,9 |
| Латинская Америка | 20,0 | 6,8 | 13,2 |

*Источник*: IMF. Global Financial Stability Report. 2011. Sept. P. 11; URL: http://www.imf.org.

Среднегодовые данные за 2000—2009 гг. характеризуют Россию как чистого экспортера капитала с ежегодным чистым оттоком в размере 16,1 млрд долл., в том числе по счету финансовых инструментов, которые включают прямые, портфельные инвестиции, деривативы и другие инструменты, — 10,9 млрд долл.; по счету капитала, включающему переводы за собственность и другие нефинансовые активы, — 5,2 млрд долл. Однако в 2000—2007 гг. по счету финансовых инструментов Россия была чистым импортером капитала со среднегодовым притоком 6,1 млрд долл.; но чистый отток в размере 164,5 млрд долл. за 2008—2009 гг. резко изменил положение страны в международных потоках капитала (табл. 1.5).

*Таблица 1.5*

**Чистый вывоз/ввоз капитала российским частным сектором в 2000—2012 гг. (млрд долл.)**

| | | | |
|---|---|---|---|
| 2000 г. | –24,8 | 2007 г. | +81,7 |
| 2001 г. | –15,0 | 2008 г. | –133,9 |
| 2002 г. | –8,1 | 2009 г. | –56,9 |
| 2003 г. | –1,9 | 2010 г. | –38,3 |
| 2004 г. | –8,9 | 2011 г. | –80,5 |
| 2005 г. | –0,1 | 2012 г. | –54,1 |
| 2006 г. | +41,4 | I квартал 2013 г. (оценка) | –25,8 |

*Источник*: URL: http://www.cbr.ru.

Чистый вывоз частного капитала из России за 2000—2010 гг. равнялся 15 млрд долл. в год; чистый ввоз капитала банками составил 1 млрд долл. в год; чистый отток капитала по другим секторам равнялся 16 млрд долл. в год. При этом в 2006—2007 гг. чистый годовой приток составил 61,5 млрд долл.; в 2008—2010 гг. чистый отток в среднем составил 76,4 млрд долл. в год.

Основными каналами вывоза частного капитала из России являются: вложения в СКВ (валюта, свободно и неограниченно обмениваемая на другие иностранные валюты и международные платежные средства); остатки на текущих счетах и депозиты в иностранных банках; предоставление нерезидентам экспортных кредитов в форме отсрочки платежа; импортные кредиты в виде предоплаты за товарные поставки; непоступление товаров в погашение импортных авансовых платежей.

По данным российской печати, в 2007 г. граждане вывезли из страны 18,5 млрд долл. (поступило 10,2 млрд долл.), в том числе в Нидерланды — 181,2 млн долл., Венгрию — 145,8, Швейцарию — 41,8, Великобританию — 30,9, Кипр — 26,8, во Францию — 16,6, Испанию — 14,2, ОАЭ — 11,8, Чешскую Республику — 11,4 млн долл. Это средства зарегистрированных индивидуальных предпринимателей, а также инвестиции физических лиц в недвижимость за рубежом, в иностранные ценные бумаги, депонирование в иностранные банки.

Особенность российского оттока частного капитала заключается в том, что в его формирование входит несанкционированное бегство капитала через нелегальные и полулегальные каналы с нарастающим трендом. Основными способами нелегального вывоза российского капитала являются непоступившая экспортная выручка и непогашенные товарами импортные авансы. В структуре ввозимого частного капитала все более заметное место занимают портфельные инвестиции и коммерческие банковские кредиты.

Иностранный капитал направляется на российский фондовый рынок для извлечения большей доходности по сравнению с западными фондовыми рынками. По данным Минфина России, в 2005 г. фондовый рынок страны вырос на 52%; доход на ввезенный в Россию капитал оценивался в 8—9%, на мировом рынке — 3,4%. Ввоз кредитных средств — это в значительной мере возврат ранее нелегально вывезенных средств.

Международная инвестиционная позиция (баланс иностранных активов и обязательств) России за 2001—2011 гг. в среднегодовом исчислении равнялась + 26,53 млрд долл., что определяет Россию как чистого международного кредитора, несмотря на то, что в 2005—2008 гг. она оставалась чистым дебитором.

Участие России в системе международных финансов невелико, но оно расширяется. За 2000—2008 гг. иностранные активы увеличились в 4,4 раза и составили 1092,6 млрд долл., в 2009 г. они снизились на 7,5% и к январю 2011 г. достигли 1173,2 млрд долл. Обязательства России перед нерезидентами с 2001 г. до 2008 г. увеличились в 6,7 раза и составили 1242,8 млрд долл., в 2009 г. снизились на 38,3%, к началу 2011 г. составили 1157,5 млрд долл. В основном иностранные инвестиции поступают в страну в виде портфельных и прямых инвестиций, международных займов на мировом финансовом рынке, международной финансовой помощи.

Резервные активы России достигли максимума в 2008 г. в размере 478,7 млрд долл., увеличившись в 17 раз с 2001 г., к 2009 г. они уменьшились на 10,7%, к 2011 г. несколько превысили уровень 2008 г. и составили 479,4 млрд долл., в том числе монетарное золото составило 35,8 млрд долл., СДР (специальные права заимствования) — 8,7, резервная позиция в МВФ — 1,9, прочие валютные активы — 432,9 млрд долл.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Глобализация мировой экономики** — это усиление взаимосвязей, взаимодействий и взаимозависимости экономик, экономических систем разных стран мира; интернационализация производства и капитала, ведущая к установлению идентичных норм и условий ведения хозяйственной деятельности в странах, различающихся уровнем развития, видом общественно-политической и социально-экономической системы.

**Интернационализация** — процесс усиления взаимозависимости национальных экономик посредством развития мирохозяйственных связей и включения в мировое хозяйство на основе расширения и диверсификации обмена товарами, услугами, факторами производства.

**Международный финансовый бизнес** — деятельность хозяйствующих субъектов (резидентов/нерезидентов) по покупке/продаже финансовых активов с целью извлечения прибыли и наращивания богатства отдельных предприятий или фирм.

**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 рынках.

**Транснационализация** — усиление взаимозависимости национальных экономик на основе расширения зарубежной деятельности ТНК и ТНБ.

**Экономическая и финансовая интеграция** *(integration)* — системное соединение в единое целое и, соответственно, процесс установления таких связей, сближение, объединение организаций, отраслей, регионов и стран в единое экономическое и финансовое пространство.

### Контрольные вопросы и задания

1. Дайте определение международных финансов, назовите их состав и функции.

2. Дайте определение следующих понятий: глобализация, регионализация, интеграция, интернационализация. Укажите их принципиальные отличия.

3. В чем проявляется влияние глобализации мирохозяйственных связей на формирование взаимозависимости национальных экономик?

4. Определите основные результаты воздействия глобализации на валютно-кредитную сферу.

5. Назовите интеграционные и дезинтеграционные процессы в глобализирующемся мире. Каковы их соотношение и перспективы развития?

6. Что такое международное финансирование?

7. Как вы понимаете систему международного финансового бизнеса?

8. Что такое финансовая глобализация? Назовите ее характерные черты.

9. Как можно сегментировать мировой финансовый рынок?

10. Определите место России в международном движении капиталов.

## Практические задания

1. Составьте таблицу, иллюстрирующую общее и особенное в процессах глобализации и регионализации.

2. Выделите наиболее яркие события в международной финансовой и валютно-кредитной сфере за последние 15 лет. Отразилось ли их влияние на России?

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Мировая валютная система в условиях глобализации мировой экономики.

2. Стратегия и тактика ТНБ в условиях глобализации мировой экономики.

3. Современные тенденции развития валютно-кредитной сферы в условиях глобализации мировой экономики.

4. Роль и значение международных валютно-кредитных отношений в мирохозяйственных связях.

5. Основные направления процессов региональной валютно-финансовой интеграции.

6. Предпосылки и перспективы формирования валютных союзов стран Азиатско-Тихоокеанского региона и Юго-Восточной Азии.

7. Россия в системе международных валютно-кредитных отношений.

## Литература

IMF. Global Financial Stability Report. — Wash., 2010. — Oct., 2011. — Apr., Sept.

IMF. International Financial Statistics. — Yearbook, 2006, 2010.

*Антонов, В. А.* Европейская валютно-финансовая интеграция // Экономика Европейского союза : учебник / колл. авт. ; под ред. Р. К. Щенина. — М. : КноРус, 2012.

*Антонов, В. А.* Международный финансовый бизнес: сущность, участники и рынок как экономическая среда // Мировая экономика и международный бизнес : учебник / колл. авт. ; под общ. ред. В. В. Полякова и Р. К. Щенина. — 5-е изд., стер. — М. : КноРус, 2009.

*Гусаков, Н. П.* Международные валютно-кредитные отношения : учебник / Н. П. Гусаков, И. Н. Белова, М. А. Стренина. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : НИЦ ИНФРА-М, 2013.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. — М. : Финансы и статистика, 2008.

*Панфилов, И. Д.* Система валютно-финансовых отношений современного мира. — М. : Экон-Информ, 2010.

*Панфилов, И. Д.* Финансы и кредит: от эпохи перестройки до эры глобализации. — М. : Экон-Информ, 2010.

*Понин, Ф. А.* Перестройка мировой валютой системы и позиция России. — М. : МАКС Пресс, 2009.

*Смыслов, Д. В.* Реформирование мировой валютно-финансовой архитектуры: 1990—2000-е годы. — М. : ИМЭМО РАН, 2009.

# Глава 2
# ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС ГОСУДАРСТВА КАК ИТОГ ДЕНЕЖНОГО ОБОРОТА В СИСТЕМЕ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• показатели платежного баланса и методы классификации его статей;

• состояние платежного баланса России;

***уметь***

• анализировать факторы, влияющие на платежный баланс;

***владеть***

• навыками выявления результативности методов регулирования платежного баланса.

## 2.1. Показатели платежного баланса и методы классификации его статей

**Платежный баланс** (*balance of payments*) — соотношение денежных платежей, поступающих в данную страну из-за границы, и всех ее платежей за границу в течение определенного периода времени (квартал, месяц, год). Россия, США, другие страны ведут такие записи на ежеквартальной основе. Если поступления превышают платежи, платежный баланс (ПБ) называется активным, в противоположном случае — пассивным.

В ПБ находят стоимостное выражение все внешнеэкономические операции страны. Он включает торговый баланс, баланс услуг и некоммерческих платежей, баланс движения капиталов и кредитов. Пассивное сальдо ПБ обычно покрывается за счет своих валютных резервов либо с помощью иностранных займов и кредитов и ввоза капитала.

На основе некоторого упрощения можно считать, что существуют два метода сбора информации для составления ПБ.

1. Использование платежных отчетов банков по всем операциям с нерезидентами. В данном случае недостаточность информации связана с тем, что, выступая в роли официальных посредников при расчетах между резидентами и нерезидентами, банки передают государственным службам соответствующую информацию без учета прямых, в частности компенсационных, платежей. Составляемый на этой основе баланс воспроизводит расчеты за отчетный период, но не дает полного представления о самих операциях; условия сделки и оплаты таковы, что значительная часть движения краткосрочных капиталов остается невыявленной.

2. Разработка ПБ на основе разнообразной и независимой информации. Повсюду имеется таможенная статистика по внешней торговле; для учета услуг можно использовать анкетирование, проводимое профессиональными организациями, и сообщаемые ими сведения. Тем не менее разрыв во времени между сделками и выплатами продолжает создавать большие трудности для анализа различных видов движения капиталов.

Являясь документом, в котором сводные статистические данные, характеризующие внешнеэкономическую деятельность страны, оформляются по методу двойной бухгалтерской проводки, ПБ теоретически в итоге всегда уравновешен. При использовании в целях экономического анализа возникает практическая целесообразность рассматривать его как несколько раздельных итоговых счетов. Каждый из вычленяемых таким образом балансов также должен быть уравновешен каким-то сальдо — суммарным равенством с противоположным знаком, которое выявляется в комплексе всех других итоговых счетов. Существует множество вариантов разделения операций на частичные балансы. В зависимости от потребностей анализа, определяемых, в свою очередь, выбором стран и периодов времени, меняются число и содержание таких итоговых счетов.

Образуемое единое сальдо ПБ следует использовать весьма осторожно, так как оно дает весьма упрощенное представление о реальном состоянии. В связи с этим возникает необходимость в дополнительной и более детальной информации как по ПБ, так и по внутриэкономическому положению страны. Теоретически при составлении ПБ общая сумма зарубежных поступлений равна общей сумме

платежей. Это следует из того, что должно соблюдаться следующее учетное равенство:

$$X - M - S - T - I - R = 0,$$

где $X$ — экспорт; $M$ — импорт; $S$ — сальдо баланса услуг; $T$ — дары, переводы; $I$ — сальдо по инвестициям; $R$ — увеличение официальных резервов.

На практике же в оценках $I$ всегда присутствует определенный предел погрешности, который включается в платежный баланс как «Ошибки и пропуски» или «Расхождения». Платежный баланс служит индикатором конкурентоспособности страны и включает все виды операций: торговлю товарами, услуги по перевозке, финансовые услуги, туризм, денежные переводы (римессы), прибыль и финансовые операции.

Существуют два подхода для включения операций в ПБ: сделки на момент расчета и сделки на момент операции. Сделки на момент расчета регистрируются, если это сделки наличными или сделки клиентов одного банка. Например, датой операции при расчетах между резидентом и нерезидентом — клиентами одного банка — считается дата зачисления на счет средств в иностранной валюте, поступивших от клиентов-нерезидентов, или дата списания со счета средств в иностранной валюте в российских рублях в пользу клиентов-нерезидентов. Следовательно, подход на момент расчета имеет ограниченное применение при составлении ПБ. При другом — операционном — подходе критерием отнесения операций к составу ПБ является переход собственности от резидента к нерезиденту, и наоборот. Поэтому можно включать незавершенные операции, такие, как предоставление кредита, другие безналичные сделки, разнесенные во времени.

В основу составления платежных балансов большинства стран положены рекомендации МВФ, что придает универсальный характер применяемым показателям и предоставляет возможность проводить их сопоставления. В соответствии с классификацией статей, используемой Международным валютным фондом, ПБ имеет следующий вид (табл. 2.1).

*Таблица 2.1*

**Структура платежного баланса (по методологии МВФ)**

| |
|---|
| **I. Счет текущих операций** |
| А. 1. Товары и услуги |
| 1. Товары |

1.1. Экспорт / импорт товаров

1.2. Товары для переработки

1.3. Стоимость ремонта товаров, приведения их в исправное состояние

1.4. Товары, приобретаемые транспортными средствами в портах

1.5. Немонетарное золото

2. Услуги

2.1. Транспортные услуги

2.2. Поездки

2.3. Услуги связи

2.4. Строительство

2.5. Страховые услуги

2.6. Финансовые услуги

2.7. Услуги по экспорту/ импорту информации и программного обеспечения

2.8. Роялти и лицензионные платежи

2.9. Прочие услуги

2.10. Персональные, культурные и прочие, рекреационные услуги

2.11. Услуги, оказываемые правительственными учреждениями

B. 1. Доход

1. Оплата труда

2. Доход от инвестиций

2.1. Доход от прямых инвестиций

2.2. Доход от портфельных инвестиций

2.3. Доход от прочих инвестиций

C. 1. Текущие трансферты

1. Сектор государственного управления

2. Текущие трансферты прочих секторов

2.1. Переводы наемных рабочих

2.2. Прочие трансферты

| |
|---|
| **II. Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами** |
| А. 2. Счет операций с капиталом |
| Капитальные трансферты (предполагающие переход прав собственности на основной капитал), покупка-продажа непроизводственных нефинансовых активов (патенты, договоры об аренде и т.д.). |
| 1. Капитальные трансферты |
| 1.1. Сектор государственного управления |
| 1.2. Прочие капитальные трансферты |
| 2. Приобретение / продажа непроизведенных, нефинансовых активов |
| В. 2. Финансовый счет |
| 1. Прямые инвестиции (приобретение или строительство предприятий за границей) |
| 1.1. За границу |
| 1.2. В экономику отчетной страны |
| 2. Портфельные инвестиции (покупка ценных бумаг), прочие инвестиции (краткосрочные и долгосрочные коммерческие кредиты; ссуды, включая использование кредитов МВФ; ссуды, связанные с международным лизингом; дебиторская и кредиторская задолженность |
| 2.1. Активы |
| 2.2. Обязательства |
| 3. Прочие инвестиции |
| 3.1. Активы |
| 3.2. Обязательства |
| С. 2. Ошибки и пропуски |
| Баланс официальных расчетов (или Полный баланс = А + В + С) |
| D. 2. Резервы и связанные статьи |
| 4. Резервные активы |
| 4.1. Монетарное золото |
| 4.2. Специальные права заимствования |
| 4.3. Резервная позиция в МВФ |
| 4.4. Иностранная валюта |
| 4.5. Прочие требования |

В соответствии с принципами построения ПБ всегда сбалансирован. Понятие отрицательного или положительного сальдо применимо только к отдельным его частям (например, к торговому балансу и т.д.). Сведение активов и пассивов всего платежного баланса к нулю осуществляется за счет раздела «Резервы и связанные статьи». Дефицит платежного баланса (balance of payment deficit), который отражается в балансе официальных расчетов, в точности равен чистым продажам иностранной валюты центральным банком и отражается в статье D. 2. «Резервы и связанные статьи». И наоборот, положительное сальдо платежного баланса будет в точности равно чистым закупкам иностранной валюты или золота центральным банком и отражено в этой же статье.

Для покрытия дефицита платежного баланса МВФ предоставляет резервные (безусловные) кредиты. Их объем невелик и распределяется неравномерно по странам в пределах 25% их квот (обязательных взносов). Кредиты сверх этой резервной позиции обусловлены жесткими требованиями проведения стабилизационных программ МВФ.

В поисках источников погашения дефицита платежного баланса развитые страны мобилизуют средства на мировом рынке капиталов в виде кредитов банковских консорциумов, облигационных займов. В покрытии дефицита платежного баланса активно участвуют коммерческие банки (особенно евробанки). Преимущества банковских кредитов по сравнению с кредитами международных валютно-кредитных и финансовых организаций — бóльшая доступность и необусловленность наличием стабилизационных программ. Для покрытия пассивного сальдо баланса используются краткосрочные кредиты, предоставляемые центральными банками в национальной валюте. К временным методам покрытия дефицита платежного баланса относятся также льготные кредиты, полученные страной по линии иностранной помощи.

Важнейшей частью платежного баланса является торговый баланс (balance of trade). На основании торгового баланса судят о наличии дефицита платежного баланса, так как на его долю приходится около 80% активов и пассивов. Торговый баланс формируется как соотношение между экспортом и импортом товаров, без учета услуг. Изменение торгового баланса зависит от того, какие факторы его обусловили. Например, если отрицательное сальдо образовалось в результате сокращения экспорта, то это может свидетельствовать о снижении конкурентоспособности товаров данной

страны на мировом рынке и рассматриваться как негативное явление. Но если такое положение стало результатом роста импорта в результате притока прямых инвестиций в страну, то это никак не может рассматриваться как ослабление национальной экономики. В целом состояние торгового баланса зависит от экономического положения страны и, в свою очередь, оказывает на него значительное воздействие.

Баланс услуг (balance of services) включает платежи и поступления от услуг, предоставленных резидентами нерезидентам, и наоборот (транспорт, страхование, почтово-телеграфная и телефонная связь и т.д.).

Текущие трансферты (current transfers) отражают переводы в страну и из страны неторгового характера (денежные переводы, пенсии, взносы в международные организации, гуманитарная помощь в виде потребительских товаров и услуг, дары и правительственные субсидии).

Баланс операций с капиталом и финансовыми инструментами (balance of capital and financial instruments transactions) включает два основных раздела: операции с капиталом и финансовый счет.

Основными составными частями счета капитала являются трансферты капитала и приобретение/реализация нефинансовых активов. Примерами капитальных трансфертов являются безвозмездная передача собственности на основные фонды, прощение долга и другие инвестиции.

В финансовом счете отражаются операции с активами и обязательствами резидентов по отношению к нерезидентам, которые произошли в отчетном периоде. Прямые инвестиции предполагают операции с нерезидентами по инвестированию в компании или предприятие в виде вложений в акционерный капитал, реинвестирование прибыли дочерних компаний и т.п. Портфельные инвестиции включают операции с нерезидентами по инвестициям в ценные бумаги в форме корпоративных акций или облигаций, производных финансовых инструментов (фьючерсы, опционы и т.д.). Для разграничения прямых и портфельных инвестиций используется следующий критерий: если инвестор владеет 10% и более обыкновенных акций и принимает непосредственное участие в управлении предприятием, то считается, что вложенные средства носят характер прямых инвестиций. Прочие инвестиции отражают все другие капитальные операции с нерезидентами, такие как торговые и финансовые кредиты, депозиты, ссуды, займы и пр. Заключительные ста-

тьи платежного баланса отражают операции с ликвидными валютными активами. В подразделе «Резервы» приводятся данные о монетарном золоте, резервной позиции страны в МВФ, иностранной валюте и прочих требованиях.

Каждая внешнеэкономическая сделка имеет одновременное отражение в ПБ по счету текущих операций и в балансе счета операций с капиталом и финансовыми инструментами (в одной графе с +, а в другой с –). В принципе сальдо текущих операций должно равняться (с обратным знаком) сальдо операций с капиталом и финансовыми инструментами. Это связано с тем, что платежный баланс построен на основе бухгалтерского принципа двойного учета: каждая сделка отражается дважды — по кредиту одной статьи и по дебету другой. Это правило имеет простую экономическую интерпретацию: большинство экономических сделок заключается в эквивалентном обмене экономическими ценностями.

Например, немецкий импортер российского газа заплатит Газпрому в евро. В этом случае кредит сделки будет отражаться на счете текущих операций платежного баланса России как экспорт товаров со знаком «+». Обратная ей операция будет записана по дебету счета «Операции с капиталом и финансовыми инструментами», в субсчет «Наличная иностранная валюта и депозиты» со знаком «–». Действительно, в результате сделки у Газпрома появится зарубежный актив в евро, т.е. увеличатся требования к нерезидентам.

Если происходит безвозмездное, без эквивалентного обмена предоставление экономических ценностей (товаров, услуг или финансовых активов), то для отражения этой операции в счетах дважды в ПБ вводится балансирующая статья «Трансферты».

Приведем несколько примеров характерных операций, чтобы пояснить порядок их отражения в платежном балансе.

**Пример 1**

Российская компания покупает у американской фирмы автомобили на сумму 1 млн долл. Эта сумма отражается по статье «Импорт товаров» по дебету со знаком «–» (–1 млн долл.). Оплата была произведена путем предоставления коммерческого кредита. Она найдет отражение в разделе «Счет операций с капиталом» как +1 млн долл.

**Пример 2**

Транснациональная корпорация покупает контрольный пакет акций российского предприятия на сумму 100 тыс. долл. Сумма покупки учитывается по статье «Прямые инвестиции» как вложение из-за рубежа +100 тыс. долл. Для оплаты берется кредит в российском банке. Эта сумма учитывается по статье «Кредиты и займы» как –100 тыс. долл.

**Пример 3**

Российский гражданин едет отдыхать на Кипр с кредитной картой российского банка. В туристической поездке он оплачивает гостиницу, транспорт и экскурсионные услуги, используя кредитную карту, и затрачивает 1500 долл. Эти операции учитываются по статье «Услуги» как импорт (–1500 долл.). Одновременно происходит списание средств с валютного счета туриста в банке, которое учитывается по кредиту статьи «Обязательства, расчетные счета и депозиты» со знаком «+» (+1500 долл.).

**Пример 4**

Россия оказывает гуманитарную помощь поставками зерна пострадавшим от цунами в Таиланде на сумму 1 млн долл. Эта операция оформляется в платежном балансе как экспорт по кредиту статьи «Товары» (+1 млн долл.). Кроме того, она проводится по дебету статьи «Односторонние текущие трансферты» как полученные средства со знаком «–» (–1 млн долл.).

Таким образом, можно сформулировать правила отражения операций в платежном балансе (табл. 2.2).

*Таблица 2.2*

**Правила отражения операций в платежном балансе по дебету и кредиту**

| Статья | Кредит, плюс (+) | Дебет, минус (–) |
|---|---|---|
| А. Товары и услуги | Экспорт товаров и экспорт услуг (оказание услуг нерезидентам) | Импорт товаров и импорт услуг (оказание услуг нерезидентами) |
| Б. Доходы от инвестиций и оплата труда | Полученные резидентами от нерезидентов | Выплаченные резидентами нерезидентам |
| В. Трансферты (текущие и капитальные) | Получение средств (например, денежные переводы от иностранцев) | Передача средств |
| Г. Операции с финансовыми активами или обязательствами | Увеличение обязательств по отношению к нерезидентам (например, приобретение нерезидентами наличной национальной валюты) или уменьшение требований к нерезидентам (например, снижение остатков по счетам резидентов в банках-нерезидентах) | Увеличение требований к нерезидентам (например, предоставление кредитов нерезидентам) или уменьшение обязательств по отношению к нерезидентам (например, погашение резидентами ценных бумаг, приобретенных нерезидентами) |

## 2.2. Факторы, влияющие на состояние платежного баланса

На состояние платежного баланса, его переход из пассивного состояния в активное оказывают влияние следующие *ключевые факторы*:

- циклические колебания мировой экономики;
- наличие производственных возможностей в стране для выпуска конкурентоспособной продукции;
- постоянный и стабильный рост доходов населения, что формирует устойчивый платежеспособный спрос;
- оптимальный инвестиционный климат в стране;
- оптимальная задолженность государства;
- положительная динамика валютного курса национальной валюты;
- политическая и экономическая стабильность (что снижает все виды рисков);
- эффективное государственное регулирование платежного баланса.

Циклические колебания мировой экономики (подъемы и спады экономической активности) в условиях глобализации мировой экономики находят непосредственное отражение в платежном балансе стран. Механизм циклических кризисов имеет разрушительные последствия не только для экономики отдельной страны, но и переносится из одной страны в другую. Рост мирового производства вызывает увеличение экспорта/импорта топлива, сырья и материалов, оборудования, а замедление темпов экономического роста сокращает мировую торговлю и международное движение капиталов.

Негативные последствия для платежных балансов стран возникают и вследствие региональных экономических и политических катаклизмов, структурных кризисов. Другими словами, в платежных балансах стран находят прямое отражение экономические и политические процессы, происходящие в мировом сообществе. В результате этого возникает неравномерность экономического и политического развития стран, и в силу этого меняется расстановка сил на мировой арене. Так, например, противоречия, сложившиеся к началу 1970-х гг. между тремя мировыми центрами — США, Западной Европой (в первую очередь странами ЕС) и Японией, — серьезно влияют на состояние их платежных балансов. По мере усиления конкурентных позиций западноевропейского и японского центров, их экономического

и научно-технического потенциалов, экспансии на мировых рынках товаров и капиталов их платежные балансы имели в 1970-е и 1980-е гг. крупное положительное сальдо. В дальнейшем из-за различных структурных экономических и политических сдвигов ситуация неоднократно менялась.

Наличие возможностей в стране для выпуска конкурентоспособной продукции и оказания услуг сильно влияет на торговый баланс страны и баланс «невидимых операций». Страна, выпускающая продукцию высокого качества и продающая ее по невысоким ценам, начинает «диктовать» потребности и вкусы своим покупателям, включая и потребителей за рубежом. Это создает устойчивый спрос на экспортируемые товары, что в свою очередь улучшает платежный баланс страны. Относительное изменение цен на аналогичную продукцию в разных странах модифицирует условия ценовой конкуренции на рынках друг друга. Если в данной стране цена на некоторый ходовой товар снизилась по сравнению с другими государствами, то его экспорт из нее возрастет, что приведет к росту доходной части торгового баланса. Наоборот, когда цены на этот товар в других странах падают, это приводит к росту импорта и ведет к дефициту платежного баланса.

Постоянный и стабильный рост доходов населения в других государствах может увеличить спрос на импортную продукцию и, соответственно, экспорт этой продукции. Рост доходов населения в своем государстве также стимулирует платежеспособный спрос и позволяет импортировать необходимые товары из-за рубежа, используя для этого часть экспортной выручки. Таким образом, между динамикой благосостояния и состоянием платежного баланса существует прямая связь.

Оптимальный инвестиционный климат в стране зависит, прежде всего, от размера реальной процентной ставки и общего уровня риска вложения. С другой стороны, благоприятный инвестиционный климат определяется развитием инфраструктуры, низкими издержками производства и обращения, налоговыми преференциями иностранным инвесторам и т.д., что способствует привлечению иностранных инвестиций и передового опыта менеджмента. С другой стороны, экспорт и импорт капиталов зависят от состояния национальной экономики и в большой степени — от конъюнктуры мирового рынка ссудных капиталов. При депрессивном национальном хозяйственном развитии вывоз капитала из страны обычно увеличивается. При ускорении экономи-

ческого развития, когда растут прибыли, в стране усиливается кредитная экспансия, повышается процентная ставка, темп вывоза капитала падает.

Растущая финансовая зависимость развития национальной экономики от движения международных финансовых потоков обусловливает резкие колебания платежных балансов. Особенно это касается движения горячих денег, капиталов, которые вкладываются в акции и облигации и рассчитаны в основном на получение конъюнктурной прибыли от изменения курсов ценных бумаг. В итоге раздел счета операций с капиталом и финансовыми инструментами баланса в настоящее время сильнее влияет на общее состояние баланса, чем статьи коммерческой деятельности государства.

Оптимальная задолженность государства содействует улучшению платежеспособного баланса. И наоборот, когда государство имеет значительные процентные платежи, внешние государственные расходы на политические и военные нужды, это ухудшает платежеспособный баланс.

Динамика внешних платежей государственных структур других стран и международных организаций в виде дипломатических расходов на территории данного государства, а также в форме финансовой, военной и другой помощи содействует улучшению платежеспособного баланса. И наоборот, когда данное государство само имеет значительные платежи за рубежом (внешние государственные расходы на экономические и политические цели), в том числе военные расходы, это ухудшает его платежеспособный баланс.

Динамика валютного курса национальной валюты воздействует на экспорт и импорт товаров и услуг, а также на движение капитала (табл. 2.3).

*Таблица 2.3*

**Влияние изменения валютного курса на конъюнктуру мирового товарного рынка и рынка капиталов**

| Параметры изменения | Национальная валюта | | Иностранная валюта | |
|---|---|---|---|---|
| | Падение курса | Рост курса | Падение курса | Рост курса |
| Объем национальных товаров и услуг на мировом рынке | Увеличивается экспорт/ сокращается импорт | Сокращается экспорт/ увеличивается импорт | Сокращается экспорт/ увеличивается импорт | Увеличивается экспорт/ сокращается импорт |

*Окончание табл. 2.3*

| Параметры изменения | Национальная валюта | | Иностранная валюта | |
|---|---|---|---|---|
| | Падение курса | Рост курса | Падение курса | Рост курса |
| Международное движение капиталов | Увеличивается ввоз иностранных капиталов/ сокращается вывоз национальных капиталов | Сокращается ввоз иностранных капиталов/ увеличивается вывоз национальных капиталов | Сокращается ввоз иностранных капиталов/ увеличивается вывоз национальных капиталов | Увеличивается ввоз иностранных капиталов/ сокращается вывоз национальных капиталов |

Политическая и экономическая стабильность страны влияет на страновые, инвестиционные и коммерческие риски, что в свою очередь является важной характеристикой инвестиционного климата в стране и устойчивости национальной валюты.

Вместе с тем равновесие платежного баланса существенно зависит от типа существующей в государстве денежной системы, от валютного регулирования и контроля.

## 2.3. Методы регулирования платежного баланса

**Государственное регулирование платежного баланса** — это совокупность экономических, валютных, финансовых и денежно-кредитных мероприятий государства, направленных на формирование основных статей платежного баланса, а также покрытие сложившегося отрицательного сальдо. Арсенал применяемых при этом методов достаточно разнообразен, а их выбор зависит от валютно-экономического положения страны и состояния ее международных расчетов. В настоящее время наиболее известны следующие теории регулирования платежного баланса.

1. **Теория автоматического равновесия** (конец XIX — начало XX в.). Автор данной теории — шотландец Дэвид Юм. Автоматическим регулятором становится плавающий обменный курс национальной валюты, который падает при ухудшении состояния платежного баланса и возрастает при его улучшении.

2. **Эластационный подход**, разработанный Дж. Робинсон, А. Лернером и Л. Мецлером. Сердцевиной платежного баланса является внешняя торговля. Сальдо торгового баланса определяется прежде всего отношением уровня цен на экспортируемые товары *(Pe)* к уровню цен на импортируемые товары *(Pi)*, которое умножено на валютный курс. Следовательно, для обеспечения равновесия ПБ наиболее эффективным средством является изменение валютного курса. Степень этих изменений определяется коэффициентом эластичности спроса на экспорт и импорт.

3. **Абсорбционный подход** (С. Александер) базируется на кейнсианской теории. Улучшение состояния платежного баланса увеличивает доход страны и вследствие этого абсорбцию в целом, т.е. и потребление, и капиталовложение. Отсюда следует вывод: нужно стимулировать экспорт, сдерживать импорт через повышение конкурентоспособности отечественных товаров и услуг.

4. **Монетаристский подход** (Х. Джонсон, Дж. Поллак). Именно неравновесие на денежном рынке страны определяет неравновесие платежного баланса в целом. Главная рекомендация правительству: не вмешиваться радикально не только в денежное обращение, но и в международные расчеты страны.

Существует разнообразный арсенал методов регулирования ПБ, направленных либо на стимулирование, либо на ограничение внешнеэкономических операций в зависимости от валютно-экономического положения и состояния международных расчетов страны. Страны с дефицитным ПБ обычно применяют политику протекционизма и совершенствование таможенно-тарифного законодательства, которая включает стимулирование экспорта, сдерживание импорта товаров, привлечение иностранных капиталов, ограничение вывоза капиталов.

К протекционистским мерам, направленным на ограничение импорта, можно отнести лицензирование импорта, сосредоточение валютных операций в уполномоченных банках, ограничение нормы вывоза валюты туристами.

Страны с дефицитным платежным балансом обычно также предпринимают меры, стимулирующие экспорт товаров и ввоз иностранных капиталов, сдерживающие импорт и ограничивающие вывоз капитала. К таковым относятся следующие меры.

1. *Дефляционная политика* — направлена на сокращение внутреннего спроса, включает ограничение бюджетных расходов преимущественно на гражданские цели, замора-

живание цен и заработной платы. Одним из важнейших ее инструментов служат финансовые и денежно-кредитные меры: уменьшение бюджетного дефицита, изменения учетной ставки центрального банка (дисконтная политика), кредитные ограничения, установление пределов роста денежной массы. В условиях экономического спада, при наличии большой армии безработных и резервов неиспользованных производственных мощностей, политика дефляции ведет к дальнейшему падению производства и занятости. Она связана с наступлением на жизненный уровень трудящихся и грозит обострением социальных конфликтов, если не принимаются компенсирующие меры.

2. *Девальвация* — направлена на стимулирование экспорта и сдерживание импорта товаров. Однако роль девальвации в регулировании платежного баланса зависит от конкретных условий ее проведения и сопутствующей общеэкономической и финансовой политики. Девальвация стимулирует экспорт товаров лишь при наличии экспортного потенциала конкурентоспособных товаров и услуг и благоприятной ситуации на мировом рынке. Что касается сдерживающего влияния девальвации на импорт, то в условиях интернационализации процесса воспроизводства и развития международной специализации страна зачастую не может резко сократить ввоз товаров. К тому же не все страны проводят политику импортозамещения.

**Девальвация** (от англ. *devaluation,* от лат. *de* — понижение и *valeo* — иметь значение, стоить) — снижение курса национальной валюты страны по отношению к твердым валютам, международным расчетным единицам, уменьшение реального золотого содержания денежной единицы. Открытая девальвация, признанная правительством страны, выступает иногда средством стабилизации национальной валюты, часто сопровождается обменом обесценившихся денег. При скрытой девальвации происходит обесценивание бумажных денег, снижение их реального содержания, но обмена денежной массы не производится. Однако роль девальвации в регулировании платежного баланса зависит от наличия ряда конкретных условий. В частности, девальвация стимулирует экспорт товаров только в том случае, если эти товары обладают не только ценовой конкурентоспособностью, но и высокими технико-экономическими показателями.

3. *Оптимальная денежно-кредитная политика* (monetary and credit policy) касается, прежде всего, обеспечения ста-

бильности цен, устойчивости национальной валюты. Главный инструмент денежно-кредитной политики — регулирование учетной ставки и политика таргетирования валютного курса, денежной массы и уровня инфляции. Под таргетированием валютного курса понимается фиксация определенного объема национальной валюты к золоту или к валюте страны с низкой инфляцией. В качестве альтернативы фиксации может выступать введение валютного коридора, который обеспечивает ползучую фиксацию обменного курса в зависимости от уровня инфляции национальной валюты. Примером может служить Россия, которая вводила режим валютного коридора с 1995 по 1998 г.

Политика таргетирования денежной массы и уровня инфляции — это политика оптимизации инфляции путем регулирования денежных агрегатов и уровня инфляции. Она характерна для промышленно развитых стран: на протяжении 20 лет с 1974 г. в ФРГ и Швейцарии, с 1990 г. в Новой Зеландии, с 1991 г. в Канаде, с 1993 г. в Австралии и Испании. Для уменьшения дефицита платежного баланса используются бюджетные субсидии экспортерам, протекционистское повышение импортных пошлин, отмена налога с процентов, выплачиваемых иностранным держателям ценных бумаг в целях притока капитала в страну, денежно-кредитная политика, особенно учетная политика и таргетирование денежной массы (установление целевых ориентиров ее ежегодного роста).

4. *Валютные ограничения.* Блокирование инвалютной выручки экспортеров, лицензирование продажи иностранной валюты импортерам, сосредоточение валютных операций в уполномоченных банках направлены на устранение дефицита платежного баланса путем ограничения экспорта капитала и стимулирования его притока, сдерживания импорта товаров. Так, в конце 1970-х — начале 1980-х гг., несмотря на либерализацию текущих операций, примерно 90% стран с конвертируемой валютой применяли ограничения по международному движению капиталов. Страны ЕС отменили их лишь в начале 1990-х гг.

Также применяются *специальные меры государственного воздействия на платежный баланс* в ходе формирования его основных статей — торгового баланса, «невидимых» операций, движения капитала. Важным объектом регулирования является *торговый баланс.* В современных условиях государственное регулирование охватывает не только сферу обраще-

ния, но и производство экспортных товаров. Стимулирование экспорта на стадии реализации товаров осуществляется путем воздействия на цены (предоставление экспортерам налоговых, кредитных льгот, изменение валютного курса и т.д.). Для создания долгосрочной заинтересованности экспортеров в вывозе товаров и освоении внешних рынков государство предоставляет целевые экспортные кредиты, страхует их от экономических и политических рисков, вводит льготный режим амортизации основного капитала, предоставляет им иные финансово-кредитные льготы в обмен на обязательство выполнять определенную экспортную программу.

В условиях обострения конкуренции на мировых товарных рынках особое внимание уделяется регулированию экспортного производства путем углубления внутриотраслевой специализации и кооперирования национальных фирм с иностранными. С целью углубления международной специализации государство стимулирует экспортную деятельность мелких и средних фирм. Принимаются меры по повышению роли экспорта сельскохозяйственной продукции, которая рассматривается как «зеленая нефть». Поощряется расширение сбыта машин и оборудования. Государство усиленно ориентирует предприятия на внешние рынки, создавая для них преимущества и переводя ресурсы в экспортное производство из отраслей, производящих продукцию на внутренний рынок. Государственное регулирование экспорта распространяется на все стадии движения товара — от изучения иностранного рынка до послепродажного обслуживания за рубежом.

Методы стимулирования экспорта применяются все более комплексно. Они включают валютные, кредитные, финансовые, организационные формы поддержки экспортеров, в том числе рекламу, информацию, подготовку кадров. Вывоз капитала издавна используется для поощрения экспорта товаров. При пассивном платежном балансе регулирование импорта осуществляется путем его сокращения и развития национального производства товаров в целях замещения импорта. Практикуются нетарифные ограничения, а также соглашения с контрагентами о добровольном ограничении их экспорта (например, США с Японией, Испанией, Мексикой, Бразилией в 1980-х гг.).

К специфическим мерам по регулированию отдельных статей платежного баланса относится политика протекци-

онизма. Под протекционизмом (protectionism) понимается политика властей, которая ограничивает в страну импорт для обеспечения более благоприятных конкурентных условий национальным компаниям, что позволяет им поднимать цены на свои товары, увеличивать доходы и занятость. Как правило, протекционистские меры касаются или квотирования (ограничения) импорта, или высоких таможенных пошлин.

**Таможенная пошлина** (от англ. *customs duty*) — налог, взимаемый государственными органами (таможенными службами) с импортируемых, т.е. провозимых через государственную границу, товаров по ставкам таможенного тарифа. В промышленно развитых странах экспорт товаров таможенными пошлинами не облагается. В России экспортные таможенные пошлины с 1 июля 1996 г. отменены и заменены акцизами. Используются следующие ставки таможенных пошлин:

- адвалорные — определяемые в процентах к таможенной стоимости товаров;
- специфические — устанавливаемые в твердой сумме за единицу товара;
- комбинированные — сочетающие элементы адвалорных и специфических таможенных пошлин.

Для уменьшения дефицита платежного баланса используются бюджетные субсидии экспортерам, протекционистское повышение импортных пошлин, отмена налога с процентов, выплачиваемых иностранным держателям ценных бумаг в целях притока капитала в страну, и т.д. Протекционистская политика может носить только временный характер, так как вызывает ответные дискриминационные меры, касающиеся национального экспорта, со стороны стран, в отношении которых проводятся протекционистские мероприятия. С целью ограничения неудержимого роста таможенных пошлин государства создали ВТО (ранее ГАТТ). Вступление России в ВТО в 2012 г. ограничило возможности для финансового стимулирования экспорта со стороны государства.

Специфические меры по регулированию отдельных статей ПБ касаются, прежде всего, торгового баланса или отдельных операций баланса движения капитала. При этом принимаются следующие меры:

- прямое или косвенное содействие государства в создании туристической инфраструктуры в целях привлечения иностранных туристов;

• формирование за счет бюджета государственных компаний, которые занимаются морскими перевозками, что оптимизирует расходы по разделу «Экспорт и импорт услуг»;

• увеличение государственных расходов на НИОКР с целью повышения конкурентоспособности выпускаемой продукции, развития торговли патентами и лицензиями, научно-техническими знаниями;

• регулирование миграции рабочей силы, в частности ограничение въезда мигрантов с целью сокращения переводов за рубеж доходов иностранных рабочих и специалистов;

• политика импортозамещения, касающаяся развития тех отраслей производства, которые позволяют сократить ввоз иностранных изделий.

В целях регулирования платежей и поступлений по «невидимым» операциям ПБ принимаются следующие меры:

• ограничение нормы вывоза валюты туристами данной страны;

• прямое или косвенное участие государства в создании туристической инфраструктуры в целях привлечения иностранных туристов;

• содействие строительству морских судов за счет бюджетных средств для уменьшения расходов по статье «Транспорт»;

• расширение государственных расходов на научно-исследовательские работы в целях увеличения поступлений от торговли патентами, лицензиями, научно-техническими знаниями и т.д.;

• регулирование миграции рабочей силы, в частности ограничение въезда иммигрантов с целью сокращения денежных переводов иностранных рабочих в свои страны.

Регулирование движения капиталов направлено, с одной стороны, на поощрение внешнеэкономической экспансии национальных монополий, а с другой — на уравновешивание платежного баланса путем стимулирования притока иностранных и репатриации национальных капиталов. Этой цели подчинена деятельность государства как экспортера капиталов, создающая благоприятные условия для частных заграничных инвестиций и вывоза товаров. Правительственные гарантии по инвестициям обеспечивают страхование коммерческого и политического риска.

Государство принимает следующие меры по сдерживанию бегства капитала:

• экономическая и политическая стабилизация в стране;

• повышение доверия к правительству и национальной валюте;

• укрепление государственности;

• обеспечение национальной безопасности;

• борьба с коррупцией и теневой экономикой.

Важный метод пресечения бегства капитала — эффективный государственный контроль за международным движением капитала, в том числе ограничение размера его вывоза и требование своевременной репатриации дивидендов и процентов.

В мировой практике сдерживания бегства капитала применяется сочетание законодательных норм с мерами административного и финансового контроля за операциями с денежным капиталом и за инвестициями за рубежом. Банки осуществляют контроль и информируют государственные органы о подозрительных переводах наличных денег на банковские счета за рубежом, за авансовыми платежами по фиктивным внешнеэкономическим контрактам. Создание единой цепочки субъектов экспортной сделки (экспортер — таможня — банк), контрольно-учетного механизма, унификация форм отчетности (в частности о прибытии и проверке экспортных грузов ) способствует ограничению масштабов бегства капитала.

Одно из средств сдерживания оттока капитала — эффективный валютный и экспортный контроль. При этом залогом успеха служит межведомственное разграничение функций, полномочий и ответственности контролирующих органов. Важный фактор сдерживания бегства капитала — международное сотрудничество, соглашения со странами, где оседают беглые капиталы, о совместных мерах в области валютного и экспортного контроля. Иногда применяется избирательная амнистия для беглого капитала в целях стимулирования его репатриации.

При активном платежном балансе государственное регулирование направлено на устранение нежелательного чрезмерного активного сальдо. С этой целью рассмотренные выше методы (финансовые, кредитные, валютные и др.), а также ревальвация валют используются для расширения импорта и сдерживания экспорта товаров, увеличения экспорта капиталов (в том числе кредитов и помощи развивающимся странам) и ограничения импорта капиталов.

Обычно применяется компенсационное регулирование платежного баланса, основанное на сочетании двух противо-

положных комплексов мероприятий: рестрикционных (кредитные ограничения, в том числе повышение процентных ставок, сдерживание роста денежной массы, импорта товаров, бегства капитала др.) и экспансионистских (стимулирование экспорта товаров, услуг, движения капиталов, девальвация и т.д.). Государство осуществляет регулирование не только отдельных статей, но и сальдо платежного баланса.

В современных условиях государственное регулирование охватывает не только сферу обращения, но и само производство экспортных товаров, создавая для этого дополнительные стимулы: предоставляет экспортные кредиты, валютные, налоговые и ценовые льготы; страхует от политических и финансовых рисков; вводит льготный режим амортизации основного капитала и т.д.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Резиденты:**

1) физические лица, являющиеся гражданами Российской Федерации;

2) иностранные лица, если постоянно проживают на территории Российской Федерации (вид на жительство — от 180 дней);

3) юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации;

4) находящиеся за пределами России филиалы, представительства, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации;

5) дипломатические представительства, консульские представительства, находящиеся не на территории Российской Федерации.

**Нерезиденты:**

1) физические лица, не являющиеся резидентами;

2) иностранные лица, не постоянно проживающие в Российской Федерации;

3) юридические лица, созданные в соответствии с законодательством не Российской Федерации, но находящиеся на ее территории;

4) находящиеся на территории России филиалы, представительства, созданные в соответствии с законодательством не Российской Федерации;

5) дипломатические представительства, консульские представительства, находящиеся на территории Российской Федерации.

Полные определения приведены в Федеральном законе от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле».

## Контрольные вопросы и задания

1. Охарактеризуйте основные разделы платежного баланса.
2. Назовите методы государственного регулирования платежного баланса.
3. Почему протекционизм как метод регулирования платежного баланса может носить только временный характер?
4. Опишите основные методы балансирования платежных балансов.
5. Каковы особенности платежного баланса Российской Федерации?
6. Охарактеризуйте значение статьи «Ошибки и пропуски».
7. Назовите факторы, влияющие на платежный баланс.
8. Охарактеризуйте методы регулирования платежного баланса.
9. Каковы проблемы межгосударственного регулирования платежного баланса?

## Практические задания

1. Отразите в платежном балансе США:
- продажу самолетов в кредит на сумму 100 млн долл.;
- покупку еврооблигаций у магазина ГУМ на сумму 10 млн долл.

2. Заполните статью платежного баланса «Ошибки и пропуски» и проанализируйте состояние платежного баланса.

| Статьи платежного баланса | 1-й квартал |
|---|---|
| Счет текущих операций | 12,8 |
| Торговый баланс | 17,7 |
| Экспорт | 37,3 |
| Импорт | –19,6 |
| Баланс услуг | –2,5 |
| Экспорт | 3,9 |
| Импорт | –6,4 |
| Баланс текущих трансфертов | 1,0 |
| Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами | –2,6 |
| Счет операций с капиталом | –0,7 |
| Финансовый счет | |
| Прямые инвестиции, сальдо | 9,7 |
| Портфельные инвестиции, сальдо | –0,5 |
| Прочие инвестиции, сальдо | –10,1 |

*Окончание таблицы*

| Статьи платежного баланса | 1-й квартал |
|---|---|
| Чистые ошибки и пропуски | |
| Баланс в целом | |
| Резервы | |
| Резервные активы | 31,9 |
| Использование кредита МВФ | –1,4 |
| Чрезвычайное финансирование | 6,8 |

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Основные черты платежного баланса промышленно развитых и развивающихся стран (на примере групп стран и отдельных стран).
2. Современные методы регулирования платежного баланса.
3. Особенности платежного баланса России.

## Литература

International Capital Markets (2000) Developments & Trends in the Mature Markets. – IMF. – 2004–2012.

World Economic Outlook & International Capital Markets. IMF. – Wash. – Dec. –2008–2012.

*Линдерт, П. Х.* Экономика мирохозяйственных связей : пер. с англ. – М. : Прогресс, 1999.

*Шалашова, Н. В.* Платежный баланс РФ: методика составления и современное состояние : учеб. пособие. – М. : ВАВТ, 2010.

## Интернет-ресурсы

Статистические данные Банка России. URL: http//www.cbr.ru/statistics/.

# Раздел 2
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

# Глава 3
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ И МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• сущность и роль мировой валютной системы как формы организации валютных отношений;

• базовые структурные элементы мировой валютной системы и их характеристику;

***уметь***

• анализировать роль важнейших элементов валютной системы в развитии валютных отношений;

***владеть***

• особенностями формирования валютного курса.

## 3.1. Валютные отношения и структура валютной системы

Экономические, политические, культурные и другие формы связей между отдельными странами порождают денежные отношения между ними, которые, как правило, связаны с оплатой получаемых товаров и услуг из других стран. Эти денежные отношения между странами и составляют содержание валютных отношений. Валютные отношения опосредуют внешнюю торговлю, производственную кооперацию, инвестиционное сотрудничество, кредитную деятельность, сделки покупки-продажи валюты и другие международные экономические отношения, а также культурные и социальные процессы, в которых задействованы валютные средства. *Международные валютные отношения* являются составной частью международных экономических отношений и представляют собой денежные отношения

на мировых валютных рынках. Поэтому международные валютные отношения тесно связаны с другими звеньями международных экономических отношений: международной торговлей, разделением труда, интернационализацией факторов производства, экономической интеграцией и финансово-кредитными отношениями.

К участникам валютных отношений *внутри страны* принято относить:

1) Центральный банк Российской Федерации;

2) Правительство Российской Федерации;

3) уполномоченные банки — банки и иные кредитные организации, получившие лицензии от Центрального банка на проведение валютных операций;

4) предприятия, осуществляющие экспортно-импортные операции;

5) валютные биржи;

6) институциональных инвесторов (инвестиционные, пенсионные фонды и т.д.);

7) валютные и брокерские фирмы;

8) физических лиц.

К *внешним субъектам* валютных отношений принято относить:

1) правительства иностранных государств;

2) международные валютно-финансовые организации;

3) зарубежных юридических и физических лиц.

Объектом валютных отношений являются операции с валютой.

Валютные отношения в зависимости от экономического содержания можно дифференцировать следующим образом:

1) валютные отношения при совершении валютных операций по купле-продаже валюты, а также операции по инвестированию валютного капитала;

2) валютные отношения при проведении международных расчетов;

3) валютные отношения, связанные со страхованием товарно-финансовых операций;

4) использование валюты как платежного средств и кредита;

5) использование валюты для оказания экономической помощи.

**Валютная система** (currency system) — это форма организации и регулирования валютных отношений, закрепленная национальным законодательством и (или)

межгосударственными соглашениями. Валютная система представляет собой совокупность двух основных элементов: валютных отношений и валютного механизма. Международные валютные отношения включают повседневные связи, в которые вступают юридические и физические лица, банки на валютных и финансовых рынках с целью осуществления международных расчетов, кредитных и финансовых операций. Под валютным механизмом понимаются правовые нормы и институты, представляющие их на национальном, региональном и мировом уровнях. В результате развития валютных отношений и валютного механизма была сформирована современная валютная система — государственно-правовая форма организации устойчивых международных валютно-кредитных отношений. Различают национальные, региональные (международные) и мировую валютные системы (national, regional, world currency system).

**Национальная валютная система** (national system) — составная часть денежной системы страны, хотя она относительно самостоятельна и выходит в своей деятельности за национальные границы. Исторически в зависимости от степени развития товарно-денежных отношений вначале возникали национальные валютные системы, режим которых закрепляется национальным законодательством с учетом норм и обычаев международного права. Ее особенности определяются степенью развития и состоянием экономики и внешнеэкономических связей страны.

Национальную валютную систему можно представить в виде совокупности следующих элементов:

- национальная валюта;
- условия конвертируемости национальной валюты;
- паритет национальной валюты;
- режим курса национальной валюты;
- наличие или отсутствие валютных ограничений, валютный контроль;
- национальное регулирование международной валютной ликвидности страны;
- регламентация использования международных кредитных средств обращения;
- регламентация международных расчетов страны;
- режим национального валютного рынка и рынка золота;
- национальные органы, осуществляющие государственное регулирование валютных отношений в стране.

**Мировая валютная система** (World currency system, МВС) — это механизм, связывающий отдельные национальные экономики в единое мировое хозяйство. Правовой основой мировой валютной системы являются международные соглашения, многосторонние и двусторонние договоры и акты.

Основные элементы МВС:

- национальные и коллективные резервные валютные единицы;
- состав и структура международных ликвидных активов;
- условия взаимной обратимости валют;
- формы международных расчетов;
- режим международных валютных рынков и мировых рынков золота;
- межгосударственные организации, регулирующие валютно-финансовые отношения (МВФ, МБРР и др.);
- комплекс международно-правовых норм и норм национального законодательства, обеспечивающих функционирование валютных инструментов.

Мировая валютная система сложилась к середине XIX в. Характер функционирования и стабильность мировой валютной системы зависят от степени соответствия ее принципов структуре мировой экономики. Сравнение элементов национальной и мировой валютных систем приведено в табл. 3.1.

*Таблица 3.1*

**Основные элементы национальной и мировой валютных систем**

| Национальная валютная система | Мировая валютная система |
|---|---|
| Национальная валюта | Резервные валюты, международные счетные валютные единицы |
| Условия конвертируемости национальной валюты | Условия взаимной конвертируемости валют |
| Паритет национальной валюты | Унифицированный режим валютных паритетов |
| Режим курса национальной валюты | Регламентация режимов валютных курсов |
| Наличие или отсутствие валютных ограничений, валютный контроль | Межгосударственное регулирование валютных ограничений |
| Национальное регулирование международной валютной ликвидности страны | Межгосударственное регулирование международной валютной ликвидности |

*Окончание табл. 3.1*

| Национальная валютная система | Мировая валютная система |
|---|---|
| Регламентация использования международных кредитных средств обращения | Унификация правил использования международных кредитных средств обращения |
| Регламентация международных расчетов страны | Унификация основных форм международных расчетов |

Главная задача МВС — эффективное обслуживание межстранового движения товаров, капитала, услуг и других видов внешнеэкономической деятельности с помощью организации международных расчетов и платежей за экспорт и импорт, создание благоприятных условий в отношениях между отдельными странами для развития международного разделения труда. МВС выступает одним из мощных звеньев, которое в значительной степени может содействовать расширению или, наоборот, ограничению интенсивности международных экономических отношений. Посредством МВС осуществляется перелив экономических ресурсов из одной страны в другую или, наоборот, этот процесс блокируется, расширяется или ограничивается степень национальной экономической самостоятельности, «перемещаются» экономические трудности (например, безработица, инфляция и др.) из одних стран в другие. Развитие международных экономических отношений в значительной степени предопределено характером определенной валютной системы и действенностью функционирования ее институтов.

Хотя МВС преследует глобальные мирохозяйственные цели и имеет особый механизм функционирования и регулирования, она тесно связана с национальными денежными и региональными валютными системами. Эта связь осуществляется через национальные банки, обслуживающие внешнеэкономическую деятельность, и проявляется в межгосударственном валютном регулировании и координации валютной политики ведущих стран. Технологической основой современной валютной системы служат организационно-телекоммуникационные, транспортные, финансовые сети. Следует также учитывать, что наряду с корпоративными сетями существуют диаспорные, религиозные, мафиозные, мегаполисные связи, которые настоятельно требуют управляющего воздействия со стороны международных валютно-финансовых организаций.

1.8 Важной чертой МВС является то, что она постоянно меняется, развивается. Наиболее общая причина этих изменений — углубление международного сотрудничества в развитии мирового хозяйства, интернационализация товарного производства и рынков, постоянные изменения в ее регулирующих механизмах. Стабильность функционирования валютной системы зависит от степени ее соответствия сложившимся международным экономическим отношениям. Эволюция валютной системы не отличается плавностью и гармонией, она противоречива, пробивает себе путь посредством постоянно возникающих локальных и мировых (глобальных) валютных кризисов, реакция на которые приводит к постепенной замене отдельных частей валютной системы или к ее полной трансформации. Конкретные формы международной валютной системы определяются развитием производства, международных связей, национальных денежных систем, расстановкой сил на мировой арене и интересами ведущих стран.

Промежуточным элементом между национальной и мировой валютными системами являются международные *региональные валютные системы* (regional currency system), которые обслуживают региональные интеграционные группировки государств. На практике сложились три основные модели регионального взаимодействия в валютной сфере. Условно их можно обозначить как западноевропейскую, латиноамериканскую и африканскую. С учетом интенсивных торгово-экономических связей в Западной Европе целью регионального сотрудничества в валютной сфере было прежде всего создание эффективной системы многосторонних расчетов. Уже на начальной стадии экономической интеграции на долю внутренних экспортно-импортных операций стран Европейского экономического сообщества (ЕЭС) приходилось от 30 до 50%. От коллективной привязки курсов национальных валют, через коллективную единицу ЭКЮ страны Сообщества пришли к конечной цели валютной интеграции — созданию единой валюты — евро.

В Латинской Америке в 1960-е — 1980-е гг. было создано несколько организаций по сотрудничеству в валютной сфере, в том числе Центральноамериканский валютный союз, Латиноамериканский экспортный банк, Карибский стабилизационный фонд. Однако успехи на пути валютной интеграции оказались незначительными. Основная проблема, которую не удалось решить в рамках Латиноамериканского валют-

ного союза, — унификация национальных валютных систем. Созданная совместная валюта — центральноамериканский песо — использовалась только для взаимного зачета требований. Расчетная единица Карибского общего рынка — карибский доллар — была привязана к доллару США.

Резкое ухудшение экономической ситуации в регионе в 1990-е гг. активизировало процесс долларизации. Этому способствовала и целенаправленная политика США, заинтересованных в расширении долларовой зоны. В результате несколько стран Латинской Америки отказались от национальных валют в пользу доллара (Панама, Гаити, Эквадор). В Африке на базе зоны франка действуют два валютных союза — Валютный союз Центральной Африки и Западноафриканский валютный союз. В качестве расчетной единицы этих союзов используется франк африканского сообщества — франк КФА, который раньше был привязан к французскому франку, а сейчас — к евро. Казначейство Франции гарантирует свободу конверсии франка КФА по паритету, установленному французским правительством.

Страны — участницы валютных союзов согласовывают свою валютно-финансовую политику: определяют правила эмиссии единой денежной единицы, использования золотовалютных резервов, регламентирования деятельности банков, контроля над внешними расчетами. Франция как гарант устойчивости франка КФА широко представлена в эмиссионных институтах этих валютных союзов, а евро служит для стран — участниц африканских валютных союзов параллельной валютой, используемой для внешних расчетов. Попытки создания новых валютных союзов в Африке продолжаются. Так, восемь стран — членов экономического сообщества государств Западной Африки (ЭКОВАС) разрабатывают программу введения коллективной денежной единицы — афро.

Возможность создания коллективной расчетной единицы прорабатывается и в Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН). И в этом случае преследуется цель снижения зависимости от доллара США, особенно в международных расчетах между странами, входящими в Ассоциацию. В качестве расчетной единицы планируется использовать наиболее устойчивую в регионе валюту — сингапурский доллар.

В рамках СНГ также рассматриваются возможности использования рубля в качестве коллективной валюты. Углубление региональной валютной интеграции — вынуж-

денный ответ национальных экономик на деструктивное воздействие перманентной нестабильности финансовых рынков.

Основные структурные элементы валютной системы таковы:

- набор платежных средств (валюта) и ее характеристики (условия конвертируемости, паритет национальной валюты, режим валютного курса, международная ликвидность);
- регламентация использования международных кредитных средств обращения и международных расчетов стран;
- режим валютных рынков и рынков золота;
- институциональные органы (центральный банк, министерство финансов, международные валютно-финансовые организации и т.д.), которые регулируют функционирование валютной системы внутри государства или валютные отношения стран.

**Валюта** — это деньги, которые используются в международных экономических отношениях. В широком смысле валюта представляет собой денежную единицу государства, обращающуюся как на внутреннем рынке, так и за его пределами. Валюта не является каким-то новым видом денег, это особый способ функционирования национальных денег, когда они обслуживают международные торговые и кредитные сделки.

В таком понимании валюта имеет следующие значения:

- денежная единица страны;
- региональная денежная единица и платежное средство в рамках интеграционной группировки (евро в ЕС);
- кредитные и платежные средства, выраженные в иностранных денежных единицах и используемые в международных расчетах (чеки, векселя и др.), которые получили название *девизы*.

В основе классификации валют могут лежать следующие критерии:

1) статус и сфера обращения;
2) степень конвертируемости на национальном и мировом валютных рынках;
3) степень обращения и широта использования на мировом валютном рынке;
4) обменный статус;
5) материально-вещественная форма валюты;
6) отношение к валютным запасам страны;
7) зависимость от стабильности курса валют.

По *статусу* выделяют национальную и иностранную валюты. Национальная валюта — это денежная единица какой-либо страны, используемая как во внутреннем обороте, так и в международных расчетах. Иностранной валютой являются денежные единицы иностранных государств, находящиеся в обращении и являющиеся законным платежным средством в этих странах.

По *сфере обращения* различают региональные, международные, мировые и ключевые валюты. К региональным валютам относятся денежные единицы, находящиеся в обращении в том или ином регионе (евро в ЕС). Международные валюты наиболее часто используются в торговом обороте и международных расчетах (американский доллар, фунт стерлингов и т.д.). Доллары обслуживают около 90% общего объема валютных торгов и около 50% мировой торговли. Мировые валюты — денежные знаки, выполняющие все функции денег и используемые всеми странами. Исторически к мировой валюте относилось золото. Ключевые валюты — это денежные знаки, являющиеся условными единицами меры стоимости, в которых выражены цены. Ключевой валютой зачастую выступает доллар США. Из 92 сырьевых товаров, цены на которые публикует статистическая служба ООН, только 5 не имеют котировок в долларах. В последнее время статус ключевой региональной валюты приобретает евро.

По *степени конвертируемости* на национальном валютном рынке различают частично конвертируемые, свободно конвертируемые, неконвертируемые, внешне и внутренне конвертируемые валюты. К свободно конвертируемым валютам относятся валюты, которые свободно и неограниченно обмениваются на другие валюты (американский доллар, английский фунт стерлингов, японская иена, евро, канадский доллар и др.). Частично конвертируемыми валютами считаются валюты стран, где существуют валютные ограничения для резидентов и ограничения по отдельным видам обменных операций. Такие частично конвертируемые валюты обмениваются только на некоторые иностранные валюты и не по всем видам международного платежного оборота. Можно выделить два вида частично конвертируемых валют: внешне и внутренне конвертируемые. Внешняя конвертируемость предполагает возможность свободного обмена национальной валюты для нерезидентов, внутренняя — для резидентов. Кроме того, выделяют частичную кон-

вертируемость валюты по текущим операциям платежного баланса и по операциям, связанным с движением капитала. Неконвертируемыми (замкнутыми) валютами пользуются страны, где практикуют запрет обмена национальных валют на иностранные, ограничения и запреты по ввозу и вывозу, покупке и продаже, обмену национальной и иностранных валют и другие инструменты валютного регулирования (Северная Корея, бывший СССР).

Степень конвертируемости национальной валюты регламентируется статьей VIII Устава МВФ, которая предусматривает отмену ограничений. Таким образом, проблема конвертируемости валюты в нынешних условиях лежит в плоскости отмены валютных ограничений.

**Валютные ограничения** (exchange restrictions) — система нормативных правил, устанавливаемых в административном порядке или законодательно и направленных на ограничение операций с иностранной и национальной валютой и другими валютными ценностями.

Валютные ограничения включают:

а) регулирование международных платежей и переводов капиталов, репатриации прибылей, движения золота, денежных знаков и ценных бумаг;

б) запрет свободной купли-продажи иностранной валюты;

в) концентрацию у государства иностранной валюты и других валютных ценностей.

Валютные ограничения отличаются дискриминационным характером.

Укрупненно различают следующие виды валютных ограничений:

- лицензирование валютных операций;
- полное или частичное блокирование валютных счетов;
- ограничение обратимости валют.

Валютные ограничения разделяются на две основные сферы: текущие операции платежного баланса (торговые и «невидимые» операции) и финансовые (движение капиталов и кредитов, перевод прибылей, налоговых и других платежей). По текущему счету платежного баланса применяется множественность валютных курсов, а также практика проведения дискриминационных валютных мероприятий. Вслед за обеспечением внутренней и внешней конвертируемости валюты по текущим операциям монетарные власти путем снятия валютных ограничений по счету движения капитала достигают полной конвертируемости националь-

ной валюты. Внешняя конвертируемость представляет собой степень свободы, с которой нерезиденты осуществляют свои валютные операции. Внешняя конвертируемость национальной валюты — один из основных факторов привлечения в страну иностранных инвесторов и возврата ранее вывезенных национальных капиталов. В настоящее время из 182 стран — членов МВФ около 40 продолжают осуществлять контроль над платежами по текущим операциям и порядка 130 стран — по капитальным операциям.

По *степени обращения и использования* на мировом валютном рынке выделяют широко используемые, ограниченно используемые и редко используемые (экзотические) валюты. К широко используемым относят «большую пятерку» валют — доллар США, евро, швейцарский франк, японская иена, английский фунт, а также некоторые другие свободно конвертируемые валюты. Ограниченно используемые валюты имеют Ирландия, Финляндия, Австрия, Сингапур, Норвегия, Швеция, Оман, Кувейт, Индия, Китай. Денежные единицы этих государств обладают недостаточной ликвидностью, либо в странах существуют ограничения по применению производных финансовых инструментов. Так, с ограниченно используемыми валютами возможны затруднения при продаже или покупке лотов стоимостью более 50 млн долл. Редко используемым валютам сопутствуют ограничения по объемам операций, рынку срочных сделок и т.д. К ним относят денежные знаки Индонезии, Таиланда, Малайзии, Вьетнама, Кореи, Филиппин. Наряду с перечисленными группами выделяют валюты развивающихся стран и стран с переходной экономикой (Чехии, Словакии, Польши, бывших республик СССР, стран Южной Америки и ЮАР).

По *обменному статусу* валюта может быть базовой (котируемой) и валютой котировки (котирующей). Валюта, которая покупается или продается, т.е. торгуется, называется базовой или котируемой, а валюта, которая служит для оценки торгуемой валюты, — валютой котировки (котирующей). Обычно при обозначении валютного курса иностранная валюта выступает в качестве котируемой, а местная — в качестве валюты котировки.

По *материально-вещественной форме* различают наличную и безналичную валюты. Безналичная валюта существует в виде записей на счетах. Наличная — это платежное средство, состоящее из банкнот и монет. В мировой экономической практике хождение наличной валюты ограничено.

По *отношению к валютным запасам* страны выделяются резервные и прочие валюты. Резервные валюты — это национальные валюты ведущих стран, в которых другие государства накапливают и хранят свои валютные резервы и используют их в международных валютно-кредитных отношениях. К таковым относятся американский доллар, евро, английский фунт стерлингов, японская иена, швейцарский франк. На доллар приходится около 70% резервов всех стран мира, на долю евро — 12—15%. Для валютных запасов, как правило, используют свободно конвертируемые валюты, а также денежные знаки стран-кредиторов и экспортеров. Последние необходимы для финансирования импорта и внешнего долга.

К объективным предпосылкам становления национальной валюты как резервной относятся:

- господствующее положение страны-эмитента в мировом производстве, экспорте товаров и капиталов, в золотовалютных резервах;
- наличие развитой сети кредитно-банковских учреждений, в том числе за рубежом;
- организованный и емкий рынок ссудных капиталов;
- либерализация валютных операций, свободная обратимость валюты. Субъективным фактором выдвижения национальной валюты на роль резервной служит активная внешняя политика.

Обязательства, возлагаемые на страну-эмитента резервной валюты, таковы:

- необходимость поддерживать относительную стабильность резервной валюты;
- осуществление мер по ликвидации дефицита платежного баланса;
- отказ от девальвации валюты, валютных и торговых ограничений;
- подчинение внутренней экономической политики достижению цели внешнего равновесия.

Вместе с тем статус резервной валюты дает стране-эмитенту следующие преимущества: возможность покрывать дефицит платежного баланса национальной валютой, содействовать укреплению позиций национального капитала в конкурентной борьбе на мировом рынке товаров и услуг. Российское правительство предпринимает серьезные усилия по переводу рубля в статус резервной валюты для региона СНГ и создания в г. Москве мирового финансового центра.

Для обозначения валют используют общепринятые в мировой практике так называемые ISO-коды — стандартные сокращения валют, принятые Международной организацией по стандартизации (*International Organization for Standardization — ISO*). Коды валют состоят из трех букв: первые две обозначают страну, третья — валюту. К примеру, доллар США имеет код USD, евро — EUR, английский фунт — GBP, швейцарский франк — CHF, японская иена — JPY, канадский доллар — CAD, новозеландский доллар — NZD, рубль РФ — RUB и т.д. (см. приложение 1).

В зависимости от *стабильности курса валют* различают:

— твердую валюту, характеризующуюся стабильным валютным курсом, движение которого следует фундаментальным макроэкономическим закономерностям. Основные признаки твердой валюты:

а) развитие экономики страны не должно определяться конъюнктурой цен на сырьевые ресурсы;

б) ежегодные колебания номинального валютного курса, как правило, не должны превышать ±10% от базового курса на начало года;

в) периоды номинального обесценения курса национальной валюты должны сменяться периодами ее номинального укрепления;

— мягкую валюту, характеризующуюся нестабильным валютным курсом.

Рубль РФ с юридической точки зрения является свободно конвертируемой валютой. Но для того чтобы рубль РФ стал твердым, необходима такая макроэкономическая политика, которая бы обеспечивала низкий уровень инфляции и устойчивый экономический рост.

Валюта выполняет в международных экономических отношениях следующие *функции*:

1) выступает в качестве счетной единицы цены товаров. Мировой рынок предъявляет определенные требования к товарам по цене, качеству, соответствию экологическим стандартам. Цены на мировом рынке выражаются, как правило, в ключевых валютах. Однако цены на некоторые товары на национальных рынках (автомобили, квартиры) нередко измеряются в так называемых условных единицах (чаще всего в американских долларах). Это свидетельствует о слабости национальной денежной единицы, низком доверии участников рынка к национальной денежной системе;

2) опосредует обмен товаров на международном рынке. В данном случае она выступает в качестве международного средства обращения. Потребность в использовании международного средства обращения закрепляется за устойчивыми свободно конвертируемыми валютами;

3) используется в качестве средств накопления. Так, ключевые валюты входят в состав золотовалютных резервов страны. В составе золотовалютных резервов России, которые оцениваются более чем в 500 млрд долл., большую часть составляют доллары, но в последнее время их доля сокращается за счет евро. Наличие золотовалютных резервов необходимо для устранения краткосрочных колебаний и поддержания стабильного курса национальной валюты (за счет проведения так называемых валютных интервенций);

4) используется в качестве международного средства платежа. Как средство платежа валюта выступает основой финансовых, кредитных отношений как между странами, так и между страной и международными организациями. В качестве средства платежа между странами используются, как правило, доллары США. Погашение задолженности стран Международному валютному фонду может осуществляться в специальных правах заимствования – СДР. СДР является международной счетной единицей;

5) валюты, имевшие ранее золотое содержание, выступали в качестве мерила национального богатства и выплаты военных репараций и контрибуций.

Выполнение валютой своих функций обеспечивается за счет пропорции, по которой валюта одной страны обменивается на валюту другой. Это соотношение называется *валютным курсом*. Валютный курс в России устанавливается ЦБ РФ по итогам валютной торговли на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ).

Движение курса национальной валюты во многом определяется выбранным режимом валютного курса. Прежде чем выбрать тот или иной режим валютного курса, необходимо определить, единый или множественный валютный курс будет использовать страна. Единый валютный курс предполагает использование одного валютного курса для всех видов и для всех участников валютных операций. Множественность валютных курсов основывается на законодательном закреплении различных курсов национальной валюты в зависимости от видов валютных операций, их участников.

Режимы валютного курса имеют следующую классификацию:

1) режим фиксированного валютного курса;
2) режим ограниченного гибкого валютного курса;
3) режим плавающего валютного курса.

Режим фиксированного валютного курса предполагает официально установленное соотношение между валютами, допускающее временное отклонение от него в одну или другую сторону не более чем на 2,25%. Большинство стран этой группы фиксируют свой курс к доллару США. Ограниченно гибкий валютный курс — официально установленное соотношение между валютами, допускающее небольшие колебания валютного курса в соответствии со строго установленными правилами. Такой курс по отношению к доллару США имеют, в частности, Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты. Режим плавающего валютного курса предполагает его свободное изменение под воздействием спроса и предложения. Однако роль государства не отрицается. Пределы колебаний при режиме плавающего валютного курса отсутствуют. Разновидностью режима плавающего валютного курса является «управляемое плавание». В этом случае валютный курс фактически устанавливается центральным банком, а не валютным рынком. Такой режим применяется, в частности, в России, Египте, Греции, Норвегии, Латвии и Польше.

В основе фиксированного валютного курса лежат валютные паритеты. **Валютный паритет** — официально установленное соотношение денежных единиц разных стран. В условиях золотого стандарта основой валютного курса являлся валютный монетный паритет. Монетный паритет — это отношение весового содержания золота в денежной единице одной страны к весовому содержанию его в денежной единице другой страны. Поскольку при золотом обращении номинальная и реальная стоимость денежной единицы всегда совпадают, валютный паритет носил устойчивый, стабильный характер. Валютный курс колебался вокруг стабильного паритета в зависимости от спроса и предложения на национальную валюту, т.е. в зависимости от состояния платежного баланса, который непосредственно определяет спрос и предложение на валюту. Однако эти колебания были весьма незначительными ввиду свободной обратимости этих денег в золото и в другие, тоже обратимые в золото, валюты, а также благодаря свободной пересылке золота через границы государств.

В условиях золотого обращения каждый участник международного оборота имел возможность выбора в средствах платежа. Обычно для погашения своих долговых обязательств перед иностранным партнером он использовал иностранную валюту. Однако в условиях пассивного платежного баланса, когда курс иностранной валюты повышался, он имел возможность произвести платеж за границу непосредственно золотом. Для этого достаточно было разменять национальные банкноты на золото по установленному курсу и переслать его за границу. Расходы по пересылке (перевозке) золота (включая фрахт, страховку, потерю процентов на капитал и т.д.) составляли не более 1% к стоимости пересылаемого золота, поэтому курс иностранной валюты не мог подняться выше паритета на ±1%, а национальной — упасть на ±1%. При достижении курсом указанного уровня начинался вывоз золота из страны, и спрос на иностранную валюту падал.

С упразднением золота золотой паритет исчез, и соотношение валют стало трудно воспроизводить. **Паритет** (от лат. *paritas* — равенство) — это соотношение между валютами различных стран, устанавливаемое по покупательной силе (способности) применительно к определенному набору товаров и услуг. В последнем случае паритет представляет товарный курс валюты или паритет покупательной способности (purchasing power parity, ППС). Например, если литр бензина стоит в России 5 руб., а в США — 0,5 долл., то паритет доллара и рубля составляет по данному товару 10:1, или 10 руб. на 1 долл.

$$\text{ППС} = \frac{\text{корзина валют RUB}}{\text{USD}}.$$

Особой популярностью в мире пользуется индекс Биг-Мака. В ноябре 2012 г. индекс Биг-Мака составлял: бутерброд в сети *McDonald's* стоил в Москве 75 руб. (2,7 долл.), а в США — 4,07 долл. Это означает, что рубль недооценен на 34%, а доллар в РФ должен стоить 18,5 руб. В реальности курс доллара составлял более 30 руб.

Таким образом, в условиях золотого обращения колебания валютного курса вокруг паритета были очень незначительны, имели определенные пределы, и валютный курс так же, как и валютный паритет, был относительно устойчивым. С упразднением золота как основы денежного миропорядка

эта объективная база валютных курсов исчезла. Проблема соизмерения взаимной ценности валют чрезвычайно усложнилась, и поиски наиболее подходящих для этого критериев вошли в число постоянных и трудно решаемых элементов международной валютной политики. Основу современного валютного курса как цены денежной единицы в иностранных платежных средствах образует не какая-то конкретная ценность, а целый комплекс курсообразующих факторов, проявляющих себя через спрос и предложение данной валюты на рынке.

Курс валюты прежде всего зависит от паритета покупательной способности валюты. **Паритет покупательной способности**— это паритет двух валют при таком обменном валютном курсе (rate of exchange), который способен наделить каждую из них абсолютно одинаковой покупательной способностью в собственной стране. В настоящее время валютный паритет носит второстепенный характер. Сейчас в основе отнесения цен на товары лежит валютный курс, хотя иногда и применяется валютный паритет. Современный валютный паритет рассчитывается как валютный курс к СДР на основании валютной корзины, которая состоит из доллара, фунта стерлингов, евро и иены (табл. 3.2).

*Таблица 3.2*

**Расчет дневного курса СДР (по состоянию на 03.04.2013)**

| Валюта | Вес соответствующих валют в корзине | Обменный курс | Валютная компонента = = вес · обм. курс |
|---|---|---|---|
| Евро | 0,4230 | 1,2819 | 0,5422 |
| Японская иена | 12,1000 | 93,5000 | 0,1294 |
| Фунт стерлингов | 0,1110 | 1,5109 | 0,1677 |
| Доллар США | 0,6600 | 1 | 0,6600 |
| СДР | | | Сумма валютных компонент = 1,4993 |

*Примечание*: 1 SDR = 1,4993 USD.

Важным элементом валютной системы является межгосударственное *регулирование валютной ликвидности,* что позволяет обеспечить международные расчеты необходимыми платежными средствами. Под **международной валютной ликвидностью** (foreign currency liquidity) понимается

возможность перемещения валютных ресурсов, обеспечивающая бесперебойность оплаты обязательств в международной сфере. Важнейшими показателями международной валютной ликвидности являются:

- соотношение валютных резервов к сумме краткосрочной задолженности;
- отношение золотовалютных резервов страны к внешнему долгу;
- обеспечение валютными резервами стоимости полугодового импорта страны.

Таким образом, межгосударственное регулирование валютной ликвидности тесно связано с обеспечением национальных резервов свободно конвертируемой валютой или золотом, что позволяет гарантировать выплаты по своим краткосрочных обязательствам. Собственные национальные валютные резервы образуют *безусловную ликвидность*. Ею центральные банки распоряжаются без ограничений. Внешние заемные ресурсы составляют *условную ликвидность*. К ним относятся кредиты иностранных центральных и частных банков, а также МВФ. Использование заемных ресурсов связано с выполнением определенных требований кредитора (например, с разработкой стабилизационных программ для МВФ).

Структура международной ликвидности включает следующие компоненты:

- официальные валютные резервы стран;
- официальные золотые резервы;
- резервную позицию в МВФ (право страны-члена автоматически получить безусловный кредит в иностранной валюте в пределах 25% от ее квоты в МВФ);
- государственные счета и авуары в СДР и евро.

Россия на начало 2011 г. имела резервные запасы золота 788,6 т и находилась на седьмом месте по объему золота в международных резервах отдельных стран, хотя еще три года назад наш официальный годовой запас составлял лишь 388,2 тыс. т (декабрь 2007 г.), и страна по данному показателю занимала лишь 11-е место. О своей активной позиции по накапливанию золотых резервов ЦБ РФ официально заявил осенью 2005 г. Начиная с 2006 г. ЦБ РФ приступил к последовательной реализации своего плана, наращивая с каждым годом объемы и темпы прироста официальных золотых резервов.

Политика Банка России в отношении своих золотых резервов следует общемировой тенденции.

Вместе с тем золото перестало в настоящее время играть роль монетарного товара и по российскому законодательству выведено из категории валютных ценностей. Однако золото остается реальным резервным активом, оно традиционно является символом валютной независимости и стабильности государства (табл. 3.3).

*Таблица 3.3*

**Держатели крупнейших официальных золотых резервов на начало 2011 г. по первым 10 странам**

| Страна | Запасы | |
|---|---|---|
| | в тоннах | в % к мировым государственным резервам |
| США | 8133,5 | 26,6 |
| Германия | 3401,0 | 11,1 |
| Италия | 2451,8 | 8,0 |
| Франция | 2435,4 | 7,9 |
| Китай | 1054,1 | 3,5 |
| Швейцария | 1040,1 | 3,4 |
| Россия | 788,6 | 2,6 |
| Япония | 765,2 | 2,5 |
| Нидерланды | 612,5 | 2,0 |
| Индия | 557,7 | 1,8 |

*Источник*: *World Gold Council* (Всемирный совет по золоту).

Кроме того, крупным держателем золота является Международный валютный фонд, резервы которого на 1 января 2011 г. составляли 2814 тыс. т золота, а также Европейский центральный банк. Консолидированные резервы золота европейских стран в ЕЦБ составляли на эту же дату 501,4 т золота. Золото используется как чрезвычайное средство покрытия международных обязательств путем продажи на рынке за необходимую иностранную валюту или передачи кредитору в качестве залога при получении иностранных займов. В последнее время наблюдается устойчивая тенденция к повышению валютного компонента в общей структуре международных ликвидных активов. При этом золото

продолжает учитываться по фиксированной цене в 35 СДР за тройскую унцию, что значительно ниже рыночной цены. Максимальное количество золотых резервов приходится на долю развитых государств с учетом депозитов в Европейском центральном банке (77% от всего мирового запаса).

Международная ликвидность в национальном плане выполняет четыре функции:

1) является средством образования ликвидных резервов;

2) является страховым средством осуществления международных платежей;

3) служит основой для покрытия дефицита платежного баланса;

4) служит средством для проведения валютных интервенций.

Высоколиквидные средства должны быть размещены в высоконадежных учреждениях с минимальным риском их потери, т.е. в учреждениях, причисленных, согласно международным классификациям, к учреждениям высшей категории надежности. Именно поэтому средства Минфина России на валютных счетах в коммерческих банках в РФ не относятся к разряду резервных средств. ЦБ РФ размещает часть резервных средств на счетах центральных банков других стран, например центральных банков стран «Большой восьмерки». При определении вида валюты для формирования резервов центральные банки руководствуются правилом: необходимо размещать валютные ресурсы в валюте, являющейся резервной по отношению к национальной. Так, ранее немецкая марка считалась резервной единицей по отношению к другим европейским валютам, поэтому страны Европы отдавали предпочтение в выборе резервной валюты немецкой марке. Германия, соответственно, выбирала в качестве резервных денег доллары США. Со своей стороны, США рассматривают в качестве денег более высокого порядка золото, поэтому валютная часть резервов в долларах США меньше золотой (в пересчете на доллары).

*Международные расчеты* являются также структурным элементом валютной системы. Они включают условия и порядок осуществления платежей, выработанные практикой и закрепленные международным законодательством и традициями. В соответствии со сложившейся практикой в настоящее время применяются следующие основные формы международных расчетов:

• документарный аккредитив — соглашение о том, что банк обязуется по просьбе клиента произвести оплату документов третьему лицу (бенефициару, в пользу которого открыт аккредитив), акцепт тратты, выставленной бенефициаром, или негоциацию (покупку) документов;

• инкассо — поставщик передает, как правило, своему банку распорядительные документы с поручением получить с банка покупателя сумму стоимости поставленного товара против выдачи товарораспорядительных документов;

• банковский перевод — поручение одного банка другому выплатить получателю определенную сумму;

• открытый счет — операции, которые предполагают периодические платежи от импортера экспортеру после получения товара;

• аванс — расчеты, которые предусматривают оплату товаров импортером до отгрузки, а иногда даже до их производства;

• вексель — оформленное письменное обязательство должника (векселедателя) кредитору (векселедержателю) установленной законодательством формы уплатить указанную в векселе сумму в определенный срок;

• чек — денежный документ, содержащий письменный приказ банку о выплате указанной в нем суммы.

В зависимости от условий внешнеторговых контрактов, степени конвертируемости и позиций национальной и иностранной валюты применяются различные формы международных расчетов. Для осуществления эффективной международной торговли и движения инвестиций между странами, упорядочения расчетов потребовалось достижение единообразия в толковании правил по проведению платежей. С этой целью был принят ряд межгосударственных договоренностей, которых придерживается подавляющее число государств мира. К ним относится, например, Женевская конвенция от 1930—1931 гг., на основе которой разработаны «Унифицированные правила по документарному аккредитиву», «Унифицированные правила по документарному инкассо», «Единообразный вексельный закон», «Единообразный закон о чеках», «О банковских гарантиях» и другие международные документы (в частности, Устав СВИФТ). Золото (gold) используется при международных расчетах только как чрезвычайные мировые деньги при особых обстоятельствах (войны, экономические и политические

кризисы и т.д.). Государства прибегают к продаже части официальных золотых запасов в экстренных случаях, чтобы получить необходимые валюты, в которых выражены их международные обязательства, например, для урегулирования дефицита платежного баланса. Таким образом, золото используется для международных расчетов опосредованно, через операции на рынках золота.

В этой связи валютная система предусматривает разработку режима мировых валютных рынков и рынков золота. **Мировой валютный рынок** (Forex foreign exchange) — это совокупность банков, финансово-кредитных организаций, брокерских компаний, расположенных в одном из финансовых центров и связанных между собой сетью телекоммуникаций, которые занимаются операциями по купле-продаже валют. Сделки с валютой осуществляются на валютном рынке. Валютные рынки позволяют их участникам обменивать одну валюту на другую. Мировой валютный рынок (ФОРЕКС — FOREX — Foreign Exchange market) формировался в два этапа. На первом этапе (начало 1960-х гг.) происходило расширение конвертируемости национальных валют для нерезидентов. На втором этапе (в 1980-х гг.) происходила либерализация валютных операций для резидентов. Повышенная мобильность капиталов создала условия для высокодоходных валютных сделок между резидентами и нерезидентами в крупнейших финансовых центрах. На мировом валютном рынке сегодня обращаются огромные объемы валютных ценностей, и они постоянно растут. Главным объектом валютных отношений на мировом валютном рынке является американский доллар, обслуживающий подавляющее большинство сделок (около 90%).

Сегодня ежегодный объем торгов иностранной валютой в 10 раз превышает мировой ВВП и в 35 раз годовой уровень мировой торговли. Ежедневный оборот валютной торговли постоянно растет. Если в 1977 г. ежедневный оборот составлял 18,3 млрд долл., то в настоящее время — около 3 трлн долл. По прогнозам, в ближайшее десятилетие торговый оборот валютой может возрасти до 8 трлн долл. в день.

Высокая мобильность капиталов — триллионы долларов в день — объясняется исключительно целью обогащения за счет валютной спекуляции, при этом игнорируются социальные и производственные аспекты экономики.

Более 80% ежедневного оборота мирового валютного рынка составляют активы сроком менее 7 дней. Большие скорости и объемы перемещения валют негативно влияют на реальную экономику. Во-первых, высокие доходы от спекуляций отвлекают капиталы от долгосрочных инвестиций и превращают их в горячие деньги. Во-вторых, высокий спрос на банковские ресурсы со стороны спекулянтов позволяет банкам повышать процентные ставки, что снижает доступность кредита для товаропроизводителей. В-третьих, финансовый капитал по своей спекулятивной природе вреден для экономики, так как дестабилизирует и вносит неопределенность в динамику валютных курсов. Наконец, мобильность капиталов подрывает социальную политику государства по поддержанию занятости и росту уровня жизни населения.

Тем не менее рациональное участие в международных валютных отношениях необходимо каждому государству. При этом важно понимать, что валютная спекуляция сама по себе не является негативным процессом, она содержит также позитивные моменты. По своей сути спекуляция выступает обратной стороной страхования валютных рисков (хеджирования), что позволяет сглаживать колебания валютных курсов.

В настоящее время мировой рынок золота потерял свою монетарную роль, а операции с ним относятся к финансовым операциям (см. подробнее в гл. 10).

Важным элементом валютной системы является система регламентации деятельности национальных *органов управления и регулирования валютных отношений* страны (центральный банк, министерства экономики и финансов, другие органы валютного контроля). *Межгосударственное валютное регулирование* осуществляет МВФ. В рамках Европейской валютной системы эти функции выполнялись Европейским фондом валютного сотрудничества. В частности, МВФ предоставляет временную финансовую помощь странам, которые имеют трудности платежных балансов. Также он неоднократно предоставлял временную помощь странам для поддержания курсов национальных валют (см. подробнее в гл. 14).

## 3.2. Валютный курс как основа валютной системы

**Валютный курс** (exchange rate) — цена денежной ед ницы одной страны, выраженная в денежных единиц других стран или в международных валютных единица Валютный курс необходим для: взаимного обмена валютам при торговле товарами, услугами, при движении капиталов и кредитов; сравнения цен мировых и национальных рынков, а также стоимостных показателей разных стран, выраженных в национальных или иностранных валютах. В основе формирования валютного курса находятся стоимостные пропорции обмена — интернациональные стоимости определенного количества товаров и услуг, представляемых той или иной денежной единицей. На практике стоимостные пропорции обмена валют получают отражение в виде соотношения покупательной способности валют.

Валютные курсы можно классифицировать по различным признакам (табл. 3.4).

*Таблица 3.4*

**Формирование валютного курса**

| Критерий | Виды валютного курса |
|---|---|
| Способ фиксации | Плавающий<br>Фиксированный<br>Смешанный |
| Способ расчета | Паритетный<br>Фактический |
| Вид сделок | Срочные сделки<br>Спот-сделки<br>Своп-сделки |
| Способ установления | Официальный<br>Неофициальный |
| Отношение к паритету покупательной способности валют | Завышенный<br>Заниженный<br>Паритетный |
| Отношение к участникам сделки | Курс покупки<br>Курс продажи<br>Средний курс |
| По учету инфляции | Реальный<br>Номинальный |
| По способу продажи | Курс наличной продажи<br>Курс безналичной продажи<br>Оптовый курс обмена валют<br>Банкнотный |

Одними из наиболее важных являются понятия реального валютного курса и номинального валютного курса.

Номинальный курс $E_n$ — это определенная конкретная цена национальной валюты при ее обмене на иностранную, и наоборот, которая котируется на определенную дату. С помощью номинального курса можно проследить динамику его изменения.

Например: дата котировки — 01.01.2002; номинальный валютный курс $E_n$ — 1 EUR = 0,85 USD; индекс изменения курса — 100%; дата котировки — 01.01.2005; номинальный валютный курс $E_n$ — 1 EUR = 1,25 USD; индекс изменения курса — 147%.

$$\frac{1{,}25}{0{,}85} \cdot 100 = 147\%.$$

Заниженный курс валюты страны позволяет получить дополнительные выгоды экспортерам (которые приобретают экспортируемый товар по «дешевой» цене, а продают за рубежом по «дорогой» цене) и способствует притоку иностранных инвестиций; одновременно сокращается импорт, так как цены за рубежом выше. При завышенном курсе валюты страны снижается эффективность экспорта и растет эффект от импорта, поскольку выгоднее обменивать валюту в своей стране на более дешевую иностранную и закупать товары за рубежом. Изменение конкурентоспособности товаров более рельефно показывает реальный курс. Реальный курс национальной валюты $E_n$ рассчитывается путем умножения номинального курса на соотношение уровня цен в двух государствах:

$$E_r = E_n \cdot \frac{P_f}{P_d},$$

где $P_f$ — индекс цен зарубежной страны; $P_d$ — индекс цен внутри страны.

Повышение реального обменного курса, т.е. более быстрый по сравнению с темпами обесценения национальной валюты рост цен, является неблагоприятным фактором для развития экономики, поскольку подрывает международную конкурентоспособность экспорта и вытесняет отечественные товары с национального рынка, замещая их импортными (табл. 3.5).

*Таблица 3.5*

**Реальный обменный курс валюты**

| Дата | $E_n$ | Индекс $E_n$ | Индекс цен Англии | Индекс цен США | Индекс $E_r$ |
|---|---|---|---|---|---|
| 01.01.1910 | 2,00 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 01.01.1940 | 2,40 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 01.01.1970 | 1,80 | 90 | 130 | 117 | 100 |
| 01.01.2000 | 1,50 | 75 | 150 | 125 | 90 |

Определение обменного валютного курса называют котировкой валюты. Обе валюты, используемые при котировке, играют разную роль. Та валюта, через которую выражается курс или цена другой валюты, играет роль базовой валюты. Другая валюта, курс или цена которой определяется через базовую валюту, выступает как котирующая валюта. Существуют различные способы котировки, различающиеся друг от друга тем, какая валюта играет роль базовой, а какая котирующей. Если за базовую берется иностранная валюта, а в качестве котируемой выступает национальная, то такой способ котировки называется прямым. Курс валюты будет определяться прямой котировкой. Обычно в качестве базовой валюты используется доллар США. Если пишется 1 долл. = 28,95 руб., то это прямая котировка рубля, выраженная через доллар.

Но существует и другой способ котировок — косвенный, или обратный. При косвенной котировке роль базовой играет национальная валюта, а в качестве котируемой выступает иностранная валюта. Косвенная котировка используется в Великобритании и в ее некоторых бывших доминионах и колониях. Причина этого лежит в истории развития самой Великобритании и британской денежной системы. В течение почти полутора столетий Великобритания была своего рода «мастерской мира», его финансовым центром. Поэтому фунт стерлингов объективно играл роль ведущей валюты в мировой экономике. Через него котировались все другие валюты.

Противоположный способ — прямая котировка — был крайне затруднен из-за сложности британской денежной системы. Фунт стерлингов делился на 20 шиллингов, причем один шиллинг в свою очередь делился на 12 пенсов. Хотя Великобритания давно перестала быть сильнейшей в экономическом и финансовом отношении державой, а ее фунт, как и все другие валюты, делится на 100 пенсов, но традиция

косвенной котировки осталась. При косвенной котировке принято, например, писать 1 ф.ст. = 1,6438 долл.

В России принято пользоваться прямой котировкой. Например, котировка в Москве: 1 долл. = 31,2 руб., по косвенной котировке 1 руб. = 0,0031 долл. (1/31,2 = 0,0031).

При быстром росте количества различных валют разных государств, вызванных увеличением числа последних, все большее значение стал приобретать третий способ котировки валют, именуемый кросс-курсом. В этом случае курс рубля к другой валюте пересчитывается через доллар. Валюты котируются не только центральными банками. Котировка проводится для своих целей и крупнейшими коммерческими банками, которые именуются маркетмейкерами. Они могут проводить и прямую, и косвенную котировку по разным валютам, необязательно непосредственно по долларам. Сами же они могут рассчитывать и кросс-курсы. Валюты котируются центральными банками ежедневно или несколько раз в неделю, а крупными коммерческими банками — даже несколько раз в день. Это необходимо в условиях, когда абсолютное большинство валют перешло к режиму плавающих валютных курсов, в силу чего соотношение между валютами быстро меняется под влиянием изменений спроса и предложения на ту или иную валюту.

Валютный курс формируется на мировом валютном рынке в зависимости от спроса и предложения, которые, в свою очередь, определяются многими факторами (табл. 3.6). В настоящее время на валютный курс особое влияние оказывают следующие факторы.

1. *Конъюнктурные* — факторы краткосрочного действия: колебания деловой активности в стране, политическая и военно-политическая обстановка, стихийные бедствия, прогнозы ведущих участников рынка и слухи.

2. *Структурные* — факторы, отражающие реальное состояние экономики страны:

— покупательная способность денежной единицы и темп инфляции;

— конкурентоспособность товаров данной страны на мировых рынках, которая, в свою очередь, определяется уровнем технологического развития страны;

— состояние платежного баланса страны (активный платежный баланс способствует повышению курса национальной валюты, так как увеличивается спрос на нее со стороны иностранных должников; пассивный платежный

баланс порождает тенденцию к снижению курса национальной валюты, так как должники продают ее на иностранную для погашения своих внешних обязательств);

— разница в процентных ставках по депозитам в разных странах (эти изменения воздействуют на международное движение капиталов, в частности краткосрочный рост процентных ставок стимулирует приток иностранного капитала и, соответственно, повышает курс национальной валюты; снижение процентных ставок вызывает отток иностранного капитала, в результате курс национальной валюты падает);

— деятельность валютных рынков (в частности, наличие или отсутствие валютных ограничений);

— развитость валютного рынка;

— регулирование национального валютного рынка со стороны центрального банка;

— степень доверия к данной валюте на мировых рынках.

*Таблица 3.6*

**Факторы, оказывающие решающее влияние на формирование валютного курса**

Валютный курс (две страны — А и Б)
1 А = 2 Б

Снижение валютного курса
1 А = 1,9 Б

Повышение валютного курса
1 А = 2,1 Б

| Состояние фактора в стране А | Фактор | Состояние фактора в стране Б | Движение курса | |
|---|---|---|---|---|
| | | | Рост | Падение |
| Экономический подъем | Показатели экономического роста (валовой национальный продукт, объемы промышленного производства и др.) | Экономический спад | А+ | Б– |
| Активный баланс: экспорт из страны А превышает импорт | Состояние платежного баланса | Пассивный баланс: импорт в страну Б превышает экспорт | А+ | Б– |

*Окончание табл. 3.6*

| Состояние фактора в стране А | Фактор | Состояние фактора в стране Б | Движение курса | |
|---|---|---|---|---|
| | | | Рост | Падение |
| Темп инфляции в А ниже по сравнению с Б | Уровень инфляции и инфляционные ожидания | Темп инфляции в Б выше по сравнению с А | А+ | Б– |
| Уровень процентных ставок выше в А, чем в Б | Уровень реальной процентной ставки | Уровень процентных ставок в Б ниже, чем в А | А+ | Б– |
| Платежеспособность А — высокая | Платежеспособность страны | Платежеспособность Б — низкая | А+ | Б– |
| Доверие к валюте А — высокое | Доверие к национальной валюте на мировом рынке | Доверие к валюте страны Б — низкое | А+ | Б– |
| Высокая официальная задолженность | Репутация страны по выполнению своих обязательств | Отсутствие задолженности Б перед А | Б+ | А– |
| Часто используемая валюта страны А | Степень использования национальной валюты в международных расчетах | Редко используемая валюта страны Б | А+ | Б– |
| Спекулянты массово скупают валюту А за Б | Валютные спекуляции | Спекулянты массово продают валюту страны Б за А | А+ | Б– |
| Слухи о смене кабинета правительства | Изменение психологических ожиданий вследствие воздействия виртуальной реальности (СМИ) | Стабильная социально-экономическая ситуация | Б+ | А– |

В настоящее время на валютный курс огромное влияние оказывает деятельность валютных спекулянтов. Спекуляция валютами, т.е. игра на понижение («медведи») или повышение («быки») курса определенных валют,

ведет к продажам и покупкам больших объемов валют спекулянтами, строящими свои действия на ожидании определенных изменений в экономике и политике разных стран. В результате на одни валюты спрос растет, а на другие — падает, соответственно повышая и понижая их курсы. Современные валютные спекулянты располагают гигантскими валютными активами для проведения валютных спекуляций, что при неоперативном вмешательстве центральных банков или при отсутствии достаточных валютных резервов приводит нередко к значительным колебаниям валютных курсов. При этом валютные рынки быстро реагируют на колебания валютных курсов, что расширяет возможности валютных спекулянтов и стихийный отток горячих денег. Важнейшим приемом для понижения валютного курса национальной валюты наряду с валютными спекуляциями является провоцирование паники на валютной бирже, для чего используются все приемы воздействия СМИ на валютных игроков. В этом смысле возрастает роль технических факторов формирования валютного курса, а также степень доверия общественности к правительственной информации. Под техническими факторами понимается оперативная публикация статистической информации, ее достоверность.

Валютный курс оказывает сильное влияние на международные экономические отношения. С его помощью удается сравнивать издержки производства предприятий с ценами мирового рынка. Изменение валютного курса оказывает непосредственное влияние на цены товаров в международной торговле, стоимость инвестиций и, следовательно, на конъюнктуру мирового товарного рынка и рынка капиталов (табл. 3.7). Понижение курса национальной валюты выгодно экспортерам, позволяет им поставлять товары на внешний рынок по ценам ниже среднемировых, но в то же время удорожает импорт. Это приводит к росту цен в стране, снижению ввоза товаров и уровня потребления, обострению проблемы внешней задолженности. И, наоборот, при повышении курса национальной валюты снижается эффективность экспорта, падает конкурентоспособность внутренних цен; что касается импорта, то он увеличивается, возрастает приток капиталов в страну из-за рубежа. Значительные колебания курса дестабилизируют международные торговые и финансовые отношения.

*Таблица 3.7*

**Влияние изменения валютного курса на цены на мировом товарном рынке и рынке капиталов**

| Параметры изменения | Национальная валюта | | Иностранная валюта | |
|---|---|---|---|---|
| | падение курса | рост курса | падение курса | рост курса |
| Цены национальных товаров и услуг | Снижаются | Повышаются | Повышаются | Снижаются |
| Цены национальных ценных бумаг и активов | Снижаются | Повышаются | Повышаются | Снижаются |

Валютный курс влияет на конкурентоспособность компаний, соотношение экспортно-импортных цен и т.д. Таким образом, изменения курса валют оказывают воздействие на перераспределение между отдельными государствами той части их совокупного общественного продукта, которая реализуется на внешних рынках.

Динамика валютных курсов воздействует на экспорт и импорт товаров и услуг, влияя на состояние платежного баланса и через него — на поведение валютных курсов. Так, если курс валюты страны А падает относительно валюты страны Б, то это поощряет вывоз продукции из страны А в страну Б, поскольку удешевляет ее, делая более конкурентоспособной, и одновременно ограничивает импорт продукции в страну А из страны Б, удорожая ее. Вследствие расширения экспорта и уменьшения импорта страны А в отношениях со страной Б, экспорт которой в страну А соответственно снижается, а импорт из нее возрастает, меняется состояние торгового баланса в их взаимосвязях: страны А — улучшается, страны Б — ухудшается. Следовательно, спрос на валюту страны А растет, на валюту страны Б — падает, повышая курс первой и понижая курс второй. Таким образом, ситуация изменилась в части курса этих валют на противоположную по сравнению с исходным положением. И теперь рост курса валюты страны А относительно валюты страны Б начнет ограничивать экспорт страны А в страну Б, поощряя импорт в страну А из страны Б. В результате через некоторое время торговый баланс в их отношениях снова изменится: для страны А —ухудшится, а для страны Б — улучшится, соответственно повысив спрос на валюту страны Б и ее курс и понизив спрос на валюту страны А и ее курс.

И все повторяется сначала, разумеется, при прочих равных условиях.

Изменение валютного курса непосредственно влияет на цены товаров при международной торговле, на импорт, следовательно, на конъюнктуру товарного рынка и рынка капитала. Уменьшение валютного курса приводит к увеличению цен в стране, уменьшению ввоза товара, уменьшению потребления, обострению проблемы внешней задолженности. И наоборот, при увеличении курса национальной валюты уменьшаются эффективность экспорта, конкурентоспособность внутренних цен и увеличивается приток капитала из-за рубежа. Особенно опасны значительные колебания валютного курса, они дестабилизируют торговые и финансовые отношения.

Анализ действия отдельных факторов на курсообразование привел к появлению ряда теорий валютного курса. Мы рассмотрим подробно только две из них: теорию паритета покупательной способности и теорию паритета реальных процентных ставок И. Фишера.

*Теория паритета покупательной способности* была предложена после Первой мировой войны шведским экономистом Густавом Касселем. В основе теории лежит утверждение, что валютные курсы должны быть связаны с уровнями внутренних цен. Закон единой цены — это основной компонент теории определения валютного курса, известной как паритет покупательной способности — ППС (PPP). Сущность этой теории заключается в том, что валютные курсы устанавливаются таким образом, что в любой стране поддерживается одинаковая «реальная» цена на определенным образом сформированный набор потребительских товаров и услуг (потребительская корзина). Другими словами, несмотря на то что в разных странах цены на некоторые товары и услуги могут колебаться, общая стоимость жизни должна быть примерна одинакова.

Для пояснения этого утверждения предположим, что существует только две страны — Россия и США — со своими собственными национальными валютами. Таким образом, необходимо определить только один валютный курс — между долларом и рублем. В обеих странах широко производится и потребляется один и тот же продукт — пшеница. Предположим, что цена пшеницы в США составляет 1 долл. за 1 кг, а в России 10 руб. за 1 кг. Равновесный валютный курс составляет 0,1 долл. за 1 руб. Рассмотрим, что бы случилось, если бы

валютный курс был на уровне 0,09 долл. за 1 руб. Тогда появилась бы возможность проведения арбитражных операций. Арбитражер мог бы закупать пшеницу в России и реализовывать ее в США. Килограмм импортированной российской пшеницы стоил бы 0,90 долл. (0,09 долл. за 1 руб. × 10 руб.), а продавался бы на рынке США за 1,00 долл.

Для осуществления таких операций арбитражерам приходится конвертировать большие суммы долларов в рубли. В результате чего Россия будет иметь активное сальдо торгового баланса (т.е. являться экспортером пшеницы в США), и, соответственно, будет наблюдаться избыточный спрос на рубль. Это отразится на повышении цены рубля по отношению к доллару. Для ситуации же, в которой курс рубля выше равновесного, будет наблюдаться прямо противоположная тенденция. Обесцененный доллар приведет к тому, что американская пшеница для российских потребителей будет дешевле, чем своя собственная. Вместо экспорта пшеницы в США Россия займется ее импортом. Избыток рублей на рынке приведет к падению курса рубля до соответствующего равновесного значения. В реальном мире этот простой пример, поясняющий механизм теории PPP, должен учитывать множество поправок. Нами было принято допущение, что в обеих странах потребляется и производится один и тот же товар и что транспортные издержки сравнительно малы. Но в действительности, хотя и можно найти одинаковые товары, потребляемые в разных странах, все же многие товары, производимые и потребляемые в каждой стране, отличаются друг от друга. Более того, транспортные издержки на перевозку многих товаров бывают очень высоки, что делает их экспорт нерентабельным, не говоря уже о том, что во многих случаях правительства ограничивают потоки импорта и экспорта установлением специальных тарифов и квот. Исходя из всех этих причин, теория PPP если и имеет какое-либо влияние на развитие рыночной ситуации, то это влияние достаточно условно и рассматривается с учетом более или менее длительного периода времени.

Точно так же, как теория PPP объясняет связь между различными валютными курсами, существует аналогичная теория, рассматривающая взаимосвязь процентных ставок, выраженных в различных валютах. Эта теория называется *паритетом реальных процентных ставок* (real interest-rate parity), согласно которой ожидаемая реальная процентная

ставка по безрисковым займам будет одинаковой в любой точке земного шара. Номинальная процентная ставка по займу, выраженному в любой валюте, определяется ожидаемым уровнем инфляции для этой валюты. Реальная процентная ставка по займу связана с номинальной процентной ставкой следующим соотношением:

$$1 + \text{номинальная процентная ставка} = (1 + \text{реальная процентная ставка}) \cdot (1 + \text{уровень инфляции}).$$

В соответствии с теорией паритета реальных процентных ставок это соотношение находится в прямой зависимости от уровня инфляции. Для пояснения теории паритета реальных процентных ставок предположим, что во всем мире реальная безрисковая процентная ставка составляет в текущем году 3%. Допустим, что ожидаемый уровень инфляции в Японии составляет 1% в год, а в США 4%. В соответствии с теорией паритета номинальные процентные ставки, выраженные в иенах и долларах США, будут следующими: ставка процента в иенах = 1,03 · 1,01 – 1 = 4,03% (в год), ставка процента в долларах = 1,03 · 1,04 – 1 = 7,12% (в год).

Изменение процентных ставок отражает инфляционные ожидания. Эту зависимость установил профессор Йельского университета И. Фишер, поэтому она и получила название *международный эффект Фишера*:

$$I = R + Inf + R \cdot Inf,$$

где $I$ — номинальная процентная ставка в стране; $R$ — реальная процентная ставка; $Inf$ — уровень инфляции в момент возврата кредита.

В условиях высокой мобильности капитала реальные процентные ставки выравниваются и становятся едиными во всем мировом сообществе. Если, например, реальная процентная ставка в Испании 6%, а в США — 3%, очевидно, что предприниматели будут брать кредит в США для инвестирования в Испании. Спрос на кредиты в США повысит там реальную процентную ставку, а увеличение денежной массы в Испании снизит ее в этой стране. Таким образом и происходит выравнивание реальных процентных ставок. Поскольку изменения номинальных процентных ставок зависят от инфляционных ожиданий, различия в уровнях инфляции ведут к обесценению денежной единицы страны с большей инфляцией. Эта зависимость объясняет международный эффект Фишера, согласно которому изменение

курса спот обратно пропорционально изменениям процентных ставок в странах:

$$\frac{(S_1 - S_0)}{S_0} = \frac{(I_d - I_f)}{(1 + I_f)}.$$

где $S_1$ — спот-курс в будущем; $S_0$ — текущий спот-курс; $I_d$ — процентная ставка внутри страны; $I_f$ — процентная ставка за рубежом.

Будущее значение спот-курса $S_x$ будет равно:

$$S_1 = \frac{S_0(1 + I_d)}{(1 + I_f)}.$$

Таким образом, международный эффект Фишера свидетельствует о том, что если процентная ставка в стране меньше, чем за рубежом, то национальная валюта будет обесцениваться в будущем, и ее курс понизится.

Последующее развитие теорий валютного курса можно классифицировать следующим образом.

1. Первое направление касается выбора режима валютного курса. К этому направлению относятся *теория ключевых валют* (разработчики Дж. Вильямс, А. Хансен, Р. Хоутри, Ф. Грэхем); *теория фиксированных паритетов и курсов* (сторонники этой теории Дж. Робинсон, Дж. Бикердайк, А. Браун, Ф. Грэхем); *теория плавающих валютных курсов* (М. Фридмен, Ф. Махлуп, А. Линдбек, Г. Джонсон, Л. Эрхард и др.). Представители теории ключевых валют ориентируют государства на проведение валютной политики, стержнем которой является поддержка доллара как резервной валюты, которая якобы выполняет эту роль лучше золота. Теория ключевых валют лежит в основе принципов Бреттон-Вудской системы, которая базировалась на золоте и двух резервных валютах и обязывала страны — члены МВФ проводить валютную интервенцию в целях стабилизации курса доллара на основе фиксированного паритета национальной валюты к доллару. Сторонники теории плавающих валютных курсов (монетаристы) настаивают на том, что рыночный курс должен формироваться под воздействием рынка без вмешательства государства. На практике эта идея в чистом виде так и не реализовалась, а плавание курса валют осуществляется на основе сочетания рыночного и государ-

ственного регулирования. Серия валютно-финансовых кризисов 1990-х гг. еще раз подтверждает ограниченное значение идей теории плавающих курсов. Не удалось, в частности, ограничить движение горячих денег, добиться автоматического уравновешивания платежных балансов, ограничить распространение инфляционных процессов.

2. Второе направление развития теорий валютного курса касается создания региональных валют. Сущность этих теорий заключается в том, что ее разработчики считают, что валютная политика, проводимая одной страной, может оказывать негативное воздействие на экономику других стран, поэтому валютный курс должен быть гибким и устанавливаться международными органами, т.е., оставаясь на позициях концепции плавающих валютных курсов, они склоняются при этом к коллективному руководству плаванием курсов национальных валют.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

***Международные валютные отношения*** — общественные отношения, складывающиеся при функционировании валюты в мирохозяйственных связях и обслуживающие обмен результатами деятельности субъектов мирового хозяйства.

**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 национальные валюты обладают абсолютно одинаковой покупательной способностью в собственной стране.

**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.

**Реальный валютный курс** — национальный валютный курс, учитывающий уровень инфляции в сопоставляемых странах; обычно рассчитывается по индексам валютных курсов и внутренних цен сопоставляемых стран за определенный период.

### Контрольные вопросы и задания

1. По каким признакам классифицируются валюты?
2. Чем различаются ключевые и мировые валюты?

3. Что такое конвертируемость валют?
4. Какие валюты имеют резервный статус?
5. Назовите основные функции валюты.
6. В чем состоит отличие свободно конвертируемой валюты от внутренне свободно конвертируемой валюты?
7. Дайте определение твердой валюты.
8. От каких факторов зависит широта использования валюты?
9. Дайте оценку российской национальной валюты.
10. Дайте определение понятия «валютные отношения».
11. Назовите основных внутренних и внешних субъектов валютных отношений.
12. Дайте определение понятия «валютная система».
13. Назовите основные элементы национальной валютной системы.
14. В чем заключается специфика мировой валютной системы в сравнении с региональной?
15. Что такое индекс Биг-Мака?
16. Что объясняет международный эффект Фишера?
17. Какие последствия для национальной экономики имеет повышение реального валютного курса?

## Практическое задание

Предположим, что ожидаемый уровень инфляции в Англии составляет 8% в год. Определите значение спот-курса фунта в долларах в будущем, если уровень инфляции в США — 3,5%, а текущий спот-курс: 1GBP = 1,6140 USD.

## Тесты

1. Собственные официальные резервы страны образуют:
а) условную международную ликвидность;
б) безусловную международную ликвидность;
в) резервную позицию страны в МВФ;
г) заемную ликвидность.

2. Платежные средства в иностранной валюте, предназначенные для международных расчетов, — это:
а) деривативы;
б) валютные резервы страны;
в) СДР;
г) девизы.

3. Законодательно устанавливаемое соотношение между двумя валютами, являющееся основой валютного курса, — это:
а) валютный курс;
б) валютный паритет;
в) обратная котировка валюты;

г) кросс-курс.

4. Официальное понижение паритета одной валюты по отношению к паритету другой валюты называется:

а) ревальвация;

б) инфляция;

в) девальвация;

г) рецессия.

5. Валютная система — это:

а) система международных кредитных организаций;

б) механизм регулирования сферы международных расчетов и валютных рынков;

в) форма организации и регулирования валютных отношений, закрепленная национальным законодательством или международными соглашениями;

г) международные отношения, связанные с функционированием мировых денег;

д) система двусторонних и многосторонних государственных соглашений в международной валютной сфере.

6. Конвертируемость валюты означает:

а) что государство разрешает резидентам покупать и продавать неограниченное количество валюты;

б) государство не разрешает резидентам покупать и продавать неограниченное количество валюты;

в) государство разрешает резидентам покупать и продавать ограниченное количество валюты;

Все перечисленное неверно/все перечисленное верно.

7. Резервная валюта — это:

а) любая денежная единица других стран;

б) доллар США;

в) функциональная форма мировых денег;

г) валюта, которая используется для международной интервенции;

д) валюта, которая выполняет функции международного платежного и резервного средства.

8. Валютный курс — это:

а) возможность одной валюты обмениваться на другую;

б) цена денежной единицы одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны;

в) фиксинг;

г) цена денежной единицы одной страны, выраженная в золотом эквиваленте.

9. Котировка валюты означает:

а) установление паритета валют;
б) установление курса валют;
в) установление золотого содержания валюты;
г) фиксацию одной валюты к другой.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Специальные права заимствования (СДР): назначение, функции.
2. Международная валютная ликвидность Российской Федерации.
3. Валютная система Российской Федерации.
4. Современные теории валютного курса.
5. Мировая валютная система в условиях глобализации мировой экономики.
6. Многофакторный анализ валютного курса.
7. Анализ теорий валютного курса западных экономистов.
8. Валютный курс: факторы, влияющие на него, и их динамика.

## Литература

*Антонов, А. В.* Мировая валютная система и международные расчеты. — М. : Теис, 2000.

*Кузьмин, А. Ю.* Динамика валютного курса и макроэкономическая политика. — М. : Книгодел, 2010.

*Трунин, П. В.* Анализ факторов динамики обменного курса рубля. — М. : Ин-т Гайдара, 2010.

# Глава 4
# МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА И СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ ЕЕ РАЗВИТИЯ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• основные этапы и принципы эволюции мировой валютной системы;

• теоретические предпосылки создания и практику функционирования региональных валютных зон;

***уметь***

• анализировать функции и особенности современной валютной системы;

***владеть***

• методом выявления тенденций развития валютных кризисов и направлений реформирования мировой валютной системы.

## 4.1. Эволюция мировой валютной системы

Особенности и стабильность мировой валютной системы находятся в тесной зависимости от структуры мировой экономики, соотношения сил и интересов ведущих стран. При несоответствии этих условий периодически возникает кризис мировой валютной системы, который разрешается путем трансформации существующей валютной системы. Этапы трансформации мировой валютной системы, ее глубина, формы изменения основных структурных элементов определяют процесс эволюции мировой валютной системы.

Зарождение устойчивых валютных отношений относится к XIV в. и имеет региональный характер. Это и функционирование вексельных центров в Лионе и Антверпене, которые обслуживали международную торговлю в Западной Европе, и попытки чеканки «региональных денег», обслуживающих международные расчеты между княжествами и королев-

ствами в Северной Германии. Но первой сложившейся мировой валютной системой можно считать Парижскую мировую валютную систему, которая появилась в 1867 г.

До настоящего времени можно выделить четыре трансформации мировой валютной системы:

- Парижская (золотомонетный стандарт);
- Генуэзская (золотослитковый стандарт);
- Бреттон-Вудская (золотодевизный стандарт);
- Ямайская (стандарт СДР).

Названия систем произошли от места, где заинтересованные государства подписывали международные соглашения об учреждении новой валютной системы. Режим золотого стандарта принимал последовательно три формы: золотомонетного стандарта вплоть до 1914 г., золотодевизного стандарта — с 1922 по 1929 г.; с 1944 по 1971 г. Основные изменения, которые происходили в структуре мировой валютной системы, можно проследить в табл. 4.1.

*Таблица 4.1*

**Структурные элементы мировой валютной системы (сравнительный анализ)**

| Элементы МВС | Тип мировой валютной системы | | | |
|---|---|---|---|---|
| | Парижская | Генуэзская | Бреттон-Вудская | Ямайская |
| Резервная валюта | Золото | Девизы и золото (обмен в стандартных слитках) | Доллар США (обмениваемый на золото), англ. фунт стерлингов (де-юре) | SDR |
| Условия взаимной конвертируемости | Валюты свободно обмениваются между собой и на золото | Конвертируемость валют на основе золотого содержания | Обмен валют на основе паритетов, выраженных в USD, и золотого содержания | Обмен на основе паритетов, выраженных в SDR |
| Унифицированный режим валютных паритетов | Конвертируемость валют на основе золотого содержания | Конвертируемость валют на основе золотого содержания | Обмен валют на основе паритетов, выраженных в USD, и обмен доллара на золото | Обмен на основе паритетов, выраженных в SDR |

*Продолжение табл. 4.1*

| Элементы МВС | Тип мировой валютной системы | | | |
|---|---|---|---|---|
| | Парижская | Генуэзская | Бреттон-Вудская | Ямайская |
| Регламентация режима валютных курсов | Свободно плавающий валютный курс в пределах «золотых» точек» | Свободно колеблющийся валютный курс | Фиксированный валютный курс к USD | Возможность выбора режима валютного курса |
| Межгосударственное регулирование международной валютной ликвидности | Национальные золотые запасы | Специальные стабилизационные фонды | Золотовалютные резервы государств, резервная квота МВФ | Золотовалютные резервы государств, резервная квота МВФ |
| Унификация основных форм международного кредитования | Обычаи | Обычаи, решения Женевской конвенции от 1930—1931 гг. по вексельному закону | | Обычаи, решения Женевской конвенции от 1930—1931 гг. по вексельному закону, решения ГАТТ (ВТО) |
| Унификация основных форм международных расчетов | Обычаи | Унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов. Унифицированные правила по инкассо, чековый закон | | |
| Режим мировых валютных рынков и рынков золота | Мировые рынки золота и валюты взаимозависимы | США, Великобритания, Франция фиксируют цену золота | Существуют два параллельных рынка золота: с фиксированной ценой и со свободным ценообразованием | Децентрализованный рынок золота, аукционы по продаже золота |

*Окончание табл. 4.1*

| Элементы МВС | Тип мировой валютной системы | | | |
|---|---|---|---|---|
| | Парижская | Генуэзская | Бреттон-Вудская | Ямайская |
| Международные организации, осуществляющие валютное регулирование | Периодические конференции | | МВФ | МВФ, совещания «Большой восьмерки», экономические и финансовые организации ООН, банк международных расчетов (Базельский комитет) |

**Парижская валютная система.** Прообразом первой мировой валютной системы стал Латинский монетный союз, основанный в 1865 г. четырьмя западноевропейскими странами и действовавший на основе золотого стандарта. Официально новая мировая валютная система получила признание в 1867 г. на международной конференции в Париже и была оформлена специальным международным договором, который подписали и ратифицировали более 30 стран мира. В России золотой стандарт был утвержден в 1897 г. в ходе денежной реформы Витте.

В режиме золотомонетного стандарта монетные дворы, занимавшиеся чеканкой металлической монеты, имели право превращать слитки в монеты. Чеканка была свободной и осуществлялась почти бесплатно. Монеты составляли преобладающую часть денежной массы. Банковские билеты, обращающиеся на тех же правах, что и монеты, полностью конвертировались в золото, и их эмиссия ограничивалась тем, чтобы эта конвертируемость была всегда обеспечена золотом. Валютные курсы устанавливались на основе золотых паритетов, обмен национальных валют на иностранные валюты и золото не ограничивался. Колебания курсов валют в этих условиях были незначительными, осуществлялись в пределах «золотых точек» (как правило, ±1%). Вместе с тем свободный вывоз/ввоз золота осуществлялся до 1914 г. только тремя странами: Великобританией, США и Нидерландами. Доверие к новой системе возрастало по мере всемирного ее распространения, что привело к практике осуществления

международных платежей путем дебетования или кредитования иностранного счета вместо физической передачи драгоценного металла в виде золотых монет. С появлением телеграфа, телефона и телетайпа в руках валютных дилеров оказались технические средства для ведения международной валютной торговли на профессиональной основе.

Первая мировая война нарушила нормальное функционирование Парижской валютной системы. Значительное увеличение военных расходов обусловило необходимость существенного увеличения эмиссии кредитных денег для всех стран-участниц, что, в свою очередь, привело к отказу от свободного обмена банкнот на золото. Для этого времени было характерно невыполнение обязательств по текущим расчетам и платежам. Большинство стран ввело торговые валютные ограничения, запреты на вывоз золота. Повсеместно золото было изъято из обращения, в результате механизм золотого стандарта перестал существовать.

**Генуэзская валютная система** (1922—1929 гг.). Конференция, состоявшаяся в 1922 г. в Генуе, была созвана для того, чтобы каким-то образом урегулировать валютные отношения между странами, нарушенные Первой мировой войной, и сформировать новую валютную систему.

Генуэзская валютная система — это система золотодевизного стандарта. Всем странам-участницам было рекомендовано восстановить частичную обратимость национальных валют в золото, но только в виде слитков. Вследствие войны мировые запасы казначейского золота обосновались в основном в четырех странах: США, Великобритании, Франции и Японии. Эти страны могли позволить себе иметь денежные системы, базирующиеся на золотом стандарте. В большинстве других стран установился золотодевизный стандарт, ориентированный на ту или иную ключевую валюту. Девизами стали выступать платежные средства в иностранных валютах, разменных на золото. Их стали преимущественно использовать в международных расчетах.

После кризиса 1929 г., ослабившего экономику многих стран и приведшего к отказу во многих странах от свободного обмена своих валют на золото, была предпринята попытка достичь международного согласия. С этой целью в 1933 г. в Лондоне была проведена конференция 66 стран. На конференции были обсуждены вопросы возврата к золотому стандарту и установления тройственного перемирия (таможенного, валютного и международных долгов). Однако

согласия достичь не удалось. Провал Лондонской конференции привел к возникновению трех валютных блоков:

1) стерлинговый: страны Британской империи (Индия, Пакистан), ряд европейских стран (Венгрия, Чехословакия), Иран, Ирак, Египет, Япония (де-факто);

2) долларовый: Канада, Ньюфаундленд, страны Латинской Америки;

3) зона франка: Франция, Бельгия, Нидерланды, Швейцария, Италия, Польша.

Причиной распада послужило следующее обстоятельство. В условиях действия золотодевизного стандарта находящиеся в обращении деньги были либо частично, либо полностью бумажными. С юридической точки зрения, бумажные деньги можно было обменивать в любое время на золото в банке выпуска — эмиссионном банке. Но на практике справедливо было ожидать, что только некоторая часть бумажных денег будет обмениваться таким путем. Следовательно, эмиссионный банк не должен был хранить полное золотое покрытие денег. Чем меньше было фиксированное покрытие, тем больше было возможностей для создания дополнительных бумажных денег государством. По этой причине объем находящихся в обращении бумажных денег всегда превышал объем хранения денежного металла. Поэтому в качестве разменных на золото валют были избраны доллар, французский франк и фунт стерлингов. В рамках названных блоков другие национальные валюты были привязаны к золотому паритету ключевой валюты блока.

Переход к золотодевизному стандарту обусловил резкое сокращение роли золота в международном обороте и потребовал дальнейшего совершенствования международных платежных и кредитных отношений. В частности, в период между Первой и Второй мировыми войнами получили развитие различные формы клиринга.

Переход к золотодевизному стандарту обусловил также существенное усиление государственного регулирования торговых и финансово-кредитных отношений. В частности, правительства взяли под строгий контроль и подвергли сильному ограничению международное движение товаров и капиталов путем введения жесткой регламентации деятельности банков в каждой стране. Вторая мировая война, с одной стороны, обусловила необходимость дальнейшего усиления государственного регулирования всех экономических процессов, а с другой — неизбежно разрушала их, поэтому в период после войны возникла необходимость формирования новой валютной системы.

**Бреттон-Вудская валютная система** (1944–1972 гг.). В результате Второй мировой войны США заняли позиции главной экономической силы мира. В послевоенный период США выступали основным кредитором стран Западной Европы, предоставив по плану Маршалла 17 млрд долл. На этом этапе в США концентрировалось около 70% мировых запасов золота, что обусловило модификацию золотодевизного стандарта в золотодолларовый. Устройство новой валютной системы было обсуждено на международной конференции стран антигитлеровской коалиции в Бреттон-Вудсе в 1944 г., и потому сформированная на конференции валютная система получила название Бреттон-Вудской. Идейным вдохновителем новой валютной системы и создания международной организации по регулированию валютных отношений был Джон М. Кейнс.

Золотодевизный стандарт (golden-change standard) — урезанная форма золотого стандарта, при которой центральный банк обязуется обменивать национальную денежную единицу не на золото, а на валюту стран, придерживающихся полной формы золотого стандарта. Бреттон-Вудская система стала фактическим продолжением золотодевизного стандарта, когда официально установленные валютные курсы были привязаны через золотой паритет к доллару США.

На конференции было принято решение о совместном регулировании валютных курсов (фиксированных и взаимосвязанных). Для регулирования международных валютных отношений был создан Международный валютный фонд, который первоначально включал 44 страны. Каждая страна, входящая в МВФ, определяла золотое содержание своей валюты и на этой базе фиксировала курс своей валюты в валютах других стран. Возможные колебания курсов были установлены в пределах ±1,0%. При этом МВФ предоставлял центральным банкам стран краткосрочные кредиты для урегулирования платежных балансов.

Основой новой валютной системы наряду с золотом стал американский доллар — единственная валюта, которая могла реально обращаться в золото. Официальная цена золота до 1971 г. составляла 35 долл. за 1 тройскую унцию (31,2 г). Английский фунт стерлингов был объявлен второй, резервной, валютой, хотя на его долю приходилось только 10–15% международных расчетов.

Созданная валютная система была эффективной около 15 лет. Однако в 1960-е гг. был девальвирован фунт стерлингов, а в 1971 г. США заявили об отказе от конвертиру-

емости доллара в золото. К концу 1960-х гг. Бреттон-Вудская система приходит в противоречие с усиливающейся интернационализацией мирового хозяйства, активной спекулятивной деятельностью транснациональных корпораций в валютной сфере. Долларовые запасы за пределами США составляли огромную сумму, образуя рынок евродолларов. Крупный дефицит платежного баланса США (11,2 млрд долл. в 1958—1960 гг.) инициировал гонку за золотом, подняв официальную цену за унцию золота выше 35 долл. Дефицит платежного баланса сократил золотые запасы США с 18 млрд долл. в 1960 г. до 11 млрд долл. в 1970 г. В то же самое время иностранные кредиторские требования к США возрастали с такой быстротой, что к 1970 г. они более чем вдвое превысили остающиеся у США резервы золота. В июне 1971 г. США отказались от обмена доллара на золото по официальной цене в одностороннем порядке, что фактически означало развал Бреттон-Вудской системы.

**Ямайская валютная система.** В январе 1976 г. в Кингстоне (о. Ямайка) на международной конференции, созванной по инициативе МВФ, были внесены изменения в устав МВФ и закреплен отказ от основополагающих принципов Бреттон-Вудской системы. В частности, были отменены золотой стандарт, система твердой фиксации курсов. Был наложен запрет на использование золота в качестве основы валютных паритетов, была узаконена *система плавающих валютных курсов.* Таким образом, была сформирована новая — Ямайская — мировая валютная система (1976 г.— по настоящее время).

Система долларового стандарта была отменена, и начался период свободного выбора валютных курсов. В отличие от долларового стандарта отменена фиксация валют по отношению к доллару, каждая страна выбирает сама режим валютного курса. Кроме того, в начале XXI в. 11 (а позднее 17) европейских стран отказались от национальных валют в пользу единой валюты евро. В итоге трудной дискуссии были сформированы принципы Ямайской валютной системы (рис. 4.1).

*Первая особенность* Ямайской валютной системы состояла в том, что впервые основой мировой валютной системы стала международная валютная единица — СДР, задуманная как прообраз наднациональной мировой валюты, идея которой наиболее соответствует требованиям глобализации экономики. СДР — специальные права заимствования (Special Drawing Rights), впервые выпущены МВФ в 1970 г. и предназначены служить основой валютных паритетов вместо золота

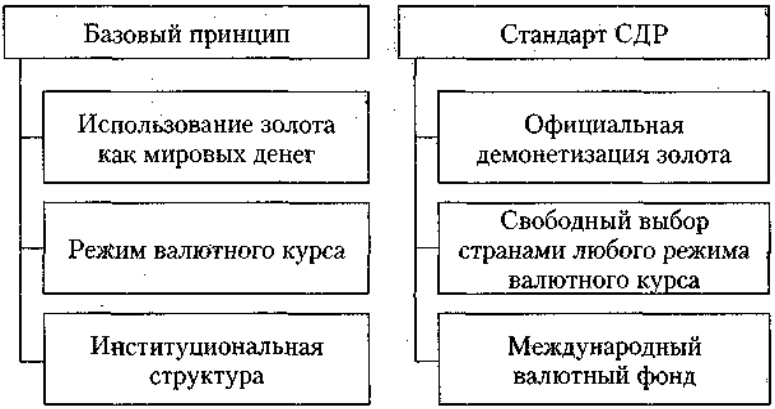



*Рис. 4.1.* **Структурные принципы Ямайской валютной системы**

и выполнять функции международного соизмерения цен, платежного и резервного средства. Первоначально стоимость СДР фиксировалась в золоте (единица СДР = 0,888671 г чистого золота), но начиная с 1 июня 1974 г. валютный курс СДР определяют относительно валютной корзины. Валютная корзина представляет собой статистический метод соизмеренного средневзвешенного курса одной валюты по отношению к определенному набору других валют. Исчисление валютной корзины зависит от ее состава, размера валютных компонентов, рыночных курсов валют к доллару. Отдельные валюты в этой корзине оценивали в соответствии с долей их страны в мировом экспорте. Первоначально курс СДР определялся на основе валютной корзины — средневзвешенного курса 16 валют стран, внешняя торговля которых составляла не менее 1% мировой торговли. С годами состав валютной корзины постепенно уменьшается: с 16 в 1974 г. до 4 в 2001 г. (американский доллар, евро, японская иена и фунт стерлингов).

Наибольшая доля в составе валютной корзины принадлежит доллару США (ныне 44%), и поэтому влияние изменения валютного курса доллара США на условную стоимость СДР является самым значительным. Следовательно, фактически в форме СДР частично сохранился долларовый стандарт, что отражает позиции доллара как одной из ведущих мировых валют. Однако меняющиеся каждые пять лет доли валют в корзине СДР свидетельствуют, что постепенно главным конкурентом и альтернативой доллару в качестве мировой валюты становится евро (34% валютной корзины СДР).

СДР приносит проценты по депозиту. Страна получает их, если ее авуары в СДР в МВФ превышают ее ассигнования, и наоборот, платит проценты, если авуары в СДР меньше ассигнований. Единица СДР является условной. Она приводится на специальных счетах МВФ на основе квот, выделенных странам — членам МВФ. Эти квоты используются ими для закупки конвертируемой валюты или для погашения дефицита платежного баланса. Однако доля СДР в международных расчетах невелика и составляет около 6%. Многие экономисты считают, что СДР в меньшей степени можно рассматривать как резервную валюту, а в большей степени — как кредит. Общее мнение таково, что они являются и тем и другим.

По объему операций доллар в Ямайской системе по-прежнему остается самой значительной резервной валютой, но резервные функции приобрели в некоторой степени и другие валюты: евро, швейцарский франк, иена.

*Вторая особенность* Ямайской валютной системы состоит в отказе от золота в качестве мировых денег. В измененном уставе МВФ (1978 г.) была оформлена официальная демонетизация золота — утрата им денежных функций. Это проявилось в отмене золотого содержания и золотых паритетов валют, официальной цены золота, прекращении размена долларов на золото для иностранных центральных банков (табл. 4.2).

*Таблица 4.2*

**Эволюция роли золота в мировой валютной системе**

| Парижская валютная система (с 1867 г.) | Генуэзская валютная система (с 1922 г.) | Бреттон-Вудская валютная система (с 1944 г.) | Ямайская валютная система (1976—1978 гг.) |
|---|---|---|---|
| Использование золота как наднациональных мировых денег | Золотые паритеты<br>Золото как интернациональная мера стоимости, международное платежное и резервное средство | | Официальная демонетизация золота |
| | Конвертируемость национальных валют в золото до мирового экономического кризиса 1929—1933 гг. | Конвертируемость доллара в золото по официальной цене металла до августа 1971 г. | |

Демонетизация золота обусловлена объективными причинами: золотые деньги перестали соответствовать потребностям товарного производства в связи с преодолением экономической обособленности товаропроизводителей и тенденцией к интернационализации хозяйственных связей. Национальные кредитные деньги постепенно вытеснили золотые вначале из внутреннего денежного обращения, а затем с определенным временным лагом из международных экономических отношений.

*Третья особенность* Ямайской валютной системы связана с отказом от Бреттон-Вудского режима фиксированных валютных курсов и предоставлением странам — членам МВФ права выбора любого режима валютного курса.

*Четвертая особенность* Ямайской валютной системы состоит в сохранении МВФ как основного института межгосударственного валютного регулирования. Членам МВФ поставлена задача повысить роль Фонда в обеспечении валютно-экономической стабильности в мире и разработать (совместно с Всемирным банком) систему раннего предупреждения о наступлении кризисных потрясений в экономике.

Странам предоставлялось право выбора любого режима валютного курса. Фактически валютные отношения между странами стали основываться на плавающих курсах их национальных денежных единиц.

Колебания курсов обусловливались двумя основными факторами:

а) реальными стоимостными соотношениями, покупательной способностью валют на внутренних рынках стран;

б) соотношением спроса и предложения национальных валют на международных рынках.

При этом поддерживается валютный курс лишь в отношении некоторых валют в рамках определенного диапазона, в отношении же остальных валют он свободно меняется. Другими словами, паритет национальных валют поддерживается в основном к СДР. На практике объявленные странами валютные режимы весьма различны. В 1988 г. 58 стран приняли решение об установлении курса своих валют по отношению к валюте одного из их основных партнеров: американскому доллару (39 стран), французскому франку (14 стран зоны франка) или к другим валютам (5 стран). Некоторые страны привязали свою валюту к СДР (17 стран) или к другой корзине валют (29 стран), кроме того, 4 страны

высказались за режим ограниченной гибкости по отношению к единственной валюте. В свою очередь, 17 стран ЕС учредили для себя механизмы валютного сотрудничества, стабилизируя свои валютные курсы. 19 стран высказались за режим независимого плавания, в том числе США, Канада, Великобритания, Япония.

Когда устанавливалась система плавающих курсов, ожидалось, что по завершении начального периода лихорадочного регулирования будет достигнуто состояние равновесия курсов, и после этого их изменения будут происходить без крупных смещений. Эти ожидания не оправдались.

## 4.2. Европейская финансовая интеграция и роль евро в мировой валютной системе

В 1979 г. в рамках Ямайской валютной системы была создана *Европейская валютная система* (ЕВС). Главной предпосылкой ее создания явилось создание Европейской интеграционной группировки. Главная задача ЕС — согласие и выработка общей политики. В экономической сфере решение этой задачи предполагало создание таможенного союза, общего рынка, в частности введение общего единого таможенного тарифа, проведение единой сельскохозяйственной политики; позже — отмену таможенных барьеров и ограничений на перемещение людей, капиталов между странами, установление общих правил конкурентной борьбы, осуществление общей транспортной политики, согласование налоговой, региональной, социальной политики. Постепенно возникло противоречие в результате проведенных мероприятий между внешнеторговой и валютной составляющими интеграционного процесса. Оно особенно обострилось после 1973 г. в связи с фактическим переходом от фиксированных валютных курсов к плавающим. Для смягчения возникших противоречий, обеспечения устойчивости международных расчетов, поддержания стабильности валютных курсов стран ЕС в 1979 г. была введена Европейская валютная система .

Процесс международной валютно-финансовой интеграции в Европе происходил в несколько этапов.

1. Формирование региональной расчетно-платежной системы.

2. Создание общего, а затем единого рынка ценных бумаг.

3. Создание общего, а затем единого рынка ссудных капиталов с объединением банковских систем.

4. Создание общего, а затем единого валютного рынка с введением союзной денежной единицы и формированием общего эмиссионного центра (табл. 4.3).

*Таблица 4.3*

**Основные этапы валютно-финансового объединения Европы**

| | |
|---|---|
| Сентябрь 1950 г. | Создан Европейский платежный союз (ЕПС) |
| Конец 1958 г. | Роспуск ЕПС |
| Октябрь 1970 г. | План Вернера — о валютной и финансовой интеграции |
| Март 1972 г. | «Змея внутри туннеля»: об ограничении флуктуации валютных курсов |
| Март 1979 г. | Соглашение о Европейской валютной системе (ЕВС). Введение ЭКЮ |
| Июнь 1988 г. | Решение о полной либерализации рынков капитала |
| Февраль 1992 г. | Маастрихтский договор о Европейском валютном и экономическом союзе (ЭВС) |
| 1999—2001 гг. | Создан Европейский валютно-экономический союз («зона евро») |
| 1 января 2002 г. | Введение единой валюты евро в рамках ЭВС |

ЕВС предусматривала введение узкого коридора, в пределах которого допускались колебания курсов национальных валют, и последующее постепенное объединение денежных систем всех стран-участниц. Курсы валют всех стран ЕВС были установлены относительно ЭКЮ, который котировался на основе корзины национальных валют стран ЕВС, причем доля каждой страны в этой корзине определялась ее долей в совокупном валовом продукте и внешней торговле. Валюты всех стран могли колебаться в пределах ±2,25%, а для Италии и Испании — ±6%. Позже были разрешены колебания в пределах 15%. ЭКЮ стал выступать как международное платежное и резервное средство наряду с европейскими национальными валютами, но существовал в течение длительного времени в безналичной форме путем записи на банковских счетах.

ЕВС — это международная (региональная) валютная система, представляющая совокупность экономических

отношений, связанных с функционированием национальных валют в рамках экономической интеграции. Она является важнейшей составной частью мировой валютной системы, которая включает структурные элементы, приведенные в табл. 4.4. Следует отметить, что некоторые структурные элементы ЕВС были интегрированы впоследствии в Европейский валютно-экономический союз.

*Таблица 4.4*

**Структурные элементы Европейской валютной системы и Европейского валютно-экономического союза (сравнительный анализ)**

| Элементы валютной системы | Тип валютной системы | |
|---|---|---|
| | Европейская валютная система | Европейский валютно-экономический союз |
| Валюта | ЭКЮ | Евро |
| Условия взаимной конвертируемости | Свободная конвертируемость национальных валют стран ЕС | Единая валюта для стран союза |
| Унифицированный режим валютных паритетов | Валютный паритет ЭКЮ приравнен к валютному курсу по отношению к SDR | Перевод авуаров из ЭКЮ в евро в соотношении 1 : 1 |
| Регламентация режима валютных курсов | Валютный курс исчислялся на основе корзины из 12 валют. Пределы колебания валютного курса отдельных валют ±15% от паритета ЭКЮ | Валютный курс евро определяется на основе свободного плавания биржевого курса |
| Национальное регулирование международной валютной ликвидности | Национальные золотовалютные резервы, 25-процентное обеспечение ЭКЮ за счет золота | Единые валютные резервы в Европейском центральном банке, национальные резервные позиции в МВФ |
| Унификация основных форм международного кредитования | Решения Женевской конвенции от 1930—1931 гг. по вексельному закону, решения ГАТТ (ВТО) | |

*Окончание табл. 4.4*

| Элементы валютной системы | Тип валютной системы | |
|---|---|---|
| | Европейская валютная система | Европейский валютно-экономический союз |
| Валюта | ЭКЮ | Евро |
| Унификация основных форм международных расчетов | Унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов, унифицированные правила по инкассо, единый вексельный закон, чековый закон в редакции Международной торговой палаты (Париж) | |
| Режим валютного рынка и рынка золота | Функционирует децентрализованный межбанковский и биржевой валютный рынок и рынок золота | |
| Органы национального валютного регулирования и контроля | Руководство валютной политикой: парламент и правительство ЕС.<br>Законодательное регулирование: парламент ЕС.<br>Нормативное регулирование и контроль: правительство ЕС, Центральный валютный институт | |

Основным элементом европейской валютной системы стала европейская валютная единица ЭКЮ (European Currency Unit, ECU). Как официальная валюта ЭКЮ появилось 18 декабря 1978 г., а 13 марта 1979 г. вступило в силу как составной элемент Европейской валютной системы. ЭКЮ – важный элемент ЕВС. Его основные функции реализовывались: в бюджете ЕС; таможенных пошлинах; аграрной политике; статистике; финансах; сфере деятельности Европейского фонда развития и Европейского инвестиционного банка.

В целом ЭКЮ выполняло три важные функции:

- определяло центральный валютный курс, т.е. для каждой валюты, участвовавшей в соглашении об обмене, устанавливался центральный курс в ЭКЮ, и в результате фиксировались двусторонние валютные курсы;
- выступало единицей расчета по займам и кредитам;
- было инструментом расчетов и платежей внутри региональной валютной системы.

Курс ЭКЮ определялся по методу корзины валют, включавшей валюты 12 стран — членов ЕВС. Доля каждой валюты в этой корзине зависела от удельного веса страны в сово-

купном валовом продукте ЕЭС, их взаимном товарообороте и от участия в краткосрочных кредитах поддержки в рамках ЕВС. Поэтому наибольшую долю в ЭКЮ имела немецкая марка — примерно 33%; на долю французского франка приходилось приблизительно 20%; фунта стерлингов — 11,54 итальянской лиры — 8; датской кроны — около 3%; и т.д.

В 1970-е гг. 1 ЭКЮ было равно примерно 1 доллару США, к моменту упразднения ЕВС курс ЭКЮ к доллару составлял 1,3. В отличие от СДР эмиссия официальных ЭКЮ частично была обналичена золотом (на 25%) и долларами. Объем эмиссии ЭКЮ превышал выпуск СДР. Так же как и СДР, ЭКЮ было представлено в безналичной форме — как запись на счетах центральных и коммерческих банков при безналичных перечислениях. ЭКЮ использовалось не только для государственных расчетов, частные (коммерческие) ЭКЮ служили для номинации еврооблигационных займов, банковских депозитов и т.д. Более 500 крупных международных организаций применяли ЭКЮ при предоставлении кредитов.

Все национальные валюты стран — членов ЕВС были жестко привязаны к ЭКЮ через валютный паритет *(exchange parity)* при установлении допустимых пределов колебания курса валют по отношению к оговоренному паритету или ведущему курсу. Были установлены пределы колебания курсов (±2,25% — узкий предел, ±6% — широкий предел) — так называемый Европейский механизм обменных курсов (ЕМОК). В 1993 г. в результате кризиса в ЕМОК был установлен единый предел — 15%. Например, паритет между немецкой маркой и французским франком составлял 100 франков = 29,82 марки. Пределы колебания валютного курса на бирже составляли 29,15—30,5 марки. Для некоторых относительно слабых валют (итальянская лира, португальский эскудо) были установлены пределы в ±6%.

На валютных рынках обменные курсы должны поддерживаться в установленных пределах при помощи валютных интервенций со стороны центральных и национальных банков (Central and National Bank's intervention). Если какая-то валюта постоянно находилась на свободном валютном рынке на интервенционной отметке, можно предполагать, что ее паритетная оценка завышена. В таких случаях Европейская валютная система предусматривала изменение паритетов, решение о котором (как правило, для того чтобы

отпугнуть спекулянтов) принималось за закрытыми дверями и без предварительного объявления.

Подведем итоги функционирования ЕВС. В целом ЕВС показала себя с положительной стороны. В течение 15 лет обменные курсы оставались в значительной степени постоянными, девальваций или ревальваций не было, впрочем, они потребовали бы в каждом конкретном случае единогласия всех стран — партнеров ЕВС. Однако с осени 1992 г. ЕВС стала давать сбой. В течение года с сентября 1992 г. из ЕВС вышел английский фунт, а испанская песета и португальский эскудо были девальвированы. Одна из главных причин этих сбоев в деятельности ЕВС — неспособность центральных банков указанных стран справляться с всевозрастающими атаками биржевых спекулянтов, игравших на понижение в расчете на девальвацию валют. В результате летом 1993 г. 5 из 8 входивших в систему ЕВС денежных единиц — французский и бельгийский франк, датская крона, песета и эскудо — упали до установленного для них нижнего предела. Девальвация валюты означает для страны не только удорожание импорта, но также потерю международного престижа и опасность того, что граждане потеряют доверие к собственной валюте. 2 августа 1993 г. после нового обострения ситуации пределы колебания для всех валют были расширены до 15% (исключением были Нидерланды).

В 1989 г. страны ЕС достигли договоренности о создании единой европейской валюты. Теоретические основы создания и функционирования региональных валютных зон были заложены в работах Нобелевского лауреата в области экономики Роберта Манделла. В феврале 1992 г. был подписан договор о создании Европейского валютного союза, который вступил в силу с января 1993 г.

На подготовительном этапе перехода к ЕВС все страны ЕС должны были присоединиться к единому механизму валютного обмена и держать курсы своих валют в пределах коридора. Одновременно должно было произойти сближение политики всех стран в отношении инфляции, процентных ставок, состояния платежных балансов, налоговой политики. Эти положения были зафиксированы в 1991 г. в Маастрихтском договоре (Maastricht treaty).

На первом этапе, который начался в 1998 г., были определены те страны, которые смогут отвечать определенным критериям, служащим пропуском в валютный союз (табл. 4.5).

*Таблица 4.5*

**Маастрихтские критерии вхождения стран в зону евро**

| Критерии | Требования |
|---|---|
| Стабильность цен | Уровень инфляции не должен превышать средний уровень инфляции трех государств с минимальным уровнем инфляции более чем на 1,5% |
| Дефицит национального бюджета | Дефицит бюджета не должен превышать 3% ВВП страны |
| Уровень задолженности | Государственный долг не должен превышать 60% ВВП |
| Средний размер долгосрочной процентной ставки | Процентные ставки по долгосрочным государственным облигациям не должны более чем на 2% превышать средний уровень процентных ставок в трех странах с минимальной инфляцией |
| Валютный курс | Национальная валюта не должна подвергаться девальвации в течение последних двух лет, при этом колебания обменного курса не должны превышать предусмотренного европейской валютной системой уровня 2,25% |

На втором этапе (1999—2001 гг.) Центральный европейский банк использовал единую валюту в операциях по валютному обмену. Коммерческие банки и финансовые организации также использовали ее на валютных рынках.

В 2002—2003 гг. произошла замена национальных монет и купюр новыми европейскими денежными единицами. В начале 2002 г. новая единая валюта поступила в наличное обращение. Единая валюта эмитируется в девяти монетах — от 0,01 до 2 евро и в пяти купюрах — от 5 да 500 евро. На первых порах (в течение 6 месяцев) новая валюта была в ходу одновременно с национальными валютами. В конце этого периода национальные деньги, согласно плану, «утратили статус платежного средства».

Единая европейская валюта, полагают экономисты, имеет все шансы стать одной из самых мощных в мире. За последние годы евро получило признание во многих странах мира (табл. 4.6).

*Таблица 4.6*

**Страны, использующие евро**

| Категория | Население | Страны и территории |
|---|---|---|
| Официальные члены ЭВС | 329 млн человек | Австрия, Бельгия, Кипр, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Португалия, Словения, Испания, Словакия |
| Другие европейские страны и территории, использующие евро | 3 млн человек | Акротири и Декелия, Андорра, Косово, Черногория, Монако, Сан-Марино, Ватикан |
| Территории, использующие евро | 207 тыс. человек | Остров Клиппертон, Южные французские и антарктические земли, Майотта, Сен-Пьер и Микелон |
| Страны ЕС с национальными валютами, привязанными к евро | 26 млн человек | Болгария, Дания, Эстония, Латвия, Литва |
| Другие европейские государства с валютами, привязанными к евро | 4 млн человек | Босния и Герцеговина |
| Другие государства и территории с привязанными к евро валютами | 35 млн человек | Кабо-Верде, Коморские острова, Марокко |

Евро стало важным фактором стабильности ЕС, облегчив борьбу с инфляцией, повысив конкурентоспособность товаров и услуг государств ЕС в сражении за мировые рынки с США и Японией. Появление евро повлекло рост объема всех сделок, связанных с ценными бумагами. Введение единой валюты повысило интерес инвесторов всего мира к ЕС. Введение евро привело к тому, что рынок этой валюты сразу же превратился в важнейший в мире валютный рынок (табл. 4.7). Новая денежная единица позволяет ликвидировать значительные расходы, связанные с переводом одной валюты в другую, которые, по некоторым оценкам, составляют от 40 до 50 млрд долл. в год.

*Таблица 4.7*

**Основные показатели, характеризующие роль евро как мировой валюты (на конец 2006 г.)**

| Основные показатели | Доля, % |
|---|---|
| Доля евро на международном рынке долговых ценных бумаг | 31,4 |
| Доля евро на международном рынке займов и депозитов: | |
| – международные займы, предоставленные банками стран зоны евро небанковским учреждениям вне зоны евро; | 36,3 |
| – международные займы, предоставленные банками из стран вне зоны евро небанковским заемщикам в зоне евро; | 54,2 |
| – международные депозиты небанковских учреждений из стран вне зоны евро в банках зоны евро; | 46,7 |
| – международные депозиты небанковских учреждений зоны евро в банках стран вне зоны евро | 49,9 |
| Доля евро на международном валютном рынке: | |
| – общий оборот на валютном рынке; | 37,2 (2004 г.) |
| – ежедневная сумма взаимных расчетов в евро | В среднем 39,3 |
| Доля евро в расчетах по торговле товарами и услугами: | |
| – расчеты по экспорту товаров из стран зоны евро в страны вне зоны евро; | От 39 до 62 |
| – оплата товаров, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро; | От 34 до 56 |
| – расчеты по экспорту услуг из стран зоны евро в страны вне зоны евро; | От 16 до 67 |
| – оплата услуг, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро | От 23 до 71 |

Создание и функционирование ЭВС является ключевым направлением современной интеграционной стратегии Европейского союза. Оно логически продолжает программу Единого внутреннего рынка (ЕВР) и предусматривает формирование на территории ЕС однородного экономического и финансового пространства, сходного с национальным. Участники ЭВС добровольно делегируют единым органам ЕС ряд суверенных прав, в частности в валютной, эмиссионной, учетной, бюджетной и налоговой политике. Особое место в деятельности Европейского валютно-экономического союза занимает консолидация усилий в преодолении глобального финансового кризиса. Особенно уязвимыми

для кризиса оказались страны ЕС, в которых образовался «пузырь» на рынке недвижимости. К ним можно отнести Грецию, Испанию, Ирландию, Италию. По мнению экспертов, Европу ждет целый ряд банковских банкротств и рост безработицы. Лидеры ЕС одобрили увеличение антикризисного фонда для стран, входящих в зону евро, в два раза — до 400 млрд евро. Особо острая дискуссия в условиях глобального кризиса разгорелась по вопросам гармонизации налогообложения.

## 4.3. Валютные кризисы и основные направления реформирования мировой валютной системы

Динамика валютных отношений последнего двадцатилетия показывает, что в мире в среднем через каждые 14 месяцев происходят валютные кризисы. В результате валютных кризисов 1996—1998 гг. произошло падение ВВП в России, Южной Корее, Малайзии, Таиланде на 4—7% за 1998 г., в Индонезии — на 15%. Отрицательные или близкие к нулю темпы роста отмечались в большинстве стран, охваченных кризисом, а именно: в Казахстане и Украине, в Бразилии и на Филиппинах, в Болгарии и Румынии, в Гонконге и Сингапуре. Уровень инфляции и безработицы в странах, пораженных кризисом, возросли, инвестиционный климат ухудшился, реальные доходы населения уменьшились.

В современной отечественной и зарубежной научной литературе отсутствуют единый подход и трактовка сущности и форм валютного кризиса. Основатель теории валютной нестабильности нобелевский лауреат 2010 г. П. Кругман в книге «Валютные кризисы» выдвинул тезис о невозможности четко определить понятие валютного кризиса. Вместе с тем в отечественной науке валютный кризис определяют как обострение противоречий в валютной сфере, которое проявляется в резких колебаниях обменных валютных курсов, быстрых и значительных по масштабам перемещениях валютных резервов, в девальвации и ревальвации валют, ухудшении международной валютной ликвидности. Попробуем систематизировать результаты многих исследований и последних мировых валютных потрясений и вывести интегрированное определение валютного кризиса. Во-первых, валютный кризис — это резкое обострение противоречий в валютной сфере, которое сопровождается дисбалансом

между спросом и предложением на национальном валютном рынке, что вызывает резкое обесценение национальной валюты как минимум на 25—30% (или 10%-ный рост уровня обесценения) в течение довольно короткого отрезка времени (несколько валютных сессий). Во-вторых, падение курса, как правило, сопровождается сокращением золотовалютных резервов государства вследствие проведения валютных интервенций, которые не приносят ощутимого результата и истощают золотовалютные резервы. В-третьих, обесценение национальной валюты может сопровождаться падением цен на внутренние финансовые активы, увеличением краткосрочных процентных ставок, снижением доверия к банкам, истощением золотовалютных резервов и т.д.

При этом важно учесть, что небольшая официальная девальвация не считается валютным кризисом, если она проводится для нивелирования «расхождений» между валютным курсом и другими фундаментальными экономическими показателями и тем самым предвосхищает возможные спекулятивные атаки на валюту. В широком смысле под резким обострением противоречий в валютной сфере понимается «нарушение структурных принципов действующей мировой валютной системы в изменившихся условиях производства, мировой торговли и соотношения сил в мире. В данном понимании валютные кризисы трактуются, на наш взгляд, «расширительно» и символизируют качественные изменения и этапы развития мировой валютной системы.

Действительно, валютные кризисы сопровождали замену Парижской валютной системы золотомонетного стандарта (1913—1922 гг.), Генуэзской валютной системы (1929—1936 гг.), Бреттон-Вудской валютной системы (1944—1972 гг.). Однако валютные кризисы конца XX и начала XXI вв. носили также весьма разрушительный характер, но не вызвали качественных изменений самой мировой системы валютных отношений. Вторым важным обстоятельством является тот факт, что «расширительные понятия» валютного кризиса никак не объясняют сущность и механизм национальных и региональных валютных потрясений.

В условиях фундаментальных изменений в глобализирующейся мировой экономике и современного мирового финансово-экономического кризиса структурные принципы Ямайской валютной системы пришли в противоречие с новыми требованиями к ней. Эти факторы определяют поиск направлений мировой валютной реформы.

Наиболее вероятным вариантом выбора базового стандарта новой мировой валютной системы является многовалютный стандарт. Предпосылками многовалютного стандарта стали формирование в 1960—1970-х гг. трех мировых финансово-экономических центров — США, Западная Европа, Япония; изменение соотношения сил между ними; появление новых региональных центров и их валют.

Вероятно, что доллар и евро в новой валютной системе сохранят свои позиции как ведущие мировые валюты, однако степень их использования в качестве мировых денег зависит от экономического и валютного потенциала США и Европейского экономического и валютного союза и соотношения сил этих мировых финансовых центров с учетом последствий современного мирового финансово-экономического кризиса. При оценке перспектив доллара как ведущей мировой валюты ряд стран выражают недовольство доминированием американской валюты на финансовых рынках, в международных расчетах, валютных резервах и инвестициях. Подвергается критике негативная роль США и их валюты в формировании разрыва между объемом спекулятивного капитала в мире (400 трлн долл., из них 140 трлн приходятся на США) и мировым ВВП (40 трлн долл.)[1]. В условиях современного кризиса повысился риск использования доллара как международного платежного и резервного средства в связи с его нестабильностью. Рост эмиссии денег и выпуска казначейских ценных бумаг в США для финансирования беспрецедентной антикризисной программы увеличивает долларовую лавину в международном обороте. 2/3 эмитированных Федеральной резервной системой 100-долларовых купюр обращается за рубежом. Для уменьшения риска потерь страны, накопившие долларовые резервы и американские ценные бумаги, снижают долю доллара в своих валютных резервах. Доля доллара в мировых валютных резервах снизилась с 70,9% в 1999 г. до 62,8% в 2009 г., а доля евро повысилась соответственно с 18 до 27,5%.

ВВП еврозоны приблизился к объему ВВП США, на долю евро приходится более 13% мировой торговли товарами и услугами. Однако существует опасность потерять

---

[1] См.: *Большаков Б. Е.* Новая парадигма развития // Тематический сборник. Обсуждение статьи Н. Назарбаева «Ключи от кризиса». II Астанинский экономический форум. 2-е изд., испр. и доп. Казахстан, Астана, 11—12 марта 2009 г.

контроль над евро при его использовании в качестве мировой резервной валюты. Эта опасность усилилась в условиях мирового финансово-экономического кризиса, который обнажил слабые звенья в зоне евро (Греция, Испания, Португалия, Ирландия).

Новый вариант мировой валютной системы тяготеет к регионализации валютных отношений. Мировой финансово-экономический кризис стимулирует развитие региональных объединений и валют. В настоящее время в торгово-экономическом объединении (США — Канада — Мексика) планируется заменить американский доллар на амеро — «универсальный доллар суверенных государств», рассчитанный на его использование и странами неамериканского континента. Этот проект направлен на укрепление международных позиций доллара. Одним из краеугольных принципов новой валютной системы может стать создание валютных зон. В связи с этим необходимо стимулировать региональную экономическую интеграцию, в результате которой могут сформироваться валютные зоны с региональными резервными валютами. В перспективе такими зонами могут стать: рублевая зона (Россия, ЕврАзЭС и отдельные страны СНГ); зона юаня или йены (Китай, Япония, страны АСЕАН и другие страны Азиатско-Тихоокеанского региона); валютная зона Латинской Америки на базе стран — участниц МЕРКОСУР (Бразилия, Аргентина, Парагвай, Уругвай, Венесуэла) и стран Андской группы (Боливия, Колумбия, Перу, Венесуэла, Эквадор); зона «золотого динара» — арабские страны Ближнего и Среднего Востока и другие мусульманские государства.

Появление региональных резервных и расчетных валют наряду с долларом США и евро сможет значительно повысить устойчивость мировой финансовой системы. Существуют также более радикальные и спорные предложения в отношении реформирования валютной составляющей мировой финансовой системы: об установлении фиксированных валютных курсов и о возможном возврате к золотому или золотовалютному (золотодевизному) стандарту, который стал бы реальным обеспечением устойчивости национальных валют большинства стран мира. Более подробно проблема реформирования мировой валютной системы изложена в главе 4.

Глобальный экономический кризис обнажил много проблем, связанных с функционированием глобальной

экономики. Одной из центральных является проблема соотношения роли государства и рынка, механизмов и масштабов рыночного и государственного регулирования. Кризис наглядно показал, что ставка на рыночное саморегулирование сама по себе не обеспечивает устойчивого и сбалансированного развития экономики. Между тем опыт свидетельствует, что чрезмерное вмешательство государства в экономическую жизнь снижает стимулы для развития, создает преграды для динамичного роста бизнеса. Кризис высветил необходимость поиска баланса между этими силами. На саммите «двадцатки» намечены определенные шаги в этом направлении: усиление координации на глобальном уровне, более жесткие требования к банкам, отказ от рискованных финансовых инструментов, подрывающих надежность международной финансовой системы и пр.[1]

Слабость действующих регуляторов мировой экономики состоит в том, что секторы глобальных финансовых рынков оказались вне зоны регулирования, анализа и статистики. Создание нового глобального регулятора, наделенного полномочиями контролировать глобальную экономику, должно предполагать включение представителей всех основных стран. Международные организации, не включающие развивающихся гигантов, не смогут действенно регулировать экономические процессы. В период кризиса проявились серьезные изъяны в мировой банковской системе, в том числе в деятельности международных финансовых организаций. В настоящее время в системах управления МВФ и ВБ имеется ряд проблем легитимности и репрезентативности. В этих институтах недостаточно широко представлены развивающиеся страны; позиции стран с быстрорастущими экономиками и золотовалютными резервами не отражают их сегодняшнее политическое и экономическое влияние; развитые страны по-прежнему имеют слишком большую долю голосов. Система управления ВБ и МВФ требует глубокого реформирования. Основной функцией МВФ должно быть предупреждение и недопущение глобальных и страновых финансовых кризисов, а не запоздалая помощь в их ликвидации и, тем более, не навязывание странам-реципиентам

[1] См.: О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса (Доклад Стиглица) // Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. М. : Международные отношения, 2012.

помощи либеральной экономической модели вне зависимости от степени их готовности к ее принятию.

Базельскому комитету по банковскому регулированию предлагается внести существенные коррективы в основополагающие принципы и соглашения в плане ужесточения нормативно-правовой базы регулирования и надзора за деятельностью банковских институтов во всех странах мира, исходя из уроков нынешнего финансового кризиса. Необходимо разработать глобальные стандарты для деятельности финансовых институтов во всех странах мира, совершенствовать систему регулирования и контроля в системообразующих секторах финансового рынка. Особенно это касается деятельности хедж-фондов, внебиржевой торговли деривативами, рейтинговых агентств и др. Банкротство известных коммерческих и инвестиционных банков в период финансового кризиса поставило под сомнение эффективность и объективность деятельности многих мировых рейтинговых агентств, призванных официально подтверждать финансовую состоятельность и надежность как финансовых институтов, так и суверенных государств. Очевидно, эти организации также требуют реформирования, в том числе увеличения юридической и уголовной ответственности за результаты их деятельности. Рейтинговые агентства должны уменьшать, а не увеличивать финансовые риски. Координация денежно-кредитной политики между центральными банками ведущих стран мира по выработке единых подходов к установлению уровня ставки рефинансирования, кредитной, курсовой и антиинфляционной политике должна стать более тесной.

Назрела необходимость создания системы, регулирующей движение капитала в глобальной экономике, в том числе деятельность офшорных центров, принципы трансграничных слияний и поглощений и др.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные понятия

***Валютно-финансовая интеграция*** — процесс сближения и сращивания валютно-финансовых систем нескольких национальных хозяйств в единую систему, которая позволяет ввести единую валюту и проводить согласованную финансовую политику.

**Европейская валютная система** (ЕВС) — государственно-правовая форма организации валютных отношений стран Общего рынка с целью

стабилизации валютных и стимулирования интеграционных процессов. ЕВС являлась подсистемой Ямайской мировой валютной системы.

## Контрольные вопросы и задания

1. Обозначьте основные этапы развития мировых валютных отношений.

2. Как менялась роль золота в международных валютных отношениях?

3. Охарактеризуйте Ямайскую валютную систему.

4. Охарактеризуйте основные направления реформирования мировой валютной системы в свете глобального финансового кризиса (2008–2010 гг.).

5. Какова роль Маастрихтского соглашения в интеграционном процессе Европейского союза?

6. Дайте определение валютного кризиса и охарактеризуйте основные направления реформирования мировой валютной системы.

## Тесты

1. Выделите основные характеристики Парижской валютной системы:

а) золотомонетный стандарт;
б) стандарт СДР;
в) золотодевизный стандарт;
г) свободно колеблющиеся курсы валют;
д) использование золота как мировых денег.

2. Выделите основные характеристики Генуэзской валютной системы:

а) золотомонетный стандарт;
б) стандарт СДР;
в) золотодевизный стандарт;
г) свободно колеблющиеся курсы валют;
д) использование золота как мировых денег;
е) конвертируемость доллара США в золото по официальной цене;
ж)межгосударственное валютное регулирование МВФ.

3. Выделите основные характеристики Бреттон-Вудской валютной системы:

а) золотодевизный стандарт;
б) свободно колеблющиеся курсы валют;
в) использование золота как мировых денег;
г) конвертируемость доллара США в золото по официальной цене;
д) свободный выбор режима валютного курса;
е) фиксированные паритеты и курсы (±0,75%, ±1%);
ж)межгосударственное валютное регулирование МВФ.

4. Выделите основные характеристики Ямайской валютной системы:

а) конвертируемость валют в золото;

б) золотодевизный стандарт;

в) свободно колеблющиеся курсы валют;

г) использование золота как мировых денег;

д) конвертируемость доллара США в золото по официальной цене;

е) свободный выбор режима валютного курса;

ж)фиксированные паритеты и курсы (±0,75%, ±1%).

5. Назовите международные валютные системы, использовавшие золото в качестве мировых денег:

а) Парижская;

б) Ямайская;

в) Бреттон-Вудская;

г) Генуэзская.

6. МВФ был создан:

а) для реструктуризации международной валютной системы;

б) регулирования международной валютной системы;

в) оказания помощи в экономическом развитии странам-участницам;

г) осуществления инвестиционных проектов.

7. В состав еврозоны не входят следующие страны:

а) Великобритания;

б) Греция;

в) Дания;

г) Швеция;

д) Финляндия.

8. Выделите пороговые значения для вступления в валютный союз:

а) валютный курс к доллару;

б) долгосрочные процентные ставки;

в) пределы колебания национальных валют;

г) дефицит государственного бюджета;

д) доля государственного долга от ВВП;

е) уровень инфляции;

ж)паритет валют стран-участниц.

9. Создание Европейского валютного союза преследовало цели:

а) иметь стабильность своих валют;

б) переход к единой валюте;

в) противостоять доллару;

г) все перечисленное неверно;

д) все перечисленное верно.

10. Выделите критерии для вступления в ЭВС:
а) валютный курс к доллару;
б) долгосрочные процентные ставки;
в) пределы колебания национальных валют;
г) дефицит государственного бюджета;
д) доля государственного долга от ВВП;
е) уровень инфляции;
ж)паритет валют стран-участниц.

## Темы рефератов

1. Мировая валютная система: современные тенденции развития.
2. ЭВС: проблемы функционирования и развития.
3. Роль евро в мировой валютной системе.
4. Мировая валютная система в условиях глобализации мировой экономики.
5. Современные проблемы реформирования международной валютной системы.
6. Роль глобализации в формировании региональных валютных систем.
7. Европейская валютная система.
8. Европейский валютный союз.
9. Проблемы расширения зоны евро.
10. Валютная политика России и евро.

## Литература

*Krugman, P.* Currency Crises. — The University of Chicago Press, 2000 (prepared for NBER Conference). — Oct. 1997.

*Антонов, В. А.* Европейская валютно-финансовая интеграция // Экономика Европейского союза : учебник / колл. авт. ; под ред. Р. К. Щенина. — М. : КноРус, 2012.

Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон : сб. ст. : пер. с англ. — М. : Дело, 2002.

*Капустин, М. Г.* Евро и его влияние на мировые финансовые рынки. — М. : Издательско-консалтинговая компания «ДеКа», 2001.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. — 3-е изд. — М. : Финансы и статистика, 2008.

## Интернет-ресурсы

Статистические данные Банка России. URL: http//www.cbr.ru/statistics/.

# Глава 5
# РЕГУЛИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНЫХ ОТНОШЕНИЙ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• основные дефиниции и роль валютного регулирования и валютного контроля на современном этапе развития международных экономических отношений;

***уметь***

• анализировать современные тенденции и факторы, влияющие на формирование валютной политики государства;

***владеть***

• методом выявления основных направлений валютного регулирования;

• особенностями валютного регулирования в Российской Федерации.

## 5.1. Валютное регулирование: сущность, факторы и инструменты

**Валютное регулирование** — это комплекс законодательных, административных и экономических мер в сфере валютных отношений, предпринимаемых государством на национальном и международном уровнях для управления движением валютных ценностей внутри страны и в процессе внешнеэкономической деятельности.

Государственное вмешательство в международные валютные отношения присутствовало на всех этапах эволюции мировых валютных систем. Оно выступает составной частью системы регулирования международных валютных отношений, направленного на преодоление негативных возмущений рыночной среды, развитие на основе конкуренции и сотрудничества, изменение соотношения спроса

и предложения, результатом которых является формирование валютного курса. Оптимальная реализация рыночных форм регулирования происходит после того, как государство целенаправленно создаст для этого необходимые условия, а степень превалирования одной формы над другой всегда зависит от конкретной ситуации. При осложнении валютно-экономического положения усиливается государственное валютное регулирование, и наоборот, при улучшении экономического положения происходит либерализация режима валютных отношений.

В зависимости от степени и характера воздействия валютного регулирования на участников валютного рынка вмешательство государства в валютные отношения может быть прямым и косвенным. *Прямое* валютное регулирование реализуется через нормативные положения, решения и указания, исходящие от монетарных властей государства по отношению к непосредственным субъектам валютного рынка. *Косвенное* регулирование осуществляется посредством влияния на поведение финансово-кредитных и некредитных учреждений через инструменты валютно-финансовых рынков. К формам прямого государственного валютного регулирования относят государственные меры воздействия на изменение валютного курса (девальвация и ревальвация валют), использование валютного контроля и валютных ограничений, а также обязательное валютное резервирование, установление лимита на открытую валютную позицию. К формам косвенного валютного регулирования следует отнести дисконтную и девизную политику (валютные интервенции), операции на открытом рынке.

К основным направлениям валютного регулирования относятся:

- регулирование конвертируемости валюты;
- регулирование текущих операций;
- регулирование международного движения капитала;
- валютные ограничения.

1. *Регулирование режима конвертации валюты.* Как известно, еще недавно владение валютой частными лицами в России расценивалось как уголовное преступление. Легальный обмен валюты был невозможен, и процветал «черный» валютный рынок. Для предприятий существовало множество льготных валютных курсов, что создавало благоприятную почву для злоупотреблений и коррупции. Множественность валютных курсов, т.е. дифференцированные курсы валют

по различным операциям, группам товаров и странам, характерна для некоторых развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Некоторые ограничения конвертации валюты сохранялись в развитых странах Западной Европы до середины 1980-х гг. Китай поощряет конвертацию долларов в юани, однако обратная операция сопряжена с определенными трудностями. Ввоз валюты в Китай не ограничен, а вот вывоз требует многоступенчатых разрешений и согласований. Всем, кто желает поменять юани на доллары, чтобы их вывезти, пытаются продать китайские товары на вывоз. Граждане КНР имеют право получать доллары из-за границы, хранить валюту в банках и покупать на них юани. Покупка долларов внутри страны пока запрещена. Ограничения на конвертацию валюты могут служить важной мерой защиты внутреннего рынка страны на этапе его становления. Однако в дальнейшем они могут стать тормозом для расширения международных связей и экономического развития. Поэтому международный опыт свидетельствует, что вначале государства снимают ограничения с нерезидентов, затем с резидентов, ослабляют контроль за проведением текущих операций и в последнюю очередь либерализируют режим вывоза капитала. Только с отменой всех вышеперечисленных ограничений национальная валюта с юридической точки зрения становится свободно конвертируемой.

2. *Регулирование текущих операций с валютой.* В большинстве стран, включая Россию, текущими считаются операции с валютой, длящиеся не более 180 дней (полгода). К текущим валютным операциям относят обслуживание большинства экспортно-импортных операций, поэтому валютное регулирование по данному направлению тесно связано с внешнеторговым регулированием и экспортным контролем.

Основными формами валютного регулирования текущих операций являются:

• ограничение возможностей экспортеров использовать валютную выручку, вменение им в обязанность хранить эту выручку на специальных контролируемых счетах, которые можно при необходимости блокировать;

• обязательная продажа всей или части валютной выручки экспортеров центральному и уполномоченным банкам или на валютной бирже;

• ограничение продажи валюты импортерам (лишь при наличии разрешения органа валютного контроля);

• внесение определенной суммы на депозит в уполномоченном банке для получения разрешения на импорт;

• ограничения на форвардные покупки иностранной валюты импортерами;

• запрещение продажи части товаров за рубеж за национальную валюту;

• запрещение оплаты импорта некоторых товаров иностранной валютой.

Основной тенденцией последних лет становится либерализация валютного регулирования текущих операций и экспортного контроля в развитых зарубежных странах. Многие страны, такие как Франция и Италия, практиковавшие в 1970—1980-е гг. достаточно жесткие системы валютного контроля, значительно их смягчили. Однако практически во всех развитых странах сохранилась система экспортного контроля по существующим в разных формах специальным экспортным спискам товаров. В большинстве западных стран в экспортный список попадают товары, контроль над экспортом которых был ранее регламентирован Координационным комитетом многостороннего экспортного контроля (КОКОМ). В настоящее время в эту систему контроля включены практически все страны, являющиеся экспортерами высокотехнологичных товаров. В некоторых странах экспортный список достаточно широк, например, в Японии он включает товары массового спроса (рис, цветные металлы, текстильные изделия, товары точного машиностроения и др.). Контроль над экспортом осуществляется в основном через лицензирование и квотирование экспортной деятельности. При этом срок действия лицензии может быть достаточно коротким. Например, в Японии он равен трем месяцам. В основе французского законодательства, регулирующего экспорт вооружений и продукции двойного назначения, лежит запретительный принцип, в соответствии с которым разрешение на экспорт каждый раз оформляется как исключение.

3. *Регулирование движения капитала.* К операциям, связанным с движением капитала, относят прямые и портфельные инвестиции, кредиты и ссуды, а также другие валютные операции со сроком более 180 дней.

Основными формами валютного регулирования движения капитала являются:

• лимитирование вывоза национальной и иностранной валюты, золота и ценных бумаг;

• разрешительная процедура вывоза капитала, т.е. каждая операция по вывозу капитала должна быть разрешена органами валютного контроля;

• запрет на инвестиции нерезидентов и продажи им национальных ценных бумаг (практиковался в ФРГ и Японии);

• обязательная конверсия займов в иностранной валюте в национальном центральном банке (практиковалась в Швейцарии);

• ограничения на ввоз валюты в страну и ее вывоз частными лицами;

• ограничения на форвардные продажи национальной валюты.

4. *Валютные ограничения движения капитала* тесно связаны с кредитным регулированием. В сфере контроля за движением капитала в последние годы происходит отход от жестких разрешительно-запретительных мер к уведомительным процедурам и тщательной фиксации информации обо всех видах движения валюты.

Одной из форм валютных ограничений является режим валютного управления (currency board). Сущностью данного режима является установленная договоренность проводить эмиссию национальной валюты, обеспеченную иностранной. Гонконг является характерным примером такого механизма. Гонконгские монетарные власти удерживают долларовые резервы для покрытия банковских резервов в гонконгских долларах и наличной валюты в обращении. Это налагает определенную фискальную дисциплину, но гонконгский регулятор не может действовать в качестве кредитора последней инстанции, в отличие от центрального банка.

На выбор конкретных форм валютного регулирования, например западноевропейских стран, оказала влияние их валютная политика в процессе восстановления конвертируемости валют после Второй мировой войны. Переход к частичной обратимости валют приводил к постепенному отказу от некоторых валютных ограничений. В результате сужения круга валютных ограничений и мер валютного контроля произошли сокращение прямого вмешательства государства и возрастание значения косвенного регулирования рыночного характера.

Для стран с переходной экономикой и развивающимися рынками процесс становления валютного регулирования предполагает сочетание форм прямого и косвенного регу-

лирования валютного рынка. Чем глубже интегрируется национальное хозяйство в мировое, тем больше стремление государства к созданию условий и мер, способствующих снижению неблагоприятных последствий влияния внешнего фактора для своей экономики.

Валютное регулирование — самостоятельный метод государственного регулирования экономики наряду с денежно-кредитным, налогово-бюджетным и внешнеторговым регулированием. Валютное регулирование, с одной стороны, находится в зависимости от денежно-кредитного регулирования, так как валюта — это деньги, используемые в международных экономических отношениях. С другой стороны, валютное регулирование оказывает прямое воздействие на внешнюю торговлю, а внешнеторговое регулирование в свою очередь влияет на валютные отношения.

Алгоритм валютного регулирования можно представить в виде последовательности этапов.

1. Определение целей валютного регулирования.
2. Разработка валютной политики.
3. Реализация валютного регулирования.
4. Осуществление контроля за реализацией валютного регулирования.
5. Корректировка процесса валютного регулирования.

Регулирование валютных отношений включает несколько уровней:

1) уровень частных предприятий, в первую очередь национальные и международные банки и корпорации, которые располагают огромными валютными ресурсами и активно участвуют в валютных операциях;

2) государственный уровень (министерство финансов, центральный банк, органы валютного контроля);

3) межгосударственный уровень.

Валютное регулирование — составная часть механизма реализации валютной политики, проводимой для достижения устойчивого экономического роста и укрепления позиций страны в международных экономических отношениях. В этой связи *валютная политика* выступает как совокупность мер, осуществляемых в сфере международных валютных, кредитных и других экономических отношений.

В содержание валютной политики входят меры, обеспечивающие:

• относительную эквивалентность обменного курса национальной валюты;

• формирование золотовалютных резервов страны;

• необходимый уровень капиталовложений в национальную экономику;

• эффективное управление государственным внешним долгом;

• функционирование системы международных расчетов и международного движения капитала;

• экономическую безопасность страны, включая решение проблем экономического роста, безработицы и инфляции, поддержание равновесия платежного баланса.

Формирование основных направлений валютной политики в первую очередь должно быть подчинено общегосударственным интересам и в то же время — не противоречить принципам международной валютной системы, в рамках которой развиваются все виды валютных отношений между субъектами мировой экономики. Юридически валютная политика оформляется на основе национального валютного законодательства и с учетом международных норм, двусторонних и многосторонних соглашений.

В зависимости от целей и форм валютную политику подразделяют на структурную и текущую. *Структурная* валютная политика предполагает разработку долгосрочных мероприятий, связанных с проведением валютных реформ, а *текущая* валютная политика включает краткосрочные меры оперативного характера, связанные с регулированием валютного курса, валютных операций, валютного рынка.

Валютное регулирование реализуется посредством инструментов валютного регулирования. Инструменты валютного регулирования — это те рычаги, посредством которых государство регулирует валютные отношения. Закономерность взаимосвязи количества целей макроэкономической политики и имеющихся инструментов их достижения установил на основе принципов линейного программирования в начале 1950-х гг. голландский экономист Я. Тинберген. Согласно правилу Тинбергена, для достижения определенного количества экономических целей необходимо использовать такое же или большее количество инструментов макроэкономического регулирования. Таким образом, при решении задач валютного регулирования количество используемых инструментов должно быть больше либо равно числу решаемых задач. Рассмотрим классификацию инструментов валютного регулирования (рис. 5.1).

*Рис. 5.1.* **Классификация инструментов государственного валютного регулирования**

Инструменты валютного регулирования можно разделить на две большие группы: административные инструменты и рыночные инструменты.

Валютное законодательство представляет собой комплекс законов и подзаконных актов, регламентирующих области компетенции центрального банка и правительства в сфере валютных отношений, устанавливающих порядок совершения операций с валютой и определяющих правила валютного регулирования и валютного контроля со стороны государственных органов.

К основным валютным ограничениям относятся: выравнивание платежного баланса; поддержание валютного курса; концентрация валютных ценностей в руках государства для решения текущих и стратегических задач.

Способы реализации валютных ограничений: регулирование международных платежей и переводов капиталов, движения золота, денежных знаков и ценных бумаг; запрет сво-

бодной купли-продажи иностранной валюты; концентрация в руках государства иностранной валюты и других валютных ценностей.

Основные принципы валютных ограничений: централизация валютных операций в центральном и уполномоченных банках; лицензирование валютных операций; полное или частичное блокирование валютных счетов; ограничение конвертируемости валют. В соответствии со ст. 3 Федерального закона от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» (далее — Закон о валютном регулировании и валютном контроле) основными принципами валютного регулирования и контроля в Российской Федерации являются:

1) приоритет экономических мер в государственной политике в области валютного регулирования;

2) исключение неоправданного вмешательства государства и его органов в валютные операции резидентов и нерезидентов;

3) обеспечение государством защиты прав и экономических интересов резидентов и нерезидентов при осуществлении валютных операций.

В соответствии со ст. 5 указанного Закона органами валютного регулирования в России являются Центральный банк РФ и Правительство РФ.

В Законе о валютном регулировании и валютном контроле определены следующие принципы валютного регулирования:

- свободное совершение валютных операций, прямо не ограниченных в законном порядке;
- запрет валютных операций между резидентами (за исключениями, предусмотренными Законом (ст. 9 ));
- отмена индивидуальных разрешений, установление общеприменимых норм валютного регулирования;
- установление исчерпывающего перечня валютных операций, подлежащих ограничению органами валютного контроля, каковыми «...являются Центральный Банк Российской Федерации, федеральный орган (федеральные органы) исполнительной власти, уполномоченный (уполномоченные) Правительством Российской Федерации...» (п. 2 ст. 22);
- установление пределов возможных ограничений валютных операций, разграничение полномочий органов валютного контроля по регулированию валютных операций;

• все неустранимые сомнения, противоречия и неясности актов валютного законодательства и актов органов валютного контроля толкуются в пользу резидентов и нерезидентов.

*Рыночные инструменты* валютного регулирования подразделяются на инструменты прямого регулирования и косвенного регулирования. В свою очередь, к инструментам прямого регулирования относятся валютные интервенции (девизная политика). *Девизная политика* — метод воздействия на курс национальной валюты путем купли-продажи государственными органами иностранной валюты (девиз). В целях повышения курса национальной валюты ЦБ продает, а для снижения — скупает иностранную валюту. Девизная политика осуществляется путем применения *валютных интервенций*, т.е. вмешательства ЦБ в операции на валютном рынке с целью воздействия на курс национальной валюты путем купли иностранной валюты. Валютные интервенции осуществляются за счет официальных золотовалютных резервов или краткосрочных кредитов ЦБ в национальной валюте по межбанковским соглашениям.

Существуют и другие способы девизной политики. Двойной валютный рынок — форма валютной политики, занимающая промежуточное место между режимами фиксированных и плавающих валютных курсов. Ее сущность заключается в том, что валютный рынок делится на две части: рынок по коммерческим операциям и услугам, где применяется официальный валютный курс в силу того, что от состояния этого рынка зависит жизненный уровень населения; рынок инвестиций и капитала, где используется плавающий курс.

*Дисконтная валютная политика* (учетная) включает изменение учетной ставки ЦБ, направленное на регулирование валютного курса и платежного баланса. Для осуществления данного вида валютной политики банки воздействуют на: движение краткосрочных капиталов; динамику внутренних кредитов; динамику денежной массы; движение цен; размер совокупного платежного спроса. При пассивном платежном балансе в условиях относительно свободного передвижения капиталов повышение учетной ставки стимулирует приток капиталов из тех стран, где процентная ставка ниже. С другой стороны, повышение учетной ставки способствует улучшению состояния платежного баланса и повышению валютного курса.

*Диверсификация валютных резервов* — политика государств, банков, ТНК, направленная на регулирование струк-

туры валютных резервов путем включения в их состав разных валют с целью обеспечения международных расчетов, проведения валютных интервенций и защиты от валютных потерь. Данный вид валютной политики осуществляется путем продажи нестабильных валют и покупки более устойчивых. Если ранее доллар был практически единственной резервной валютой и его доля в совокупных валютных резервах стран составляла около 85%, то к 2000 г. она уменьшилась до 60%. Значительное место в валютных резервах стали занимать евро и иена. В 2000 г. темпы роста США впервые за почти 10 лет стали меньше темпов роста стран ЕС. Это объективно должно привести к усилению евро и увеличению его доли в резервах большинства стран.

К *инструментам косвенного валютного регулирования* относится денежно-кредитное регулирование. Денежно-кредитная политика также основывается на общей экономической концепции развития страны. Основными инструментами этой политики являются учетная ставка центрального банка страны, нормативы резервных отчислений и эмиссионная стратегия ЦБ. Для развитых стран характерны ориентация на регулирование денежного рынка через учетную ставку и жесткая монетарная политика. Например, в 2007–2010 гг. Федеральная резервная система США пошла на многократное снижение учетной ставки для того, чтобы удешевить кредиты, привлечь капитал в реальный сектор экономики и таким образом обеспечить выход из наметившейся рецессии. Такой метод уже приносил США успех в аналогичной ситуации в начале 1990-х гг. Широкое использование денежной эмиссии характерно для некоторых развивающихся стран. Этот метод опасен возможной гиперинфляцией и используется сейчас редко. Очевидно, что денежная политика может влиять на валютную политику и валютный курс. Например, применявшаяся в начале 1990-х гг. в России эмиссионная политика способствовала росту денежной массы, уменьшению реального (за вычетом инфляции) процента, оттоку капитала из страны и падению курса рубля.

Бюджетная политика ориентируется на принятую в конкретной стране концепцию роли и места государства в экономике. В либеральных странах через государственный бюджет проходит от 30% ВВП (например, в США), а в социально ориентированных – 50–55% ВНП (страны ЕС). Инструментами этой политики выступают государственные расходы и налоги.

Инструментами внешнеторгового регулирования являются импортные и экспортные тарифы, квоты, меры стимулирования экспорта (например, льготное кредитование экспорта) и т.п. Естественно, эти меры влияют на торговый и платежный балансы, а через них — на валютный курс.

## 5.2. Особенности валютной политики России в условиях глобального финансового кризиса

Несмотря на глобальный финансовый кризис, главной задачей валютной политики России остается превращение Москвы в мощный мировой финансовый центр, а рубля — в одну из ведущих региональных резервных валют. Обладая внутренней конвертируемостью, российский рубль будет потенциально претендовать на такую роль. С его помощью станет возможно обслуживать операции в рублевой зоне — речь идет прежде всего о странах СНГ. Для этого властям следует активно стимулировать интернационализацию национальной валюты, что подразумевает расширение ее денежных функций не только на внутреннем, но и на международном рынке.

Какие выгоды сулит России интернационализация рубля? Она позволит использовать российскую валюту за пределами нашей страны. В частности, при выезде за границу с туристическими или деловыми целями можно будет легко и с минимальными потерями на курсовой разнице обменивать рубль на местную валюту на наличном рынке стран — основных партнеров России. Однако удельный вес таких поездок в экономическом обороте страны невелик. Главные выгоды интернационализации рубля проявятся в финансовой сфере. Домашние хозяйства, предприятия, банки и правительство смогут использовать рубль за пределами страны в повседневных экономических и финансовых операциях, открывая рублевые счета в зарубежных банках или беря кредиты в рублях. В то же время резиденты и нерезиденты получат возможность выпускать номинированные в рублях финансовые инструменты, такие как облигации или векселя. Благодаря интернационализации можно будет выставлять и оплачивать международные счета в рублях, а не в американской или европейской валюте. Наконец, у денежных властей третьих стран возникнут стимулы выбирать российский рубль в качестве якоря денежно-кредитной политики

и вкладывать часть своих международных резервов в рублевые активы[1].

В 2010 г. доля расчетов в рублях составила в Таможенном союзе (ТС) 55%, в ЕврАзЭС – 56%. 2/3 расчетов в рублях приходится на торговлю России с Белоруссией, почти 1/3 – с Казахстаном. Без участия России расчеты других стран по экспортно-импортным поставкам осуществляются преимущественно в долларах, меньше в евро. Роль других национальных валют стран ЕврАзЭС незначительна (около 1%)[2].

С 2002 г. номинальный эффективный курс рубля находится на стабильном уровне. Однако устойчивость покупательной способности рубля явно недостаточна. Инфляция в странах-эмитентах резервных валют колеблется в диапазоне 0,8–2,5% (и лишь в последнее время несколько повысилась). В России же она находится на запретительном для эмитента резервной валюты уровне. Обесценение рубля на внутреннем рынке не способствует использованию его нерезидентами. Для того чтобы рубль мог получить статус резервной валюты, инфляция должна быть снижена до менее 5%.

Мировой опыт свидетельствует о необходимости формирования спроса и предложения на рубль для повышения его привлекательности как валюты международных сделок – на российском и мировом финансовом рынках. Пока наблюдаются фрагментарное использование рубля в некоторых сегментах финансового рынка – рынке рублевых финансовых инструментов (еврооблигаций, фьючерсов в рублях), валютном рынке (торговля парой юань/рубль на ММВБ и купля-продажа рублей на валютном рынке Китая), возможность расчетов в рублях через европейские клиринговые системы Euroclear/Clearstream. Для повышения международного статуса валюты властям следует активно развивать российский рынок капитала и денежный рынок, где смогут размещать свои сбережения и резервы нерезиденты. Эти финансовые рынки должны быть открытыми и либеральными. Зрелые и хорошо капитализированные рынки Нью-Йорка и Лондона служат фундаментом резервного статуса доллара и фунта стерлингов. По сравнению с другими

---

[1] О стратегии развития экономики России (из научного доклада РАН) // Деньги и кредит. 2011. № 11. С. 10.

[2] *Головнин М. Ю.* Основные направления развития мировой валютной системы и денежно-кредитная политика России // Международная экономика. 2011. № 2. С. 11.

странами российский финансовый сектор обладает как достоинствами, так и недостатками. Одно из его главных сравнительных преимуществ — высокая капитализация национального рынка акций. Она достигла примерно 100% ВВП, что сопоставимо с аналогичными показателями развитых фондовых рынков Японии и Франции и вдвое больше, чем в Германии и Италии. В абсолютном выражении капитализацию рынка акций эмитентов, обращающихся на внутреннем рынке, можно оценить в 1,3 трлн долл., а с учетом акций компаний, обращающихся на внешних рынках, — в 1,5 трлн долл. Доступность внутренних долговых ценных бумаг для нерезидентов сильно ограничена. Российский рынок государственных облигаций имеет хорошо развитую инфраструктуру и длительную историю, однако его размер невелик. Сегодня Россия входит в десятку стран мира с наименьшим совокупным государственным долгом, составляющим примерно 7% ВВП. В условиях благоприятной внешнеторговой конъюнктуры, устойчивого экономического роста и возросшей собираемости налогов власти сумели не только отказаться от дальнейшего наращивания государственного долга, но и досрочно погасить старые обязательства перед международными организациями и другими западными кредиторами.

Глобальный финансовый кризис серьезно подорвал позиции мирового финансового рынка и обострил конкуренцию между странами в вопросах привлечения иностранных инвестиций и финансирования воспроизводственного процесса. Следует также учесть крайне низкий уровень монетизации экономики, а также низкую долю банковских активов в ВВП России. В этих условиях трудно переоценить роль валютной политики государства по поддержанию стабильного курса рубля. С 2009 по 2012 г. Банк России продолжал политику плавной девальвации рубля, расширяя коридор колебаний рублевой стоимости бивалютной корзины по несколько раз в неделю. При этом он оказывал поддержку рублю, проводя валютные интервенции. С 2010 г. Банк России осуществлял постепенное ослабление курса рубля к бивалютной корзине, что было связано с резким ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры из-за мирового финансового кризиса, приведшим к оттоку частного капитала из России и снижению цен на основные товары российского экспорта. В ситуации значительного сокращения валютных поступлений в страну поддержание прежнего курса могло быть обе-

спечено лишь в течение ограниченного промежутка времени за счет расходования международных резервных активов. Следует отметить, что России удалось в условиях финансового кризиса сохранять положительное сальдо платежного баланса РФ по счету текущих операций. Одновременно наметилась положительная тенденция по сокращению данного сальдо.

По экспертным оценкам, выбранный Банком России уровень поддержки рубля находится достаточно близко к значению, позволяющему уравновесить спрос и предложение на валютном рынке. Однако в условиях мирового финансового кризиса многие факторы сложно поддаются оценке. Поэтому при дальнейшем снижении цен на энергоносители Банк России будет вынужден и дальше ослаблять курс рубля. Так, по прогнозу Министерства энергетики РФ, в 2013 г. ожидается снижение цен на нефть со 100 долл. до 80 долл. за баррель. Такая конъюнктура неизбежно приведет к падению курса рубля до 40 руб. за 1 долл.

В 2009–2012 гг. продолжился отток валюты из страны, но значительно меньше, чем в 2008 г. По оценкам Банка России, в 2009 г. чистый отток капитала составил около 70 млрд долл. Чистый отток за 2008 г. оценен в 129,9 млрд долл. Таким образом, основной отток капитала пришелся именно на 2008 г. В 2010 г. наблюдался чистый приток частного капитала.

## 5.3. Валютный контроль

Согласно ст. 22 Закона о валютном регулировании и валютном контроле валютный контроль в Российской Федерации осуществляется Правительством РФ, органами и агентами валютного контроля. Органами валютного контроля являются Центральный банк РФ, федеральные органы исполнительной власти, уполномоченные Правительством РФ. Среди органов, уполномоченных федеральным правительством для проведения валютного контроля, можно отметить:

- Федеральную налоговую службу, которая обязана контролировать выполнение всех налоговых обязательств импортерами и экспортерами;
- Федеральную таможенную службу, которая обязана следить за соблюдением таможенного законодательства,

а также за своевременностью и полнотой уплаты таможенных пошлин и платежей;

• Федеральную службу по финансовому мониторингу (создана в феврале 2003 г.), контролирующую всех участников валютного рынка на предмет соблюдения действующего законодательства и с целью недопущения проведения операций по «отмыванию грязных денег».

*Цель валютного контроля* — обеспечение соблюдения валютного законодательства при осуществлении всех валютных операций. В обязанность коммерческим банкам вменяется осуществление контроля за валютными операциями клиентов и сообщение о замеченных нарушениях в ЦБ.

Различные страны применяют разные системы организации валютного регулирования и валютного контроля, соответствующие принятой валютной политике. Основными направлениями валютного контроля в России являются:

• установление соответствия проводимых валютных операций действующему законодательству и наличия необходимых для них лицензий и разрешений;

• проверка выполнения резидентами обязательств в иностранной валюте перед государством и обязательств по продаже иностранной валюты на внутреннем рынке;

• проверка обоснованности платежей в иностранной валюте;

• проверка полноты и объективности учета и отчетности по валютным операциям.

В организации валютного контроля важную роль играет лицензирование банков, имеющих право проводить валютные операции. Лицензии банкам выдает ЦБ при соблюдении определенных нормативов и требований. В случае нарушений правил валютного регулирования и контроля коммерческий банк может лишиться лицензии. Основным нормативным правовым актом, регламентирующим порядок валютного контроля в России, является Инструкция Банка России от 4 июня 2012 г. № 138-И «О порядке представления резидентами и нерезидентами уполномоченным банкам документов и информации, связанных с проведением валютных операций, порядке оформления паспортов сделок, а также порядке учета уполномоченными банками валютных операций и контроля за их проведением».

Экспортер для осуществления сделки по продаже товара иностранному контрагенту обязан соблюдать положения Гражданского кодекса РФ и, кроме того, выполнять требо-

вания валютного законодательства, что, естественно, усложняет положение экспортера по сравнению с продавцами на внутреннем рынке. В частности, к дополнительным обязанностям, обусловленным валютным законодательством, относится заполнение паспорта экспортной сделки — специального документа, применяемого только в целях валютного контроля. Паспорт экспортной сделки содержит некоторые сведения из контракта и определяет порядок осуществления экспортной сделки между резидентом и нерезидентом. Паспорт сделки является базовым документом в осуществлении валютного контроля. Он содержит изложенные в стандартизированной форме сведения о внешнеэкономической сделке, оформляется самим экспортером на специальном бланке, полученном в уполномоченном банке. Кроме того, обязательным является зачисление всей выручки от экспортной сделки на рублевый или валютный счет в уполномоченном банке, который выступает агентом валютного контроля и подписывает паспорт сделки. Обслуживающий банк и таможенный орган в процессе реализации своих функций по контролю за экспортными сделками активно осуществляют обмен информацией, в том числе документами, которые передаются по телекоммуникационной сети. Порядок передачи информации определяют таможенные органы.

После подписания паспорта экспортной сделки банк обязан в срок не более 10 дней направить его электронную копию в таможенный орган. Таможенный орган, в свою очередь, на основе показателей грузовой таможенной декларации формирует учетную карточку и в срок не позднее 30 календарных дней после принятия решения о выпуске товаров пересылает грузовую таможенную декларацию и учетную карточку в банк. Как и при экспортной сделке, по каждому заключенному импортером контракту оформляется паспорт импортной сделки. Он представляется в уполномоченный банк импортера, в котором открыт его расчетный счет. Банк проверяет паспорт сделки и заверяет его подписями и печатью. Все расчеты осуществляются через уполномоченный банк, оформивший паспорт импортной сделки. Банк импортера производит платежи по импортному контракту, открывает импортные аккредитивы и выдает банковские гарантии оплаты только при наличии подписанного паспорта импортной сделки.

Уполномоченные банки являются агентами валютного контроля, подотчетными Банку России, и в соответствии с Законом о валютном регулировании и валютном контроле

в пределах своей компетенции выполняют следующие функции валютного контроля:

а) осуществляют контроль за валютными операциями, проводимыми в Российской Федерации резидентами и нерезидентами, за соответствием этих операций законодательству, условиям лицензий и разрешений, а также за соблюдением актов органов валютного контроля;

б) проводят проверки валютных операций резидентов и нерезидентов в Российской Федерации.

Агентом валютного контроля в России также выступает Федеральная таможенная служба. Законодательная база валютного регулирования и валютного контроля создавалась в основном в начале 1990-х гг. и сейчас требует модернизации и адаптации к изменившимся условиям. В большинстве стран наблюдается тенденция к либерализации валютного регулирования. В этом направлении предполагается совершенствовать и валютное регулирование в России.

Одна из острейших проблем в деятельности валютной системы России — отток капиталов за рубеж. Попробуем вначале разобраться с основными дефинициями: вывоз, бегство и отмывание капитала.

*Вывоз капитала* (outflow of capital) — это размещение инвестиций за границей в целях получения прибыли от предпринимательской деятельности. Вывоз осуществляется в форме банковского перевода или в форме поставок средств производства для осуществления коммерческих проектов. Например, все прямые иностранные инвестиции представляют собой вывоз капитала. Вывоз капитала может осуществляться как в законной, так и в незаконной форме. Законный вывоз капитала — вполне естественный экономический процесс, нарастающий по мере возрастания открытости экономики страны и углубления международного разделения труда в мировой экономике в целом. Капитал в силу своей природы устремляется туда, где он даст наибольшую прибыль с учетом возможных рисков. Поэтому основным методом противодействия легальному вывозу капитала должно быть создание в стране более привилегированных конкурентных условий для инвестиций как с точки зрения роста прибылей, так и с позиций оценки всей совокупности рисков.

*Бегство капитала* (capital flight) — это покупка иностранных активов или валюты часто в нарушение национального законодательства с целью вывоза ее за границу, чтобы обойти более высокое налогообложение в своей стране. Можно ска-

зать, что вся огромная масса евровалют первоначально возникла в результате бегства капиталов, в основном из США. Как правило, бегство капитала сопряжено также с сокрытием преступно нажитых капиталов и его легализацией («отмыванием грязных денег») за рубежом. Ежегодно в мире легализуется незаконных доходов и «отмывается грязных денег» около 1,3 трлн долл. США. Из России, по экспертным оценкам, ежегодно «убегает» от 10 до 15 млрд долл. США. Главная причина бегства капитала из России заключается в том, что за границей ожидаемая прибыль на инвестиции с учетом страновых рисков выше. Кроме того, имеются еще три побудительные причины:

1) в условиях нестабильной политической обстановки инвесторы опасаются внезапного увеличения налогов или просто национализации активов;

2) экономическая политика в условиях трансформации экономики сопряжена с возможными экономическими катаклизмами;

3) финансовые и банковские системы развивающихся стран часто испытывают трудности конкурентной борьбы на иностранных рынках, и некоторые резиденты развивающихся стран предпочитают перейти под юрисдикцию более конкурентоспособных финансовых систем.

Основными каналами бегства капитала являются:

- невозврат валютной выручки под предлогом форс-мажорных и иных обстоятельств;
- необоснованные авансовые отчисления при импорте в счет будущих поставок товаров, нередко вообще не осуществляемых;
- ценовые манипуляции, оставляющие валюту за границей, прикрытые якобы бартерными сделками;
- перечисление на счета иностранных фирм валютных средств в счет оплаты фиктивных услуг;
- занижение контрактной цены при экспорте и ее завышение при импорте;
- внесение страхового депозита в иностранный банк якобы для получения кредита;
- вывоз капитала частными лицами, в том числе с помощью кредитных карточек;
- использование «подставных» фирм-однодневок и т.д.

*Отмывание капитала* (laundering) — это действия по легализации незаконно полученных финансовых средств. По оценкам ООН, международный криминал отмывает еже-

годно около 600 млрд долл. Легализация незаконных доходов, как правило, осуществляется по следующим схемам.

1. При проведении операций с наличной валютой: снятие со счета или зачисление на счет физических и юридических лиц денежных средств в случаях, не связанных с характером их деятельности, социальным статусом, условиями жизни и пр.; приобретение физическими лицами ценных бумаг за наличный расчет; зачисление на счет (вклад) наличных денег в упаковках, опечатанных другим банком.

2. При проведении операций по банковским счетам: зачисление наличных денежных средств на счета в течение одного дня в различных филиалах банка; размещение денежных средств, которые аккумулируются, а затем переводятся в другой банк (филиал) или в зарубежный банк; размещение денежных средств на банковском счете с оформлением документов, удостоверяющих вклад на предъявителя; зачисление денежных средств на счет, операции по которому не производились, с распоряжением об их выплате в наличной форме; открытие депозита в пользу третьих лиц с зачислением на него наличных денег; открытие депозитов, формируемых за счет оплаченных банковских и дорожных чеков; зачисление или списание денежных средств недавно образованным юридическим лицом, операции по счетам которого являлись незначительными; зачисление денежных средств в пользу юридического (физического) лица, имеющего местонахождение (местожительство) или являющегося владельцем счета в банке, зарегистрированном в офшорных и свободных экономических зонах или регионах, связанных с производством наркотиков, с которыми осуществляющее операции лицо не имеет устойчивых коммерческих контактов.

3. В сфере получения и предоставления кредитов (займов) в денежной форме: оформление заявления о выдаче кредита под залог сберегательного (депозитного) сертификата; предоставление или получение кредита или займа, исполнение обязательств по которому обеспечено документом, удостоверяющим наличие у заемщика вклада в иностранном банке; предоставление или получение кредита (займа) с процентной ставкой, превышающей среднюю процентную ставку по денежным инструментам на внутреннем и внешнем рынках.

4. На рынке ценных бумаг: предложение необычно высокой комиссии за посредничество в осуществлении операций с ценными бумагами; единовременное выставление поруче-

ний на покупку и продажу ценных бумаг по ценам, имеющим заметное отклонение от текущих рыночных цен по аналогичным сделкам, а также другие сделки, связанные с манипулированием ценами на рынке ценных бумаг; осуществление операций, при которых один и тот же финансовый инструмент (пакет ценных бумаг) многократно продается и затем выкупается в сделках с одной и той же стороной; регулярный дефицит или регулярный приток денежных средств при расчетах по операциям на срочных рынках; проведение операций с ценными бумагами на предъявителя, не размещенными в депозитариях.

Объемы и, главное, темпы роста финансовых преступлений приняли столь угрожающий характер, что объединенные в ОЭСР развитые государства в начале 1990-х гг. объявили этому явлению тотальную войну. В 1990 г. ведущие страны приняли Страсбургскую конвенцию Совета Европы «Об отмывании, выявлении, изъятии и конфискации доходов от преступной деятельности». В том же году Специальная финансовая комиссия по проблемам отмывания капиталов (ФАТФ), в состав которой сейчас входят 26 стран — членов ОЭСР и ряд авторитетных международных организаций, выпустила 40 базовых Рекомендаций, устанавливающих общие рамки борьбы с отмыванием денег. В 1998 г. была принята Политическая декларация ООН о плане действий против отмывания денег. В этих документах изложены основные принципы борьбы с отмыванием денег через банковскую систему:

• обязательная идентификация личности клиентов, сбор максимально полных персональных данных о них и сведений коммерческого характера;

• отказ от осуществления финансовых сделок в случаях, когда хотя бы по косвенным признакам можно предполагать проведение операций по легализации незаконных средств;

• сотрудничество с правоохранительными органами в той степени, какая допускается законами страны, регламентирующими вопросы конфиденциальности клиента и коммерческой информации о нем.

Россия также не остается в стороне от международной борьбы с отмыванием капитала. Государственной Думой РФ был принят Федеральный закон от 7 августа 2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма», и одновременно Россия вступила в ФАТФ. В 2003 г.

в Министерстве финансов РФ было создано специальное подразделение по мониторингу финансовых потоков. Можно говорить о некоторых позитивных результатах в этой сфере деятельности. Например, начиная с осени 2002 г. ФАТФ вычеркнула Россию из «черного» списка стран, подверженных финансовым преступлениям и отмыванию денег.

Особое место в борьбе с незаконным бегством и отмыванием капиталов занимает проблема киберпреступлений. Под киберпреступлениями понимаются незаконные электронные платежи и «переброски» банковских вкладов с использованием престижных банков и офшорных юрисдикций, отмывание денег в сфере машиносчитываемых пластиковых карт и т.д. По мнению западных экспертов, киберпреступления, в том числе в сети Интернет, являются сейчас одним из самых опасных видов транснациональной преступности.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Резиденты** — это физические лица, являющиеся гражданами России, кроме лиц, постоянно проживающих в иностранных государствах в соответствии с законодательством данного государства; иностранные граждане и лица без гражданства, проживающие в России на основании вида на жительство; юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации, а также их филиалы и представительства за рубежом; дипломатические и иные официальные представительства России за рубежом, а также Российская Федерация, субъекты РФ, муниципальные образования, вступающие в отношения, регулируемые Федеральным законом «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ.

**Нерезиденты** — физические лица, не являющиеся резидентами; *юридические лица, созданные в соответствии с законодательством* иностранных государств и имеющие постоянное местонахождение за пределами России; организации, не являющиеся юридическими лицами, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств, имеющие местонахождение за пределами России; аккредитованные в России дипломатические и иные официальные представительства иностранных государств; межгосударственные и межправительственные организации, их филиалы и представительства в России; филиалы и представительства нерезидентов, находящиеся на территории России, и иные лица, не являющиеся резидентами.

## Контрольные вопросы и задания

1. Каковы сущность и цели валютного регулирования?
2. В каких формах реализуется прямое влияние государства на валютные отношения, и каковы его основные инструменты?
3. В каких формах проявляется косвенное регулирование валютных отношений государством?
4. Сформулируйте сущность валютной политики и охарактеризуйте ее место в системе государственного регулирования.
5. Какова институциональная структура регулирования валютного рынка на национальном и международном уровнях?
6. Обоснуйте роль и место концепции режима валютного курса в валютной стратегии государства.
7. Назовите основные режимы валютных курсов.
8. Раскройте сущность валютного коридора и целесообразность его введения.
9. Каким образом проведение девизной политики влияет на валютный курс в условиях фиксированного и плавающего валютного курсов?
10. Обоснуйте регулирующие функции валютных интервенций.
11. Охарактеризуйте роль и значение конвертируемости валюты для международной деятельности государства.
12. Есть ли преимущества для государства в конвертируемости его валюты? Если да, то в чем они проявляются?
13. В чем состоят основные проблемы перехода к конвертируемости валюты?
14. Объясните, при каких условиях государства могут перейти к полной конвертируемости валюты.
15. Какова взаимосвязь понятий «валютное регулирование», «валютный контроль» и «валютные ограничения»?
16. Назовите основные цели валютного контроля.
17. Какие факторы оказывают влияние на введение валютных ограничений?
18. Приведите примеры мер, используемых для ограничения бегства капитала за границу.

## Практические задания

На основе изученного материала проанализируйте формирование и развитие валютного регулирования в России.

1. Какие цели преследует введение валютных ограничений при проведении экспортно-импортных операций?
2. Каковы основные меры валютного контроля по экспортным и импортным операциям, используемым в России?
3. Зависит ли выбор мер валютного контроля от экономической ситуации в стране?
4. Какие валютные ограничения используются в России по текущим операциям платежного баланса?

5. Какие валютные ограничения используются в России по движению капитала?

6. Какие формы валютной политики получили распространение в России?

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Эволюция формирования валютной политики в странах ЕС.
2. Валютная политика в России в условиях глобального финансового кризиса.
3. Проблемы бегства капитала из страны.
4. Проблемы отмывания капитала.
5. Основные меры валютного контроля и валютных ограничений в России.
6. Практика валютного регулирования движения капитала в развитых странах.
7. Валютная политика: методы и противоречия ее реализации.
8. Валютная политика в странах с переходной экономикой.
9. Валютные ограничения: мировой опыт и российские условия.
10. Проблемы валютного контроля в современной российской экономике.
11. Валютные ограничения и валютный контроль.
12. Проблемы противодействия легализации преступных доходов и валютный контроль. ФАТФ и взаимодействие с национальными финансовыми разведками.

## Литература

*Борисов, С. М.* Российский рубль в международных расчетах: география и статистика // Деньги и кредит. – 2011. – № 12. – С. 15.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. *Л. Н. Красавиной*. – М. : Финансы и статистика, 2008.

*Морозов, А. А.* Валютное регулирование и валютный контроль в РФ : учеб. пособие. — СПб. : Санкт-Петербургский ин-т внешнеэкономических связей, экономики и права, 2011.

Федеральный закон от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле».

# Глава 6
# МИРОВОЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• основные дефиниции, структуру, участников мирового валютного рынка;

• место и роль рынка валют в мировой экономике и международных экономических отношениях;

***уметь***

• анализировать состояние, основные тенденции и динамику мирового валютного рынка;

***владеть***

• техникой проведения основных видов валютных операций на мировом рынке валют.

## 6.1. Основы организации мирового валютного рынка: структура, участники

**Валютный рынок** — сфера экономических отношений по купле-продаже иностранной валюты и валютных ценностей. Валютный рынок — составная часть мирового финансового рынка. По своей сути валютный рынок является универсальным рынком валютных активов. На валютном рынке осуществляется широкий круг операций, связанных с организацией международных расчетов, миграцией капитала, туризмом, диверсификацией валютных резервов, проведением валютных интервенций, спекулятивных и арбитражных операций. Валютный рынок по сути обслуживает наряду с покупкой (конверсией валют) и различные виды сделок, присущие другим сегментам финансового рынка, таким как денежный рынок, рынок ценных бумаг и т.д. При этом он обладает рядом специфических особенностей: не имеет географических границ, определенного места рас-

положения, функционирует круглосуточно, на нем действует неограниченное количество участников, он обладает высокой степенью ликвидности.

Валютный рынок можно рассматривать с функциональной, институциональной и организационно-технической точек зрения. Валютный рынок исполняет функции, общие для всех сегментов финансового рынка:

• коммерческую (обеспечение участникам необходимых условий для торговли валютными активами);

• ценовую (установление такого уровня валютного курса, при котором валютный рынок в целом будет находиться в равновесии);

• информационную (обеспечение участников валютного рынка информацией о валютных курсах и динамике торгов);

• регулирующую (движение валютных средств в регионы и отрасли, которые обеспечивают в данный момент наивысшую эффективность финансовых вложений).

Основными участниками валютного рынка выступают:

• транснациональные и мультинациональные коммерческие банки;

• институциональные инвесторы (инвестиционные, хеджевые фонды, пенсионные фонды и т.д.);

• центральные банки, которые не только проводят непосредственно валютные операции, но и, будучи надзорными органами, устанавливают правила проведения валютных операций на внутренних валютных рынках;

• промышленные, торговые, финансовые компании, частные лица и иные хозяйствующие субъекты;

• различные международные и государственные организации (органы власти).

Последние две категории участников осуществляют валютные операции на валютном рынке через банки и иные финансовые институты, имеющие право на проведение указанных операций. Следует отдельно сказать о валютных биржах, которые также можно рассматривать как участников валютного рынка.

С *институциональной* точки зрения валютный рынок представляет собой совокупность банков, инвестиционных компаний, фондовых и валютных бирж, брокерских контор, осуществляющих валютные операции. При этом более 90% валютных операций осуществляется на межбанковском сегменте, а оставшиеся — на биржевом.

С *организационно-технической* точки зрения валютный рынок есть совокупность телеграфных, телефонных, телексных, электронных и прочих коммуникационных систем, связывающих между собой банки разных стран, осуществляющих валютные операции.

С точки зрения *финансовых технологий* мировой валютный рынок — это сетевой рынок, имеющий узловые официальные финансовые центры, скрепленные друг с другом устойчивыми организационно-экономическими связями, где совершается купля-продажа валютных ценностей по курсу, который складывается на основе спроса и предложения.

Специфическим сегментом валютного рынка является *еврорынок*. Для того чтобы понять суть валютных операций на рынке евровалют, нужно выяснить, что такое евровалюта. Многие считают, что евровалюта — это валюта, размещенная в банках Европы, но это неверное утверждение, поскольку «евро» указывает не на размещение валюты в Европе, а на то, что данная валюта вышла за пределы страны-эмитента и больше ею не контролируется. Например, евродоллар — это доллар, который находится в банках за пределами США, и не обязательно в банках Европы. Суть валютных операций на рынке евровалют заключается в том, что сделки по купле-продаже евровалюты носят специфический характер и занимают отдельную нишу на валютном рынке. Следует обратить внимание на то, что рынок евровалют находится под двойным контролем: страны, где в данный момент находится конкретная валюта, и страны-эмитента. Но, как уже было отмечено, страна-эмитент не имеет права на регулирование движения евровалюты, которая вышла за ее пределы. Этот факт также следует отнести к важнейшим аспектам сути валютных операций на рынке евровалют.

Евродоллар — это депозит в долларах вне США. Если *Citibank* в Лондоне поместит депозит в долларах США в *Deutsche Bank* во Франкфурте-на-Майне, то будет иметь место сделка в евродолларах. Такие операции не подчиняются регламентации Федеральной резервной системы США. При определенных условиях подобная схема позволяет получить доход на капитал в долларах США больше, чем в самих США.

Пространственная структура валютного рынка представляет различные географические сегменты торговли иностранными валютами. Выделяются внутренние (национальные) валютные рынки, а также такие крупнейшие региональные валютные рынки, как Европейский (в Лондоне,

Франкфурте-на-Майне, Париже, Цюрихе), Американский (в Нью-Йорке, Чикаго, Лос-Анджелесе, Монреале) и Азиатский (в Токио, Гонконге, Сингапуре, Бахрейне).

*Внутренний валютный рынок* — рынок одной из стран. Внутренний валютный рынок России состоит из местных валютных рынков. К ним относятся рынки Центрального, Северо-Западного, Уральского, Сибирского, Дальневосточного, Южного, Поволжского регионов с центрами в межбанковских валютных биржах: Московская межбанковская валютная биржа, Санкт-Петербургская валютная биржа, Уральская региональная биржа в Екатеринбурге, Сибирская межбанковская биржа в Новосибирске, Азиатско-Тихоокеанская биржа во Владивостоке, Ростовская и Краснодарская валютные биржи, Самарская и Нижегородская валютные биржи.

*Мировой валютный рынок* (ФОРЕКС — FOREX — FOReign EXchange market) формировался в два этапа. На первом этапе, который проходил параллельно с созданием рынка евровалют (начало 1960-х гг.), происходило расширение конвертируемости национальных валют для нерезидентов. На втором этапе, в 1980-х гг., происходила либерализация валютных операций для резидентов. Повышенная мобильность капиталов создала условия для высокодоходных валютных сделок между резидентами и нерезидентами в крупнейших финансовых центрах. На мировом валютном рынке сегодня обращаются огромные объемы валютных ценностей, и они постоянно растут. Каждый год последние 10 лет объем операций увеличивается в среднем на 5—7%. В начале 2010 г. ежедневный объем торгов превысил 1,9 трлн долл. в день, а еще в 2001 г. он составлял 1,2 трлн долл. По прогнозам, в ближайшее десятилетие торговый оборот может возрасти до 8 трлн долл. в день. На мировом валютном рынке обычно котируются не все валюты, а только наиболее используемые участниками рынка. Обычно на внутреннем рынке это национальные денежные единицы, на региональных рынках — резервные валюты. Главным объектом валютных отношений на еврорынке является американский доллар, обслуживающий подавляющее большинство сделок (около 90%).

Таким образом, мировой валютный рынок охватывает валютные рынки всех стран мира. Он представляет собой цепь тесно связанных между собой системой спутниковой и мобильной связи мировых региональных валютных рынков. Между этими рынками постоянно происходит перелив средств в зависимости от текущей информации, прогнозов

ведущих участников рынка относительно положения тех или иных валют. В связи с расположением мировых рынков в разных часовых поясах можно сказать, что мировой валютный рынок работает круглосуточно. Крупная всемирная торговля начинается утром в Токио и Сиднее, перемещается в Гонконг и Сингапур, далее смещается во Франкфурт, Цюрих и Лондон, Нью-Йорк и заканчивается в Сан-Франциско и Лос-Анджелесе. Международный валютный рынок отличается наибольшей интенсивностью и ликвидностью в первые часы после полудня по европейскому времени, так как в этот момент одновременно работают центры торговли валютой в Европе и на восточном побережье США.

По *отношению к валютным ограничениям* выделяют свободные и несвободные валютные рынки. Валютный рынок с ограничениями называется несвободным, без ограничений — свободным. *Валютные ограничения* — система государственных мер по установлению порядка проведения валютных операций. Они могут включать меры по целевому регулированию платежей и переводов иностранной, национальной валюты за границу, в том числе операции по репатриации прибыли, полное или частичное запрещение купли-продажи валюты. Валютные ограничения могут применяться как по текущим международным платежам и расчетным операциям, так и по операциям, связанным с движением капитала.

По *видам валютных курсов* различают рынки: с одним и с двойным режимом. Валютный рынок с одним режимом — это рынок со свободными валютными курсами, котировка которых устанавливается на биржевых торгах. Валютный рынок с двойным режимом — это рынок с одновременным применением фиксированного и плавающего валютных курсов. Введение двойного валютного режима используется государством как мера регулирования движения капиталов между национальным и международным кредитными и финансовыми рынками. Она призвана ограничить влияние международного рынка ссудных капиталов на экономику данной страны.

## 6.2. Валютные операции на мировом валютном рынке

Валютные операции — наиболее прибыльный, а значит, и рискованный вид деятельности. По экономической природе валютные операции можно разделить на следующие виды: валютный дилинг, депозитно-кредитные операции, внешнеторговые валютные операции, другие валютные операции.

Операции с иностранной валютой, как правило, предусматривают куплю-продажу или конверсию валют на биржах или в коммерческих банках. Такие сделки принято называть *валютным дилингом.* Валютные операции коммерческих банков по привлечению и размещению валютных средств называются *депозитно-кредитными.* Это межбанковские операции по взаимному кредитованию, по размещению привлеченных или собственных средств. *Внешнеторговые валютные операции* предполагают открытие и обслуживание валютных счетов экспортеров и импортеров, проведение международных расчетов. Помимо внешнеторговых выделяют и *другие валютные операции* по обслуживанию владельцев банковских карточек и прочие неторговые операции, связанные с туризмом, переводом денежных средств и т.д.

Современный валютный рынок представляет собой чрезвычайно сложную и динамичную систему, которая испытывает влияние множества экономических, политических, психологических факторов и незамедлительно реагирует на их изменение. По сравнению с материальной сферой валютный рынок более стохастичен, уровень его неопределенности и непредсказуемости значительно выше. Проведение валютных операций объективно всегда связано с риском. Возможность понести убытки вследствие неблагоприятного изменения курса валют обозначается термином «валютный риск» (currency risk, exchange rate risk).

Валютный рынок — не только генератор валютных рисков, но и система их предупреждения. Он играет роль страховщика, а операция по страхованию называется хеджированием. Хеджирование (от англ. *hedge* — забор, защита) достигается с помощью разветвленной системы специальных валютных операций и приемов, использование которых, однако, требует специальной подготовки. Операции хеджирования осуществляются, как правило, на сегменте деривативов еврорынка. Таким образом, важной функцией еврорынка является минимизация риска, связанного с колебаниями валютного курса путем покупки производных валютных инструментов (деривативов). По отношению к степени риска на еврорынке выделяют четыре основных группы участников.

• *Предприниматели* — вкладывают свой собственный капитал при определенном приемлемом для себя риске (к ним относятся коммерческие фирмы, коммерческие банки). При этом они покупают валютные деривативы

с целью ограничить последствия от неблагоприятного изменения валютного курса.

• *Институциональные инвесторы* — те, кто при вложении капитала, преимущественно чужого, заботятся о минимизации риска (к ним относятся финансовые посредники-брокеры, которые получают доход в виде комиссионных, т.е. определенного процента от суммы сделки).

• *Спекулянты* — те, кто готов идти на определенный заранее просчитанный риск в пределах своих возможностей (к ним относятся дилеры, получающие доход в виде курсовой разницы). Ведущий мотив операций на современном валютном рынке — спекулятивный. Спекулянт, например, покупает утром определенную сумму евро, а вечером продает ее на доллары. В случае благоприятного изменения валютного курса валютный спекулянт получает ту или иную прибыль от сделки (валютную маржу).

• *Игроки* — те, кто готов идти на любой риск. Действия игроков непредсказуемы.

По месту проведения торговли валютой различают биржевой (exchange) и внебиржевой (off-exchange) сегменты валютного рынка. *Биржевой валютный рынок* представляет собой торговлю валютой на официальных, специально организованных биржевых площадках. В отличие от него *на внебиржевом рынке* торговля валютой ведется коммерческими банками на основе компьютерных глобальных систем. В зависимости от срока исполнения валютных требований и обязательств различают текущий и срочный сегменты валютного рынка. На *текущем* валютном рынке операции совершаются в течение короткого времени — не более двух банковских дней (операции спот). *Срочный* валютный рынок объединяет сделки, исполнение которых осуществляется в течение более длительного времени — обычно 1—3, 6, 9 и даже 12 месяцев.

Формирование национального валютного рынка в России началось в 1991 г. с создания биржевого рынка, в состав которого входят восемь валютных бирж. В качестве продавцов и покупателей инвалюты на биржевых площадках выступают коммерческие банки и Центральный банк РФ. В России был введен режим управляемого плавающего валютного курса, который зависит от соотношения спроса и предложения на валютных биржах страны, прежде всего на Московской межбанковской валютной бирже. Применяется прямая котировка рубля к иностранной валюте, т.е. единица ино-

странной валюты выражается в определенном количестве рублей. Официальный курс доллара США к рублю устанавливается Центральным банком РФ с учетом результатов торгов на ММВБ. Эта операция называется *фиксинг*. ЦБ РФ ежедневно проводит фиксинг валютного курса и с целью поддержания официального курса рубля ввел режим «грязного плавания» валютного курса, т.е. периодически вмешивается в формирование спроса и предложения на валюту на ММВБ, прежде всего на доллар США, с помощью специальных валютных интервенций. Курс других валют определяется на основе кросс-курса. При этом в качестве промежуточной (третьей) валюты используются курсы этих валют к американскому доллару.

С сентября 2003 г. введен новый порядок фиксинга: официальный курс рубля по отношению к доллару определяется исходя из результатов торгов на ММВБ со сроком расчетов «завтра». Раньше в рамках единой торговой сессии (ЕТС) существовало всего два инструмента — расчеты «доллар/рубль» и «евро/рубль» со сроком «сегодня». Причем временные рамки этих торгов были очень ограничены — с 10.00 до 11:00 на долларовых торгах, и с 10:00 до 11:30 на торгах «евро/рубль». Теперь появился третий инструмент — «доллар/рубль» со сроком расчетов «завтра», торгуют которым с 10:00 до 16:45 по московскому времени. Это значительно расширяет возможности региональных участников валютного рынка. Ведь на обычной дневной сессии ММВБ торги долларами на «завтра» велись уже давно, но возможность участвовать в них была в основном у московских дилеров, а Единая торговая сессия проходит одновременно по одним и тем же правилам на всех восьми биржах страны — от Владивостока до Санкт-Петербурга.

Изменение системы определения курса рубля означает также, что Центробанк перенес свою активность с рынка расчетов «сегодня» на «завтра». Участники рынка считают, что это качественно повлияло на курс национальной валюты, он теперь определяется исключительно исходя из спроса и предложения и стал более рыночным, а это, в свою очередь, привело к новому витку укрепления рубля. Валютным дилерам эта новая система определения официального курса даст возможность с большей определенностью судить о целях и ожиданиях Центробанка, основываясь не на слухах и домыслах, а на его поведении в ходе «завтрашних» торгов.

В 2005 г. ЦБ РФ перешел на новый режим регулирования валютного курса на основе валютной корзины доллар/евро, что также способствует укреплению стабильности курса рубля.

Вторым сегментом национального валютного рынка является межбанковский валютный рынок. Он организуется коммерческими банками, которые торгуют иностранной валютой между собой и обеспечивают ею своих клиентов. Межбанковский валютный рынок либеральнее биржевого, в меньшей степени зависит от действий Центрального банка. Рынок более оперативно реагирует на изменение предложения и спроса на иностранную валюту участниками валютного рынка. Относительно бо́льшая гибкость межбанковского валютного рынка определяет общую мировую тенденцию к доминированию этого сегмента по числу проводимых валютных операций. Так, в последние годы доля прямых сделок между банками в общем валютном обороте России возросла с 85 до 94%.

Около 10% операций валютного рынка приходится на валютные биржи, где осуществляются основные котировки валютных курсов. Однако в последнее время крупнейшие транснациональные банки также осуществляют собственную котировку валютного курса. *Маркет-мейкеры* — это крупные банки и финансовые компании, определяющие текущий уровень валютного курса за счет значительной доли своих операций в общем мировом объеме рынка. Это участники рынка, принявшие на себя обязательство обеспечивать ликвидность по определенному инструменту путем выставления заявок на покупку и продажу в течение торговой сессии. К крупным мировым маркет-мейкерам можно отнести: Deutsche Bank, Mizuho Bank, Barclays Bank, PBS, Citi Bank, Chase Manhattan Bank, Union Bank of Switzerland. Для того чтобы определить, является данная организация маркет-мейкером или нет, следует учитывать не размер самого банка, а его долю в операциях общего рынка, способность, устанавливая цену, влиять на рынок. Услугами маркет-мейкеров пользуются *маркет-юзеры* — финансовые учреждения, осуществляющие запрос стоимости валют на рынке. Обычно это мелкие банки и финансовые компании, использующие для своих операций тот курс, который для них устанавливают маркет-мейкеры. Маркет-юзеры не являются активными игроками на рынках, и хотя общий объем их операций на рынке может быть довольно большим, доля каждого из них незначительна.

Маркет-мейкеры определяют котировки валют для мелких банков, а маркет-юзеры принимают или не принимают эти котировки. Таким образом, маркет-мейкеры котируют цену (make price), а маркет-юзеры берут цену (take price).

Проведение расчетов по внешнеэкономическим операциям, инвестирование капитала в международные проекты, спекулятивные операции, страхование от возможных убытков — все это предполагает сделки по купле-продаже иностранной валюты, которые называются конверсионными операциями. Конверсионные операции (conversion operations) — это обмен национальной валюты на другие финансовые активы (на другие иностранные валюты или долговые обязательства).

Конверсионные операции подразделяются:

• на текущие (кассовые) конверсионные операции (сделки с немедленной поставкой, наличные), или операции типа спот;

• срочные конверсионные операции.

Различия между двумя группами конверсионных операций заключаются в дате валютирования. При заключении любой сделки различаются две даты:

• заключения сделки (по телефону, телексу, письменно и т.д.);

• исполнения сделки, т.е. физическое перемещение средств, которое называется датой валютирования (value date). Это календарное число, в которое произойдет реальный обмен денежных средств в виде получения купленной валюты и поставки проданной валюты, и в которое конверсионные операции отражаются на балансовых статьях. Для текущих валютных операций дата валютирования отстоит от даты заключения сделки не далее чем на второй рабочий день, т.е. сделка выполняется не далее чем на второй рабочий день с даты заключения сделки.

Стандартные даты валютирования текущих операций могут варьироваться:

• спот (spot) — условия расчетов с датой валютирования на второй рабочий день;

• «сегодня», или тод (today, или tod) — условия расчетов с датой валютирования в этот же день;

• «завтра», или том (tomorrow, или tom) — условия расчетов с датой валютирования на следующий рабочий день.

По договоренности поставка валюты по сделкам спот откладывается до двух рабочих дней после заключения кон-

тракта для того, чтобы стороны, участвующие в сделке, могли документально ее оформить и осуществить расчеты с учетом разных часовых поясов валютных рынков. Таким образом, сущность валютной операции спот (spot currency transaction) заключается в купле-продаже валюты на условиях ее поставки банками-контрагентами на второй рабочий день со дня подписания валютного контракта по курсу, зафиксированному в момент его заключения. Срок поставки валюты называется «дата валютирования» (value date), т.е. это та дата, когда соответствующие валютные средства фактически поступают в распоряжение сторон по сделке. При фиксации даты валютирования считаются только рабочие дни по каждой из валют, участвующих в сделке, т.е. если следующий день за датой сделки является нерабочим для одной валюты, то срок поставки валют увеличивается на один день. В случае если следующий день является нерабочим для другой валюты, срок поставки автоматически увеличивается еще на один день.

При проведении конверсионных операций следует обратить внимание на вопросы котировки валюты. Определение курса валют называется их котировкой (quotation). Прямая котировка валюты (direct quotation) — это выражение цены иностранной валюты в единицах национальной валюты. Обратная (косвенная) котировка (indirect quotation) — это выражение цены национальной валюты в единицах иностранной валюты. Косвенная котировка применялась и применяется в основном в тех странах, валюты которых являются резервными, что облегчает банкам проведение необходимых бухгалтерских проводок. Кросс-курс (cross-rate) — это соотношение между двумя валютами, являющееся производным от их курсов по отношению к третьей валюте. Полная котировка валюты (full currency quotation) включает определение курса покупки (bid — buying rate) и курса продавца (ask, offer — purchasing rate), в соответствии с которым банки покупают и продают котируемую валюту.

**Пример 1**

1 USD = 27,30—27,70 RUB[1].

В данном случае USD является котируемой валютой, а RUB — котирующая валюта.

---

[1] Далее в расчетах наименования валют автор применяет в том виде, в каком они приведены в приложении 1.

Первая цифра обозначает курс bid (bid price) — 27,30, по этой цене банк покупает у своих клиентов доллары. Вторая цифра — курс ask (ask price), по которой банк продает доллары. Разница между курсом покупки и продажи называется спредом (bid/offer spread), на основе которого банк в зависимости от объема сделки получает выручку, которая в свою очередь называется банковская маржа от проведения конверсионных операций (bank margin from conversion operations).

На основе приведенных на мониторе Reuter данных валютный дилер осуществляет сравнение конъюнктуры мирового рынка с конкретными данными заключаемых контрактов. Вспомним, что номинальный валютный (обменный) курс — это относительная цена валют двух стран — валюта одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны. Когда цена единицы иностранной валюты в национальных денежных единицах растет, говорят об обесценении (удешевлении) национальной валюты. И наоборот, когда цена единицы иностранной валюты в национальных денежных единицах падает, говорят об удорожании национальной валюты (табл. 6.1).

*Таблица 6.1*

**Котировка валютных курсов основных национальных валют**

| Printed | By Reuters | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EFX = | Latest Spots | | | | | | | |
| RIC | Bid/Ask | Contributor | Loc | Srce Deal | Time | | High | Low |
| EUR = | 1.0702/07 | CITIBANK | PRG | CICZ CSFR | 08 | 03 | 1.0724 | 1.0689 |
| JPY = | 114.65/4.75 | BARCLAYS | GFX | BGFX | 08 | 02 | 114.90 | 114.50 |
| GBP = | 1.6124/34 | BARCLAYS | GFX | BGFX | 08 | 03 | 1.6162 | 1.6125 |
| CHF = | 1.4964/74 | BARCLAYS | GFX | BGFX | 08 | 02 | 1.4988 | 1.4944 |
| XAU = | 256.85/7.35 | UBS AG WDR | LON | BUBS BUBS | 08 | 01 | 257.80 | 257.00 |
| XAG = | 5.32/5.35 | S MONTAGU | LON | SMBU SMBL | 08 | 01 | 5.33 | 5.33 |
| IEP = | 1.3590/96 | REUTERS | RTR | RTRS | 08 | 02 | 1.3617 | 1.3572 |
| AUD = | 0.6465/75 | BARCLAYS | GFX | BGFX | 08 | 03 | 0.6533 | 0.6468 |
| CAD = | 1.4960/70 | BARCLAYS | GFX | BGFX | 08 | 02 | 1.4973 | 1.4954 |

Как правило, в электронных таблицах Reuter, Teleright, Diling даются котировки валют по отношению к американскому доллару. На основании этого можно вывести кросс-курсы любой валюты по отношению к другой.

**Пример 2**

1 USD = 0,9220—40 EUR; 1 USD = 0,6270—77 GBP.

Нам необходимо из предложенных котировок определить курс покупки GBP на EUR. Реально наш клиент хотел бы конвертировать выручку из GBP в EUR. С точки зрения техники эту операцию в коммерческом банке можно представить в следующем виде:

а) банк вначале покупает USD за EUR по курсу 1 USD = 0,9240 EUR;

б) затем банк продает USD на GBP по курсу 1 USD = 0,6270 GBP;

в) таким образом, мы можем составить следующую пропорцию:

0,9240 EUR = 0,6270 GBP.

В результате получим следующее соотношение:

1 GBP = 0,9240 EUR : 0,6270 = 1,4737 EUR.

Таким образом, покупка клиентом фунтов стерлингов за евро (а для банка — продажа фунтов стерлингов за евро) будет равна:

1 GBP = 1,4737 EUR.

Аналогично можно вычислить курс продажи GBP для клиента (покупки для банка):

1 GBP = 0,9220 : 0,6277 = 1,4688 EUR.

В обобщенном виде эту сделку можно представить:

1 USD/EUR = 0,9220—40

1 USD/GBP = 0,6270—77

---

1 GBP/EUR = 1,4688—1,4737

**Пример 3**

Решим подобную задачу для случая, когда одна из валют имеет косвенную котировку. Предположим, британский экспортер желает конвертировать экспортную выручку, полученную в немецких марках, в фунты стерлингов, при этом сложились следующие котировки валют к доллару США.

1 GBP = 1,5930—40 USD.

1 USD = 1,4964—74 CHF.

Наша задача — определить курс GBP к CHF.

В этом случае банк сначала продает швейцарские франки за доллары США по курсу offer: 1 USD = 1,4974 CHF. Затем банк за доллары купит фунты по курсу offer: 1 GBP = 1,5940 USD.

Схематически эту сделку можно представить в следующем виде:

$$1\ \text{GBP/USD} = 1{,}5930 - 1{,}5940$$
$$\downarrow \qquad\qquad \downarrow$$
$$1\ \text{USD/CHF} = 1{,}4964 - 1{,}4974$$
$$\overline{\qquad\qquad\qquad\qquad\qquad\qquad}$$
$$1\ \text{GBP/CHF} = 2{,}3838 - 2{,}3868$$

Теперь найдем курс покупки фунтов стерлингов за швейцарские франки с помощью цепного уравнения:

$$x\ \text{CHF} = 1\ \text{GBP}$$
$$1\ \text{GBP} = 1{,}5930\ \text{USD}$$
$$1\ \text{USD} = 1{,}4964\ \text{CHF}$$
$$\overline{\qquad\qquad\qquad\qquad\qquad\qquad}$$
$$1{,}5930 \cdot 1{,}4964 = 2{,}3838$$

Рынок спот (spot transactions) является самым крупным сегментом валютного рынка. В отношении конверсионных операций в английском языке принят устойчивый термин Foreign Exchange Operations. Его доля в общем объеме сделок на мировом валютном рынке составляет 90%.

Когда в операциях участвуют фирмы, сделка спот осуществляется следующим образом. Клиент делает банку заявку с целью купить или продать какое-то количество валюты в обмен на другую. Независимо от объема покупки банк дает котировку валюты, которая содержит две части: bid и offer. Разница между ними называется спред, и служит она для расчета комиссионных банку за валютную операцию. Таким образом, цена валюты во многом определяется спредом банковского учреждения. Банк устанавливает больший спред для небольших сделок, так как в курсе предусматривается компенсация постоянных расходов, возникающих при реализации операций. Для крупных фирм с высоким рейтингом банки предлагают операции с более узким спредом, что соответствует меньшей доле прибыли в обмен на больший объем сделок. Все это позволяет банкам получать удовлетворительную прибыль от валютных операций их клиентов. Кроме того, спред может быть большим для валют с ограниченным хождением, что связано с более высокими риском и издержками покрытия.

При определении результата сделки сумма котирующей валюты, затраченной на обмен котируемой валюты, равна:

$$P_b = P_a \cdot R.$$

И наоборот, сумма валюты при обмене котирующей валюты равна:

$$P_a = P_b / R,$$

где $P_a$ — котируемая валюта; $P_b$ — котирующая валюта; $R$ — курс валюты $A$ в валюте $B$.

В зависимости от вида сделки выбирается или курс покупки, или курс продажи.

**Пример 4**

1 EUR = 1,0702–07 USD.

При покупке клиентом у банка 10 000 EUR следует заплатить:

10 000 · 1,0707 = 10 707 USD.

При продаже клиентом банку 10 000 EUR клиент получит:

10 000 · 1,0702 = 10 702 USD.

Разница 10 707–10 702 = 5 USD составляет маржу банка.

Таким образом, банк придерживается принципа покупки котируемой валюты по меньшему курсу, а продажи котируемой валюты по большему курсу.

**Задача 1**

Банк в Базеле установил следующую котировку:

1 USD = 1,4944–64 CHF.

Определить:

а) сколько швейцарских франков будет получено при обмене 100 USD;

б) сколько USD будет получено при обмене 1 000 000 CHF.

*Решение*

а) 100 · 1,4944 = 149,44 CHF;

б) 1 000 000 : 1,4964 = 668 270,5 CHF.

**Задача 2**

Банк в Санкт-Петербурге установил на основе котировок ЦБ РФ следующие курсы продажи и покупки евро:

1 EUR = 33,40–33,60 RUB.

Определить:

а) сколько рублей будет получено при обмене 10 000 EUR;

б) сколько EUR будет получено при обмене 1 000 000 RUB.

*Решение*

а) 10 000 · 33,40 = 334 000 RUB;

б) 1 000 000 : 33,60 = 29 761,9 EUR.

**Задача 3**

Лондонский банк установил котировку 1 GBP = 1,6124–34 USD. Определить:

а) сколько GBP будет получено при обмене 1000 USD;

б) сколько USD получится при обмене 1000 GBP.

*Решение*

а) 1000 : 1,6134 = 619,8 GBP;

б) 1000 · 1,6124 = 1612,4 USD.

Особое место в валютных операциях типа спот занимают *арбитражные сделки,* т.е. операции, предпринимаемые с целью получения прибыли от вероятного изменения валютного курса. Арбитражные сделки являются основным источником доходов многих финансовых субъектов. Выделяют выравнивающий, дифференцированный (пространственный) и временной арбитраж. *Выравнивающий* арбитраж — использование курсовой разницы в целях получения прибыли путем использования обменной сделки с третьей валютой. *Дифференцированный (пространственный)* арбитраж — применение ценовой дифференциации на разных площадках торговли валютой. *Временной* арбитраж — использование дифференциации валютных курсов на разных временных интервалах.

Если участнику валютного рынка потребуется получить иностранную валюту через определенный период времени, он может заключить так называемый срочный контракт на покупку этой валюты сегодня, но с поставкой ее в будущем. К срочным валютным контрактам относятся прямые форвардные контракты, свопы, фьючерсные контракты, валютные опционы. Как прямой форвардный (forward contract), так и фьючерсный (futures contract) контракты представляют собой соглашение между двумя сторонами об обмене фиксированного количества валюты на определенную дату в будущем по заранее оговоренному (срочному) валютному курсу. Оба контракта обязательны к исполнению. Различие между ними состоит в том, что форвардный контракт заключается вне биржи, а фьючерсный контракт приобретается и продается только на валютной бирже с соблюдением определенных правил посредством открытого предложения цены валюты.

**Валютный опцион** (option of exchange) — это контракт, который предоставляет право (но не обязательство) одному из участников сделки купить или продать определенное количество иностранной валюты по фиксированной цене в течение некоторого периода времени. Покупатель опциона

выплачивает премию его продавцу взамен его обязательств реализовать вышеуказанное право.

**Своп** (от англ. *swap* — обмен) — это в общем виде обмен валютными активами с различными финансовыми характеристиками между денежными учреждениями на короткий срок. Проводимый чаще всего между центральными банками, своп позволяет на короткое время увеличить обменные резервы страны, не перенося риск этого обмена на того, кто приходит на помощь. Центральный банк, выступающий с просьбой об обмене, получает в свое распоряжение на ограниченный срок и под небольшой процент определенную сумму валюты, за которую переводит своему партнеру ту же сумму, но в своей национальной валюте. Завершение операции производится путем аннулирования сделки, т.е. возвращения полученных вкладов. Центральные банки западных стран связаны между собой сетью постоянных соглашений о сделках своп, которые позволяют им быстро оказывать друг другу необходимую поддержку, не теряя времени на предварительные переговоры.

Нередко в тех случаях, когда срочный контракт не заканчивается реальной поставкой актива, эти производные финансовые инструменты называют деривативами. Производные валютные инструменты (деривативы) используются, с одной стороны, для спекулятивных операций, а с другой — для хеджирования валютных сделок, т.е. для страхования валютных рисков. При хеджировании экономические агенты, желая уменьшить риск, связанный с колебаниями валютного курса, которые могут оказать негативное действие на их капитал, стремятся избавиться от чистых обязательств в иностранной валюте, т.е. достичь баланса между активами и пассивами в данной валюте.

Если, например, экспортер из Германии получает валютную выручку в размере 100 тыс. долл. США и хочет избавиться от неопределенности в оценке их будущей стоимости, он может немедленно обменять полученные доллары на евро по текущему курсу и инвестировать их под процент в Германии, независимо от срока, к которому потребуется данная сумма. Но, с другой стороны, экспортер может купить деривативы в иностранной валюте и хеджировать сделку, приобретая срочный контракт.

Наконец, валютный рынок позволяет осуществлять валютные спекуляции, т.е. играть на будущей цене валюты. Поведение участников валютного рынка, желающих получить максимальный выигрыш от валютной сделки, зависит от разницы между процентными ставками, а также от ожидаемой выручки. Так, если экспортер из Германии, получивший валютную выручку в размере 100 тыс. долл. США, которые потребуются ему через шесть месяцев, не ожидает никаких изменений в уровне валютного курса, то он будет инвестировать полученную сумму в американский банк, если ставка

процента в США выше, чем в Германии, и обменяет доллары на евро через шестимесячный срок. Если ставка процента окажется выше в Германии, то экспортер немедленно обменяет полученную сумму на евро и инвестирует их в немецкие банки. Если же предположить, что уровень процентных ставок в США и Германии одинаков (например, 4% на шестимесячный депозит), но ожидается обесценение евро с 0,9 евро за доллар до 1,0 евро за доллар, то экспортеру выгоднее положить деньги в американский банк и обменять их на евро через шесть месяцев, что позволит получить ему большую сумму — 104,0 тыс. евро (1,0 · 1,04 · 100 тыс. = 104,0 тыс. евро) вместо 93,6 тыс. евро (0,9 · 1,04 · 100 тыс. = 93,6 тыс. евро) сегодня.

Таким образом, общее правило для спекулятивных операций в иностранной валюте состоит в том, что их прибыльность зависит от того, насколько валюта упадет в цене сверх разницы в процентных ставках по депозитам в национальной и иностранной валюте. Однако спекулятивные операции прибыльны лишь в том случае, если участникам рынка удастся верно спрогнозировать ожидаемые изменения валютного курса.

В последние десятилетия на валютном рынке произошло изменение характера торговли: наметился значительный рост сделок, исполнение которых происходит в будущем (табл. 6.2). Во многом этому способствовали:

- ускорение передачи самой актуальной информации с помощью современных средств связи;
- глобализация и взаимопереплетение национальных рынков, в результате чего изменения в одном из центров мировой торговли оказывают влияние на состояние мирового валютного рынка в целом;
- либерализация правовых условий и ослабление государственного регулирования в области валютной торговли.

*Таблица 6.2*

**Объем мирового валютного рынка (млрд долл. в день)**

| Категория сделки | 1989 г. | | 1995 г. | | 2005 г. | | 2010 г. | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | млрд долл. | % | млрд долл. | % | млрд долл. | % | млрд долл. | % |
| Сделки спот | 350 | 56 | 520 | 41 | 798 | 42 | 1640 | 41 |
| Прямые форварды и свопы | 240 | 39 | 670 | 53 | 1007 | 53 | 1880 | 47 |
| Фьючерсы и опционы | 30 | 5 | 70 | 6 | 95 | 5 | 480 | 12 |
| Итого | 620 | 100 | 1260 | 100 | 1900 | 100 | 4000 | 100 |

*Источник*: International Financial Statistics. Yearbook. Wash., 2005; Bank for International Settlements, 2011.

В кризисный 2009 г. оборот мирового валютного рынка FOREX снизился почти на 25%. В 2010 г. его обороты превысили докризисный уровень, достигнув 4 трлн долл. США в день. Развитию торговли срочными контрактами способствовала специализация бирж, когда наряду с традиционными валютными биржами стали функционировать биржи, специализирующиеся на срочной торговле валютой и финансовыми активами. Примерами таких бирж в уже давно признанных мировых центрах торговли валютой могут служить Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (London International Financial Futures Exchange, LIFFE) или Европейская опционная биржа в Амстердаме (European Options Exchange, EOE), Немецкая срочная биржа во Франкфурте (Deutsche Terminboerse, DTB). На относительно новых мировых валютных рынках начали работу Сингапурская биржа (Singapore International Monetary Exchange, SIMEX), биржа срочной торговли в Сиднее (Sydney Futures Exchange, SFE), Австрийская срочная опционная биржа в Вене (Oesterreichische Termin Optionsboerse, OcTOB). Увеличение торговли срочными контрактами привело, с одной стороны, к повышенной восприимчивости валютного рынка к конъюнктурным изменениям и к значительному увеличению валютных колебаний, а с другой — к росту возможностей для высокоэффективного инвестирования.

*Форвардный контракт* (forward contract) — это твердая сделка, т.е. обязательная для исполнения, но с поставкой валюты не сегодня, а в будущем. Предметом форвардного контракта могут выступать не только валюта, но и другие финансовые активы, например акции, облигации и т.п.

Форвардная валютная сделка имеет три особенности:

1) покупка или продажа валюты в заранее согласованный срок (дата валютирования) по заранее установленной цене (форвардный курс);

2) исполнение сделки разделяют более чем два рабочих дня, т.е. передача валюты осуществляется через определенный период. Наиболее распространенными сроками для такого рода сделок являются 1, 2, 3, 6 месяцев, а иногда 1 год;

3) в момент заключения сделки никакие задатки или другие суммы обычно не переводятся. Мотивом форвардных сделок служит исключение курсовых рисков, возникающих при покупке валюты в срок наступления платежа.

В форвардных сделках важное значение имеют два показателя: валютный курс и процентная ставка по депозитам. Разница между курсами спот и форвард называется *форвардной маржой* и присутствует в следующем виде:

$$C_f = C_s \pm FM$$

Когда форвардный курс больше курса спот, то это премия, в противном случае — это дисконт. Размер форвардной маржи зависит от длительности рассматриваемого периода и так называемой разницы процентных ставок двух валют. Величина форвардной маржи рассчитывается по формуле

$$FM = \frac{C_s \cdot t \cdot \left| I_f - I_d \right|}{\left(I_t \cdot t\right) + \left(100 \cdot D\right)},$$

где $C_s$ — курс спот; $t$— количество дней форвардного контракта; $D$ — продолжительность года в процентном периоде (относительно доллара США продолжительность года равна 360 дням, в расчетах с фунтом стерлингов используется 365 дней (см. приложение 2)); $I_f$ — ставка процента торгуемой (иностранной) валюты; $I_d$ — ставка процента валюты котировки (национальной валюты).

Для расчета берутся процентные ставки еврорынка, а не внутреннего рынка.

**Пример 5**

Ставка по кредитам в долларах — 5%, по депозитам в евро — 7%. Курс евро к доллару — 1,3 USD/EUR. Необходимо рассчитать премию или дисконт при покупке евро через месяц.

Дисконт составит: (1,3 · 30 (5—7)) / ((7 · 30) + (100 · 360) = = –0,00215, а форвардный курс: 1,3—0,00215 = 1,29785 USD/EUR.

Форвардный курс называют также *аутрайтным* в случае, когда совершается классическая срочная сделка, освобожденная от дополнительных обязательств или оговорок.

Сформулируем общее правило для определения, что мы имеем, — дисконт или премию. Валюта с более высокой процентной ставкой будет продаваться на форвардном рынке с дисконтом по отношению к валюте с более низкой процентной ставкой. И наоборот, валюта с более низкой процентной ставкой будет продаваться на форвардном рынке с премией по отношению к валюте с более высокой процент-

ной ставкой. При установлении форвардного курса учитывается, что за период до исполнения сделки владелец валюты может получить больше в виде процента по депозиту. Поэтому для выравнивания позиции участников сделки следует скорректировать условия конверсии: в нашем примере «евро — доллар», т.е. в данном случае мы имеем дело с дисконтом. Форвардные курсы валют не определяются в результате торгов на валютном рынке, а устанавливаются банками, с которыми клиенты заключают форвардные контракты на продажу или покупку иностранной валюты.

Размер дисконта (премии) на валютном рынке определяют по специальной котировочной таблице форвардных курсов аутрайт (табл. 6.3).

*Таблица 6.3*

**Расчет дисконта на валютном рынке**

| Курс | USD/RUB | EUR/USD |
|---|---|---|
| Спот | 29,84–29,85 | 1,1510–1,1520 |
| Срок: | | |
| – 1 мес. | 4–16 | 5–3 |
| – 2 мес. | 9–18 | 10–8 |
| – 3 мес. | 14–20 | 16–13 |

Для курса доллара США к рублю форвардная маржа для курса покупки меньше, чем для курса продажи, следовательно, ее значения должны прибавляться к курсу спот, что дает следующие значения форвардного курса:

1 мес. – 29,88–30,01;
2 мес. – 29,93–30,03;
3 мес. – 29,98–30,05.

Для курса доллара США к евро форвардная маржа для курса покупки больше, чем для курса продажи, таким образом, ее значения должны вычитаться из курса спот, что дает следующие значения форвардного курса:

1 мес. – 1,1505–1,1517;
2 мес. – 1,1500–1,1512;
3 мес. – 1,1494–1,1507.

Поскольку форвардные валютные сделки обычно заключаются на некоторое количество месяцев, в финансовой печати одновременно с форвардными курсами покупки и продажи часто приводятся значения отношения форвард-

ной маржи (премии или дисконта) к курсу спот в пересчете на годовую ставку процентов:

$$\frac{C_f}{C_s} = \frac{|C_f - C_s|}{C_s} \cdot \frac{12}{m} \cdot 100,$$

где $C_f$ — форвардный курс; $C_s$ — курс спот; $m$ — количество месяцев.

Тогда таблица Аутрайт приобретет следующий вид (табл. 6.4).

*Таблица 6.4*

**Котировка форвардных курсов аутрайт**[1]

| | Dollar | Spot-Forward | | Against | | Dollar | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Close | Chg | Bid/offer, spread | One month | | Three months | |
| | | | | Rate | % PA | Rate | % PA |
| EUR | 1,1515 | +0,0108 | 510—520 | 1,1495 | 2,1 | 1,1452 | 2,2 |
| GBP | 1,6235 | –0,0051 | 230—240 | 1,6225 | 0,7 | 1,6206 | 0,7 |

Из данных видно, что при закрытии торгов (Close) курс спот доллара США к евро — 1,1515, а курс фунта стерлингов к доллару США — 1,6235. Изменение курса (Change — Chg) доллара к евро по сравнению с курсом закрытия предыдущего дня составило +0,0108 евро за доллар. Разница между курсами покупки и продажи (Bid/offer spread) доллара к евро составила 1,1510—1,1520 евро за доллар. Форвардный курс доллара к евро на 1 мес. (One month Rate) составил 1,1495. Таким образом, доллар к евро котируется с дисконтом или, что то же самое, евро к доллару котируется с премией, которая в пересчете на годовой процент будет равна:

$$\frac{C_f}{C_s} = \frac{1{,}1515 - 1{,}1495}{1{,}1515} \cdot \frac{12}{1} \cdot 100 = 2{,}1\%$$ годовых (% *PA* в таблице).

В международной практике наряду с разницей в процентных ставках используется процент по депозитам на межбан-

[1] Примеры котировок форвардных и далее фьючерсных и опционных контрактов взяты из кн.: *Черкасов В. Е.* Международные инвестиции. М. : Дело, 1999. С. 29, 95, 113.

ковском Лондонском рынке, т.е. ставка Либор. В этом случае форвардный курс вычисляется по формуле

$$C_f = \frac{C_s(1+A)}{(1+L)},$$

где $C_f$ — форвардный курс валюты; $C_s$ — курс спот; $A$ — процентная ставка на межбанковском внутреннем рынке; $L$ — ставка Либор.

**Пример 6**

Текущий курс 1 USD = 29,85 RUB. Размещение долларов США на российском межбанковском валютном рынке на один месяц под 12%, а процентная ставка Либор на международном межбанковском рынке составляет 5,6%. Тогда форвардный курс через 24 дня составит:

$$C_f = \frac{29{,}85\left(1+\frac{0{,}12\cdot 24}{360}\right)}{1+\frac{0{,}056\cdot 24}{360}} = 29{,}98.$$

Следует обратить внимание, что курс аутрайт применяется только для форвардных контрактов и отличается от форвардного курса, который используется при сделках своп. Форвардная сделка может заключаться по курсу или по ставке любого рабочего дня. Те даты, которые не соответствуют календарным месячным датам, называются некруглыми, или нестандартными. Цены или ставки для этих дат обычно рассчитываются на основе линейной интерполяции, или экстраполяции.

Формула для линейной интерполяции, или экстраполяции:

$$\begin{matrix}\text{Требуемая}\\ \text{ставка}\end{matrix} = \begin{matrix}\text{Первое}\\ \text{известное}\\ \text{значение}\end{matrix} + \left(\frac{\begin{matrix}\text{Второе}\\ \text{известное}\\ \text{значение}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Первое}\\ \text{известное}\\ \text{значение}\end{matrix}}{\begin{matrix}\text{Вторая}\\ \text{известная}\\ \text{дата}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Первая}\\ \text{известная}\\ \text{дата}\end{matrix}}\right) \cdot \left(\begin{matrix}\text{Требуемая}\\ \text{дата}\end{matrix} - \begin{matrix}\text{Известная}\\ \text{дата}\end{matrix}\right)$$

**Пример 7**

Банк заключает форвардный контракт 1 марта на поставку 2 млн евро за доллары 20 апреля. Месячная премия составит 55 пунктов (или 0,0055), двухмесячная — 75 пунктов.

Таким образом, премия за 51 день (с 01.03 по 20.04) составит:

$$\text{Премия} = 55 + \left(\frac{75-55)}{61-31}\right)\cdot(51-31) = 68 \text{ пунктов, или } 0{,}0076.$$

Международный межбанковский валютный рынок считается самым большим рынком по форвардным сделкам, хотя официальной статистики по его обороту не существует. Форвардные валютные контракты обычно заключаются на сроки 1, 2, 3, 6 и 12 месяцев, хотя могут иметь и другие сроки. Поскольку при этом фиксируется длительность контракта, а не дата поставки, каждый день на рынке заключаются новые контракты. Например, покупатель, купивший 1-месячный контракт 2 июня с поставкой 1 июля, не может продать его 6 июня, поскольку 1-месячные контракты, заключаемые в этот день, имеют дату поставки 5 июля.

Комбинации спот- и форвард-сделок (покупка сделкой спот и продажа посредством форвардной сделки, и наоборот — продажа сделкой спот, а покупка — посредством форвардной сделки) носит название *своп-сделки*. Стандартные свопы заключаются на срок от одной недели, причем покупка осуществляется по курсу спот OFFER, а продажа — по курсу аутрайт *BID*. Разница между спот- и форвард-курсами называется *своп-ставкой*.

**Пример 8**

Трейдер осуществляет месячный своп по купле/продаже 10 тыс. евро за доллары по спот-курсу 1,35 USD/EUR и форвард-курсу 1,36 USD/EUR. Покупка по спот и продажа по форвард дает трейдеру своп-контракт со ставкой 0,01 объемом 0,01 · 10 000 = 100 долл.

Мотивами своп-сделки могут быть: страхование курса при вложении ликвидных средств или получении кредита в иностранной валюте; пролонгация; перекрытие потребности в ликвидности для целей платежа или при задержке платежа в иностранной валюте; выравнивание открытой позиции, особенно в межбанковской торговле.

Традиционными участниками сделок своп являются центральные банки, которые покупают иностранную валюту друг у друга с обратной поставкой ее в будущем по установлен-

ному курсу. Востребованность такой сделки для центрального банка обусловлена необходимостью проведения валютных интервенций на внутреннем валютном рынке для погашения возникших колебаний курса национальной валюты.

Валютные свопы необходимо отличать от процентных свопов, когда происходит обмен кредитных обязательств с плавающей ставкой на обязательства с фиксированной ставкой. Валютные свопы, а также комбинированные процентные валютные свопы, в отличие от чистых процентных свопов, сопровождаются реальным движением капитала.

*Валютно-кредитная своп-сделка* (currency swap) — это операция, при которой осуществляется наличная (на условиях спот) покупка (продажа) валюты *A* в обмен на валюту *B* с одновременной продажей (покупкой) такой же суммы валюты *A* в обмен на валюту *B* на срок (на условиях форвард).

Изобразим данную сделку на схеме:

I. Продажа валюты *A*.

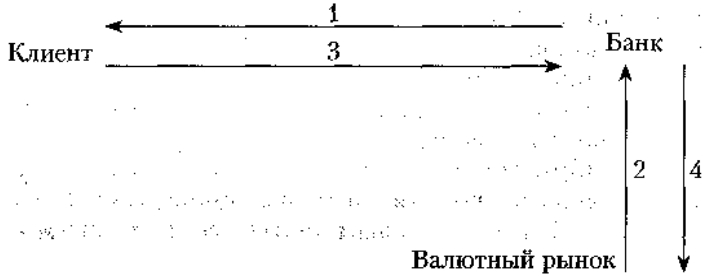
1. Заключение форварда на продажу валюты *A*.

2. Получение кредита в валюте *A*, ее конвертация в валюту *B* и хранение на депозите до срока исполнения форвардного контракта.

3. Поставка валюты *A* под расчет в валюте *B*.

4. Расчет по кредиту в валюте *A*.

II. Покупка валюты *A*.



1. Заключение форварда на покупку валюты *A*.

2. Получение кредита в валюте *B*, ее конвертация в валюту *A* и хранение на депозите до срока исполнения форвардного контракта.

3. Поставка валюты *A* по форвардному контракту под расчет в валюте *B*.

4. Расчет по кредиту в валюте *B*.

Для клиента вторая операция представляет собой простую форвардную сделку (сделку аутрайт) (outright). Банк же одновременно осуществляет две обменные операции: по курсу спот покупает иностранную валюту и одновременно продает ее по курсу форвард. Такая операция называется краткосрочным валютным свопом.

В данном случае для будущей покупки у клиента суммы P в иностранной валюте банк занимает эту сумму и обменивает ее на сумму в национальной валюте:

$$P_B = P_A \cdot R_S,$$

где $R_S$ — спот-курс покупки иностранной валюты на межбанковском рынке.

При размещении этой суммы на депозит на срок *t* дней будет получена сумма:

$$S_B = P_B\,(1 + i_B \cdot t/T),$$

где $i_B$ — годовая ставка процентов по валюте *B* в относительных единицах; *T* — расчетное количество дней в году.

Сумма в иностранной валюте, которую надо будет вернуть по кредиту с процентами по годовой ставке $i_A$, составит:

$$S_A = P_A\,(1 + i_A \cdot t/T).$$

Если форвардный курс покупки валюты у клиента будет равен:

$$R_{ft} = \frac{S_B}{S_A} = \frac{P_B(1+i_B \cdot t/T)}{P_A(1+i_A \cdot t/T)} = R_S \frac{1+i_B \cdot t/T}{1+i_A \cdot t/T},$$

то при обмене по этому же курсу процентов по депозиту в национальной валюте на дополнительную сумму в иностранной валюте, используемую вместе с полученной от клиента суммой $P_A$ для погашения кредита, банк погасит его полностью с процентами, не получив при этом никакого дохода.

Таким образом, данный форвардный курс покупки валюты у клиента является для банка бездоходным (безубыточным) курсом, называемым также теоретическим фор-

вардным курсом. Для получения дохода от операции банк должен купить у клиента иностранную валюту несколько дешевле. Снижение курса покупки должно также компенсировать возможную разницу между теоретическим форвардным курсом и реальным текущим курсом, по которому банк обменяет проценты по депозиту в национальной валюте *B*.

При проведении подобных расчетов следует учитывать, что в мировой финансовой практике расчетное количество дней в каждом месяце и в году при начислении дохода может определяться следующими способами:

- каждый месяц равен 30 дням при 360 днях в году (30/360) (немецкая практика);
- длительность каждого месяца берется по календарю при 360 днях в году (факт/360) (французская практика);
- длительность каждого месяца берется по календарю при 365 днях в году (факт/365) (английская практика).

**Пример 9**

Российский инвестор хочет продать банку полученные от иностранных инвестиций доллары США через 3 мес. в обмен на рубли. Курс доллара к рублю на валютном рынке составляет 25,65—26,02; ставки на денежном рынке на три месяца равны (% годовых): по рублю 45—55; по доллару США 10—18. Форвардный курс покупки долларов США должен обеспечить банку прибыль в размере 1% от суммы сделки в долларах.

Для исключения своего валютного риска банк проведет операцию своп с рублем путем займа долларов США, конвертации их в рубли и размещения полученных рублей на депозит с одновременным заключением форвардной сделки по покупке долларов.

Теоретический форвардный курс покупки для метода расчета 30/360 будет равен:

$$R_{ft} = 25{,}65\frac{1+0{,}45\cdot 90/360}{1+0{,}18\cdot 90/360} = 31{,}51\ \text{RUB}.$$

Норма прибыли в 1% за 3 мес. в пересчете на годовую ставку процентов составит: $i_A = 1 \cdot 360/90 = 4\%$ годовых, что будет эквивалентно дополнительной форвардной марже:

$$FM_A = 0{,}04 \cdot 31{,}51 \cdot 90/360 = 0{,}31 \text{ руб. за долл.}$$

Поскольку банк для получения прибыли должен купить доллары дешевле теоретического безубыточного курса, установленный им форвардный курс покупки долларов будет равен:

$$R_f = R_S - FM_A = 31{,}51 - 0{,}31 = 31{,}20 \text{ руб. за долл.}$$

Аналогичным образом может быть рассчитан форвардный курс продажи валюты банком клиенту. При этом теоретический форвардный курс должен быть несколько увеличен для обеспечения дохода банка.

*Фьючерсные контракты* (futures contracts). Валютный фьючерс как дериватив наиболее близок к форварду и представляет собой биржевой контракт на обмен одной валюты на другую по заранее установленной цене в определенный период в будущем. Первые валютные фьючерсы появились в 1972 г. в Чикаго (Chicago Mercantile Exchange) на специально созданном международном денежном рынке, позже также на биржах в Филадельфии (Philadelphia Board of Trade) и Нью-Йорке (New York Cotton Exchange). В настоящее время валютными фьючерсами торгуют многие валютные биржи мира.

Фьючерсные контракты заключаются между покупателем (продавцом) и биржей. Иначе говоря, по каждой сделке по существу выписываются два контракта: один — на покупку валюты в будущем, второй — на продажу. Для обеспечения гарантии выполнения обязательств владельцами контрактов они должны внести в клиринговую палату биржи соответствующий взнос — начальную гарантийную маржу (starting guarantee margin). Обычно размер начальной маржи составляет от 1 до 10% цены контракта в зависимости от вида соответствующего актива и от местонахождения биржи. Кроме того, биржи устанавливают поддерживающую маржу (supporting margin) — минимальный уровень, ниже которого сумма на маржевом счете владельца контракта с учетом возможных его убытков не должна опускаться. Размер поддерживающей маржи на различных биржах обычно составляет 70—80% от начальной, хотя может и равняться начальной марже.

Фьючерсный контракт по форме мало отличается от форвардного, но по существу между ними имеются серьезные различия (табл. 6.5).

*Таблица 6.5*

**Основные различия между фьючерсными и форвардными контрактами**

| № | Фьючерсные контракты | Форвардные контракты |
|---|---|---|
| 1 | Стандартизованные контракты по размеру и дате поставки | Контракты с договорными размером и датой поставки |
| 2 | Заключаются между клиентом и биржей | Заключаются между двумя сторонами |

*Окончание табл. 6.5*

| № | Фьючерсные контракты | Форвардные контракты |
|---|---|---|
| 3 | Легко торгуются на рынке | Невозможно продать до конца срока |
| 4 | Все контракты ежедневно пересчитываются по новой рыночной цене с немедленной реализацией прибылей и убытков | Прибыль или убыток реализуется по истечении срока контракта |

Как показывает практика, фьючерсные контракты редко используются для физической поставки соответствующего актива (валюты). Большинство их держателей закрывают свои позиции до срока окончания с целью хеджирования или извлечения выгоды из движения валютных курсов.

Фьючерсная цена (futures price) котируется за единицу актива, т.е. на единицу иностранной валюты. Например, 18 сентября 2006 г. на ММВБ можно было заключить фьючерсные контракты на 1000 долл. США на сентябрь 2007 г. (срок исполнения 17 сентября 2007 г.) по цене 26,2975 руб. за 1 долл. Это означает, что покупатель контракта обязуется купить, а продавец контракта — продать 1000 долл. США по цене 26,2975 руб. за 1 долл. 17 сентября 2007 г.

Валютные фьючерсы в отличие от валютных форвардных контрактов являются стандартизованными биржевыми контрактами. На самой крупной фьючерсной площадке — Чикагской товарной бирже (Chicago Merchantile Exchange, CME) — торгуются фьючерсные контракты на евро, фунты стерлингов, японские иены и швейцарские франки. Котировки валютных фьючерсов на CME обычно публикуются в следующем виде (табл. 6.6).

*Таблица 6.6*

**Котировка фьючерсных контрактов**

| Currency futures | | | | | | Lifetime | | Open |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Open | High | Low | Settle | Change | High | Low | interest |
| | British pound | | (CME) | –62,500 | pds | $ per | pound | |
| Sept. | 1,6635 | 1,6720 | 1,6575 | 1,6665 | –.0125 | 1,.6835 | 1,6340 | 38,223 |
| Dec. | 1,6530 | 1,6595 | 1,6460 | 1,6550 | –.0125 | 1,6660 | 1,6250 | 925 |
| | Swiss frank | | (CME) | –125,000 | franc | $ per | franc | |
| Sept. | ,6901 | ,6963 | ,6893 | ,6957 | +,0084 | ,7017 | ,6090 | 39,502 |
| Dec. | ,6931 | ,6988 | ,6912 | ,6980 | +,0083 | ,7043 | ,6178 | 3,124 |

Из этих данных видно, что на CME можно было приобрести стандартный контракт на покупку или продажу 62 500 GBP (кратное примерно 100 000 USD) в сентябре. Цена при открытии торгов составила 1,6635, а при закрытии — 1,6665 USD за GBP. Самая высокая и самая низкая цены дня составили соответственно 1,6720 и 1,6575 USD за GBP. Изменение цены закрытия по сравнению с предыдущим днем торгов составило 0,0125 USD за GBP. Количество открытых контрактов на конец дня было равно 38 223 фьючерса.

Фьючерсные цены изменяются в течение дня торгов и от одного дня к другому. Вследствие этого все позиции по открытым фьючерсным контрактам в конце каждого дня торгов пересчитываются с учетом новой рыночной цены. Если цена на актив увеличилась, покупатель контракта немедленно получает на свой счет наличные в размере выигрыша. В случае убытка его размер списывается со счета владельца контракта. Расчеты по фьючерсному валютному контракту на 62 500 GBP (расчет в долл. США) приведены в табл. 6.7.

*Таблица 6.7*

**Маржевой счет фьючерсного контракта**

| Показатели | Открытие позиции | Дни торгов | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Фьючерсная цена за 1GBP | 1,6600 | 1,6670 | 1,6680 | 1,6650 | 1,6690 | 1,6700 |
| Нижний уровень маржи | 7000 USD | | | | | |
| Позиция покупателя:<br>— маржевой счет<br>— переменная маржа<br>— накопленный выигрыш (проигрыш) | 10 000 | 10 437<br>+437<br><br>437 | 10 499<br>+62<br><br>499 | 10 312<br>−187<br><br>312 | 10 562<br>+250<br><br>562 | 10 624<br>+62<br><br>624 |
| Позиция продавца:<br>— маржевой счет<br>— переменная маржа<br>— накопленный выигрыш (проигрыш) | 10 000 | 9563<br>−437<br><br>−437 | 9501<br>−62<br><br>−499 | 9688<br>+187<br><br>−312 | 9438<br>−250<br><br>−562 | 9376<br>−62<br><br>−624 |

Если бы позиции были закрыты по итогам пятого дня торгов при остатке на счете продавца 9376 долл., доход покупателя контракта до вычета налогов и соответственно убыток продавца составили бы 624 долл. (10 000—9376) за контракт. Норма дохода покупателя контракта за 5 дней в расчете на средний вложенный капитал составила:

$$r = \frac{624}{10\,000/5} \cdot 100 = 31{,}2\%.$$

**Пример 10**

По итогам торгов на ММВБ 13 ноября 2006 г. цена фьючерсного контракта на 1000 долл. США с поставкой в феврале 2007 г. составляла 26,6644 руб. за доллар. По итогам торгов 23 ноября фьючерсная цена составила 26,6732 руб. за доллар. Покупатель контракта получил прибыль: 26,6732—26,6644 = 0,0088 руб. за доллар, или 0,0088 · 1000 = 8,8 руб. за контракт. Продавец валюты по фьючерсному контракту получил по итогам дня убыток 8,8 руб. за контракт.

Если гарантийная маржа составляла 0,50 руб. за доллар, текущая доходность инвестиций в рассматриваемые фьючерсные контракты с 13 ноября по 14 ноября 2006 г. составила:

$$r = \frac{0{,}0088}{0{,}50} \cdot 100 = 1{,}76\%; \text{ или } i = 1{,}76 \cdot \frac{365}{10} = 64{,}24\% \text{ годовых.}$$

Если сумма на счете держателя фьючерсного контракта упала ниже поддерживающей маржи, он должен до начала следующего дня торгов внести дополнительный взнос. Если это не сделано, брокер закрывает позицию держателя контракта. Это возможно в силу того, что рынок валютных фьючерсов — высоколиквидный, и существующая позиция может быть закрыта в любой момент обратной сделкой. При этом, как и при фьючерсах на товары, очень мало контрактов реализуются с фактической поставкой валюты на срок их окончания.

Существующая международная компьютерная торговая система GLOBEX обеспечивает круглосуточную торговлю и позволяет открыть позицию на одной бирже и закрыть ее на другой бирже.

Фьючерсные контракты широко используются для хеджирования.

**Пример 11**

Предприниматель приобретает 8 марта шесть июньских фьючерсных контрактов на покупку евро по курсу 1,3520 USD/EUR, размером 100 тыс. EUR. Чистая длинная позиция в июне составит

$6 \cdot 100\,000\ (S - 1{,}3520)$, где $S$ — курс спот в июне. Трейдер получит прибыль лишь в случае превышения курсом значения 1,3520, например 1,3620.

В целях хеджирования прибыли предприниматель покупает столько же фьючерсов на продажу евро по курсу 1,4020 USD/EUR. Чистая короткая позиция составит $6 \cdot 100\,000\ (1{,}4020 - S)$, где $S$ — курс спот в июне.

Таким образом, предприниматель купил фьючерсы на покупку и продажу евро. К моменту исполнения контрактов его чистая позиция составит:

$6 \cdot 100\,000\ (S - 1{,}3520) + 6 \cdot 100\,000\ (1{,}4020 - S) = 6 \cdot 100\,000\ (1{,}4020 - 1{,}3520) = 30\,000$ долл.

*Валютные опционы (currency option).* Валютные опционы не являются абсолютно новым видом валютных операций. Попытки создания внебиржевого опционного рынка валют предпринимались еще в 1920-х и 1940-х гг. Однако наиболее востребованным рынок валютных опционов стал в 1982 г., когда были созданы Европейский опционный рынок (European Options Market) в Амстердаме и Монреале (Montreal Exchange). Сегодня главными центрами торговли валютными опционами являются Чикаго (Chicago Mercantile Exchange — CME) и Филадельфия (Philadelphia Stock Exchange). Кроме того, валютные опционы действуют в Лондоне, Сингапуре, Бангкоке, Сиднее и Ванкувере.

По опционному договору один брокер (дилер) выписывает и передает опцион, а другой покупает его и получает право в течение оговоренного в условиях опциона срока либо купить по установленному курсу (страйк-цене) определенное количество валюты у лица, выписавшего опцион (опцион на покупку), либо продать эту валюту ему (опцион на продажу). Таким образом, продавец опциона обязан продать (или купить) валюту, а покупатель опциона не обязан этого делать, т.е. он может купить или не купить (продать или не продать) валюту.

Таким образом, опцион (option) является формой страхования валютных рисков, защищающей покупателя от риска неблагоприятного изменения обменного курса сверх оговоренной страйк-цены, и дает ему возможность получить доход в случае, если обменный курс меняется в благоприятном для него направлении сверх страйк-цены.

Рост обменного (т.е. текущего) курса по сравнению со страйк-ценой называется апсайд (от англ. *upside* — верхняя сторона). Снижение обменного курса по сравнению со

страйк-ценой называется даунсайд (от англ. *downside* — нижняя сторона).

Существуют три типа опциона:

1) опцион на покупку, или опцион колл (англ. *call*). Этот опцион означает право покупателя опциона (но не обязанность) купить валюту для защиты от (или в расчете на) потенциального повышения ее курса;

2) опцион на продажу, или опцион пут (англ. *put*). Этот тип опциона означает право покупателя опциона (но не обязанность) продать валюту для защиты от (в расчете на) их потенциального обесценения;

3) опцион двойной (англ. *put-call option*), или опцион стеллаж (англ. *stellage*). Этот тип опциона означает право покупателя опциона либо купить, либо продать валюту (но не купить и продать одновременно) по базисной цене.

На опционе указывается срок. Срок опциона — это дата (или период времени), по истечении которой (которого) опцион не может быть использован.

Существуют два стиля опциона: европейский и американский. Европейский стиль (European style) означает, что опцион может быть использован только в фиксированную дату. Американский стиль (American style) означает, что опцион может быть использован в любой момент в пределах срока опциона.

Опцион имеет свой курс. Опционный курс *(option price)* — это страйк-цена (от англ. *strike price* — цена). Опционный курс — это цена, по которой можно купить (колл) или продать (пут) валюту, т.е. актив опциона.

Покупатель опциона выплачивает продавцу опциона или лицу, выписавшему опцион, комиссионные, которые называются премией. Премия (premium) — это цена опциона. Риск покупателя опциона ограничен этой премией, а риск продавца опциона снижается на величину полученной премии.

Обладание опционом дает возможность его владельцу (т.е. лицу, купившему опцион) гибко реагировать в случае неопределенности будущих обязательств. Опционная сделка не является обязательной для владельца опциона, поэтому, если опцион не реализуется, владелец может его либо перепродать, либо оставить неиспользованным. Валютные опционы торгуются на валютных рынках по всему миру, включая рынки в США, Лондоне, Амстердаме, Гонконге, Сингапуре, Сиднее, Ванкувере и Монреале. На всех этих рынках торгуются три типа валютных опционов.

1. Внебиржевые опционы европейского типа (European off-exchange options). Такие опционы выписываются банками для их клиентов — экспортеров и импортеров в соответствии с их потребностями по размеру контракта и дате его исполнения. Банк, выписавший опцион, для хеджирования своего риска обычно заключает форвардный контракт с другим банком или опционный контракт с биржей.

2. Биржевые валютные опционы (stock exchange currency options), которые впервые стали торговаться в начале 1980-х гг. на Филадельфийской бирже.

3. Опционы на валютные фьючерсы (option contract for currency futures), торгуемые, например, на Чикагской торговой бирже.

В табл. 6.8 приведены формы данных по котировкам валютных опционов, публикуемых в печати.

*Таблица 6.8*

**Котировка курсов опционных контрактов**

| Phiadephia Exchange Options | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Option & Underlying | | Calls – last | | | Puts – last | | |
| | | Strike price 31,250 GBP per unit | | | | | |
| | | Mar | Apr | Jun | Mar | Apr | Jun |
| B Pound | 158 | R | R | R | R | 1,44 | R |
| 160,44 | 159 | R | R | R | 1,07 | R | R |
| 160,44 | 160 | 2,00 | R | 3,55 | 1,53 | R | R |
| 160,44 | 162 | 0,87 | R | 2,50 | R | R | R |
| 160,44 | 163 | 0,75 | R | S | R | R | S |
| 160,44 | 164 | 0,50 | R | R | R | R | R |

Символ *R* означает, что торги по данному опциону в этот день не проводились, символ *S* — что данный опцион не существует. Из приведенных данных видно, что при текущем курсе фунта стерлингов, равном 160,44 цента за фунт, можно было купить опционы на покупку или продажу 31 250 ф.ст. с ценой исполнения от 158 до 164 центов за фунт. При этом в данный день не все существующие опционы торговались, а июньских опционов с ценой исполнения 163 цента за фунт на бирже не было.

**Пример 11**

На валютной бирже предлагается опцион на покупку долларов США со следующими параметрами:

| | |
|---|---|
| Объем сделки | 10 000 долл. США |
| Срок | 3 месяца |
| Опционный курс (страйк-цена) | 27 руб./долл. США |
| Премия | 0,5 руб./долл. США |
| Стиль | Европейский |

Покупка данного опциона позволяет его владельцу купить 10 000 долл. США через 3 месяца по курсу 27 руб. за 1 долл., т.е. затраты на покупку валюты составят 270 000 руб. (10 000 долл. · · 27 руб.).

При заключении опционного контракта покупатель опциона уплачивает продавцу опциона премию в размере 5000 руб. (10 000 долл. · 0,5 руб.). Общие затраты на покупку опциона и валюты по нему составляют 275 000 руб. (270 000 + 5).

Покупая опцион, покупатель обеспечивает себе полную защиту от повышения валютного курса. В нашем примере покупатель имеет гарантированный курс покупки валюты 27 руб. за 1 долл. США. Если на день исполнения опциона курс спот будет выше курса опциона, то покупатель все равно купит валюту по курсу 27 руб./долл. США и получит выигрыш от повышения курса валюты на рынке. Если на день исполнения опциона курс спот будет ниже курса опциона, то покупатель может отказаться от опциона и купить доллары на наличном рынке по более низкому курсу, чем курс опциона. Тем самым он выигрывает от снижения валютного курса.

В опционном контракте важную роль играет уплачиваемая покупателем премия. Согласно формуле Блэка — Шоулза цена опциона (премия) зависит от следующих факторов:

- *цены исполнения* (strike): чем более выгодной является цена исполнения для покупателя в момент установления цены, тем больше вероятность исполнения опциона с убытком для продавца, следовательно, тем выше премия по опциону;
- *волатильности (неустойчивости, изменчивости цен)*, которая представляет собой меру изменчивости цены актива. Чем выше изменчивость цены, тем больше вероятность того, что опцион будет иметь для покупателя ценность в какой-то момент времени;
- *срока действия*: чем больше срок действия опциона, тем выше вероятность того, что он будет иметь ценность для покупателя, так как увеличивается период, в течение которого могут происходить ценовые изменения;

• *процентных ставок*: премия уплачивается вперед. Следовательно, ценность опциона будет зависеть от текущей стоимости цены исполнения, а значит, и от процентной ставки;

• *вида опциона*: американский опцион стоит дороже, так как дает большую степень выбора для покупателя.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Активы** (assets) — в международных стандартах финансовой отчетности активы трактуются как ресурсы, контролируемые хозяйствующим субъектом в результате событий прошлых периодов, от которых он ожидает экономические выгоды в будущем. Заключенная в активах экономическая выгода представляет потенциал, который войдет прямо или косвенно в поток денежных средств хозяйствующего субъекта.

**Арбитражеры** — осуществляют финансовые операции с одновременным проведением противоположных операций на другом рынке с целью извлечения прибыли на разнице курсов на различных рынках в разных регионах.

**Волатильность** (неустойчивость, изменчивость) — широко используемый критерий степени риска активов, связанный с диапазоном ожидаемых ставок доходности и их вероятностью.

**Спекулянты** — заключают сделки с целью заработка на благоприятном движении курса, у них нет намерения страховать свои операции.

**Хеджеры** — проводят операции хеджирования, предназначенные для защиты валютной выручки от действия валютного курсового риска. Использование инструментов рынка деривативов, покупка форвардных контрактов, фьючерсы, опционы или проведение своп-операций.

### Контрольные вопросы и задания

1. Укажите различие прямой и косвенной котировок валют.
2. Что такое кросс-курс?
3. В чем заключается разница между курсом продавца и покупателя? Кто их устанавливает?
4. Назовите основные виды валютных операций.
5. В чем состоит различие валютных операций «спот» и «форвард»?
6. Чем отличаются валютные фьючерсы от форвардных операций?
7. Чем определяется величина спот-курса и форвардного курса?

8. Определите факторы, влияющие на размер спреда.

9. В чем состоит особенность форвардного валютного рынка?

10. Укажите факторы, влияющие на размер форвардной маржи.

11. Какие сделки на валютном рынке называются своп-сделками?

12. В чем состоят преимущества своп-сделок перед другими срочными сделками?

13. Дайте определение валютного опциона и его видов.

14. Каковы преимущества биржевого, внебиржевого валютного рынка? Как они взаимодействуют?

## Практические задания

1. Доллар США равняется: 1 USD = 6,6500–6,6550 DKK – датской кроны. Доллар США равняется 0,8520–45 EUR. Определите кросс-курс датской кроны к евро.

2. Клиент в Лондоне покупает 100 тыс. USD по курсу: 1GBP = 1,6245–60 USD. Определите, сколько фунтов потребуется клиенту для оплаты сделки.

3. Известны следующие курсы валют:

| Валюта | Покупка | Продажа |
|---|---|---|
| Фунт стерлингов/доллар США | 1,6510 | 1,6480 |
| Доллар США/рубль | 25,45 | 25,50 |

Определите кросс-курс покупки и продажи фунта стерлингов к рублю.

4. На валютном рынке даются следующие котировки валют для срочных сделок:

| Срок | Доллар США/рубль | Доллар США/евро |
|---|---|---|
| Спот | 25,45–55 | 0,9250–0,9260 |
| 1 мес. | 40–60 | 5–3 |
| 2 мес. | 90–130 | 10–8 |
| 3 мес. | 140–180 | 16–13 |

Определите форвардные курсы доллара США к рублю и евро на 1, 2 и 3 месяца.

5. Курс доллара США к евро составляет 0,9260. Ставки по еврокредитам на 6 мес. (182 дня) равны: по долларам США – 5,5312% годовых; по евро – 7,3125% годовых.

Определите:

а) приближенные значения шестимесячного теоретического курса форвард доллара США к евро и теоретическую форвардную маржу;

б) как должен котироваться доллар США к евро при заключении форвардного контракта: с дисконтом или с премией?

6. Российский инвестор хочет купить у банка иностранную валюту в обмен на рубли для оплаты торгового контракта, срок платежа

по контракту наступит через 3 мес. Курс-спот доллара к рублю на валютном рынке составляет 25,65–26,02; ставки на денежном рынке на три месяца равны (% годовых): по рублю 45–55; по доллару США 10–18. Своп-курс покупки долларов США должен обеспечить банку прибыль в размере 2% от суммы сделки в долларах. Определите своп-курс.

7. Фирме в Швейцарии через 3 мес. (91 день) потребуется 1 млн долл. США. Курс доллара к швейцарскому франку:

спот 1,4920–1,4950;

3 мес. 65–55.

Опцион на покупку 100 тыс. долл. США приобретен по цене 1,4895 швейцарского франка за доллар с уплатой премии 0,002 швейцарского франка за доллар.

Определите результаты сделки, если курс доллара через 3 мес. составит:

а) 1,4890–1,4925;

б) 1,4840–1,4885.

8. Компания желает приобрести фунты стерлингов и получает котировки двух банков: первый котирует 1GBP = 1,6240–55 USD, во втором банке котировка составляет: 1GBP = 1,6245–60 USD. Совершите оптимальную сделку спот и вычислите сумму платежа в долларах при покупке 1 млн GBP.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Тенденции развития мирового валютного рынка в условиях глобализации.
2. Национальные валютные рынки (на примере отдельных стран).
3. Еврорынок: современные тенденции развития.

## Литература

International Capital Markets (2000) Developments & Trends in the Mature Markets / IMF. 2004–2012.

World Economic Outlook & International Capital Markets. – IMF. – Wash. – Dec. 2008–2012.

*Авагян, Г. Л.* Международные валютно-кредитные отношения : учебник / Г. Л. Авагян, Ю. Г. Вешкин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Магистр : ИНФРА-М, 2012.

*Корнелиус, Л.* Торговля на мировых валютных рынках. – 2-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005.

*Лофтон, Т.* Основы торговли фьючерсами : пер. с англ. – М. : ИК «Аналитика», 2001.

*Мориц, А.* Опционы колл и пут: экономическое и математическое содержание опционов. Основы теории и практики : учеб.-метод. пособие : пер. с нем. – М. : Финансы и кредит, 2004.

*Натенберг, Ш.* Опционы: волатильность и оценка стоимости. Стратегии и методы опционной торговли : пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.

*Райх, М.* Глобальный кризис. За гранью очевидного / М. Райх, С. Долан. – М., 2010.

*Томсетт, М.* Торговля опционами: спекулятивные стратегии, хеджирование, управление рисками : пер. с англ. – М. : Альпина, 2001.

*Халл, Дж. К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты : пер. с англ. – 6-е изд. – М. : Вильямс, 2008.

*Черкасов, В. Е.* Международные инвестиции. – М. : Дело, 1999.

## Интернет-ресурсы

Статистические данные Банка России. URL: http // www. cbr. ru/statistics.

# Глава 7
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ РАСЧЕТЫ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• основные методы выбора валютно-финансовых условий контрактов при международной купле-продаже товаров;

***уметь***

• анализировать систему данных условий, принципов выбора валютно-финансовых условий контрактов;

***владеть***

• навыками осуществления основных методов международных расчетов;

• способами окончательного зачисления средств по корреспондентским межбанковским счетам.

## 7.1. Организация международных расчетов и платежей. Роль коммерческих банков в осуществлении международных расчетов

**Международные расчеты** — это регулирование платежей по денежным требованиям и обязательствам, возникающим в связи с экономическими, политическими, научно-техническими и культурными отношениями между государствами, организациями и гражданами разных стран. Международные расчеты осуществляют преимущественно безналичным путем в форме записей на счетах банков. Поскольку отсутствуют мировые кредитные деньги, принятые во всех странах, в международных расчетах используются девизы — платежные средства в иностранной валюте. В их числе:

• коммерческие переводные векселя (тратты) — письменные приказы об уплате определенной суммы определенному лицу в определенный срок, выставляемые экспортерами импортерам;

• обычные (простые векселя) — долговые обязательства импортеров;

• банковские векселя — векселя, выставляемые банками данной страны на своих иностранных корреспондентов. В зависимости от репутации банков сфера обращения их векселей шире, чем коммерческих векселей. Купив банковские векселя, импортеры пересылают их экспортерам для погашения своих обязательств;

• банковский чек — письменный приказ банка своему банку-корреспонденту о перечислении определенной суммы с его текущего счета за границей чекодержателю;

• банковские переводы — почтовые и телеграфные переводы за рубеж;

• банковские карточки (кредитные, пластиковые и др.) — именные денежные документы, дающие право владельцам использовать их для приобретения товаров и услуг за рубежом на безналичной основе.

Система международных платежей отличается от платежной системы в отдельных странах. Так, если один банк в развитой стране хочет перевести деньги другому банку в той же стране, то он может использовать платежную систему ЦБ. На международной арене единого ЦБ не существует. В силу этого коммерческие банки, осуществляющие валютную операцию, должны использовать свои корреспондентские отношения с банками в других странах для исполнения таких сделок.

**Корреспондентские отношения** — это договорные отношения, возникающие между двумя или несколькими коммерческими банками по поводу осуществления платежей и расчетов одним из них по поручению другого, а также предоставления кредитов, оказания других различных услуг. Основой корреспондентских отношений являются корреспондентские счета. Международные расчеты осуществляются в основном безналичным путем в форме записей на корреспондентских счетах банков на основе договора.

**Корреспондентский договор** (correspondent agreement) — соглашение между несколькими банками об осуществлении платежей и расчетов между ними. При заключении корреспондентского договора определяются валюта расчетов, правила перевода остатка средств на счета в третьи страны, порядок пополнения счета и другие условия. На основе корреспондентских договоров производятся расчеты по внешней торговле, в том числе аккредитивами, переводными

векселями, иностранными денежными переводами. В предусмотренные договором сроки банки-корреспонденты взаимно сверяют записи по корреспондентским счетам. Корреспондентский счет (correspondent account) — это счет, на котором отражаются расчеты, произведенные одним кредитным учреждением по поручению и за счет другого на основе заключенного корреспондентского договора. Корреспондентские счета по международным расчетам подразделяются на счета «ностро» и «лоро».

Счета «ностро» (наши счета у них) — это счета данного банка в иностранных банках:

1) счет, который банк имеет у своего иностранного банка-корреспондента и на котором учитываются все его расходы и поступления;

2) корреспондентский счет, по которому проводятся все операции по исполнению корреспондентом поручений банка.

Счета «лоро» (их счета у нас) — это счета зарубежных банков в национальном банке:

1) корреспондентский счет по международным расчетам, который открывается в отечественном банке на имя иностранного банка-корреспондента;

2) счет, открываемый банком-корреспондентом для зачисления сумм, выдаваемых или получаемых по поручению своего корреспондента.

Счет «лоро» может быть также корреспондентским счетом третьего банка, открытым у банка-корреспондента данного кредитного учреждения. При этом счет банка-корреспондента в данном кредитном учреждении называется счетом «востро». Открывается он преимущественно коммерческими банками, которые активно осуществляют переводы, аккредитивные, инкассовые и другие операции по расчетам за товары и услуги.

Платежи по корреспондентским счетам осуществляются в пределах остатка по счету либо с превышением остатка за счет овердрафта. Крупный банк, обслуживая национальный или региональной рынок, в то же время помогает другим банкам и, следовательно, предоставляет услуги их клиентам. Малые банки становятся корреспондентами крупных банков для получения услуг на главных рынках и получения специализированной помощи, включая кредиты. Крупные банки становятся корреспондентами малых банков для получения доступа к региональным рынкам. Эти банки обмениваются информацией относительно услуг, которые они предоставляют,

комиссионных за эти услуги, книгами подписей, конфиденциальными текстовыми ключами (методами кодировки).

При осуществлении международных платежей банк совершает две операции:

1)отправляет сообщение (авизо) о необходимости перечислить деньги какому-либо юридическому или физическому лицу;

2) выполняет фактический трансфер денег (путем внесения соответствующих бухгалтерских записей в свои книги) для осуществления окончательного расчета (settlment) или для рамбурсирования (reimbursment) платежа. Это связано с тем, что окончательный расчет по безналичному платежу в любой валюте может быть произведен лишь посредством бухгалтерских записей банка на территории соответствующей страны, в которой данная валюта является законным средством платежа.

Банки осуществляют международные трансферты валютных фондов по просьбе клиентов, используя сеть корреспондентских банковских счетов. Инструкции о выполнении платежа могут передаваться с использованием платежного поручения или заявления на перевод (remittance order), а также при помощи иностранной тратты или банковского чека (foreign draft). Важная составляющая этих инструкций — метод окончательных расчетов, т.е. описание способа, которым деньги перемещаются из одного банка в другой. Приведем наиболее характерный пример расчетов банками.

Банк в США, выполняя требование своего клиента, оплачивает товары из России в долларах США по следующему алгоритму:

1) выполняя требование своего клиента по оплате сырья, американский банк-корреспондент дебетует текущий счет этого клиента-покупателя на сумму платежа и комиссионных за операцию. Далее он кредитует на своих книгах суммой платежа корреспондентский лоро-счет российского КБ, указанный клиентом;

2) после этого он отсылает корреспондентское сообщение (авизо) указанному российскому коммерческому банку, который обслуживает экспортера из России, о том, что необходимая сумма в долларах США зачислена на счет этого банка. Такой трансферт фондов называется рамбурсированием, так как отсылающий банк осуществляет предварительную компенсацию получающему банку;

3) российский коммерческий банк кредитует в эквивалентной сумме отечественной валюты (или иностранной валютой, как в случае российского экспортера) текущий счет конечного бенефициара — экспортера.

Деятельность банков в сфере международных расчетов является объектом государственного регулирования.

Для своевременного и рационального осуществления международных расчетов банки поддерживают необходимые валютные позиции в разных валютах в соответствии со структурой и сделками предстоящих платежей. Валютная позиция (currency position) — это изменение соотношения требований и обязательств партнеров (контрагентов) по контракту в иностранной валюте. Валютная позиция банка показывает наличие у банка требований и обязательств в какой-либо валюте. Валютная позиция может быть открытой, закрытой, длинной и короткой.

*Открытая позиция* (open position) в какой-либо валюте — несовпадение требований и обязательств в данной валюте, т.е. несоответствие объемов покупок и продаж иностранной валюты в конце рабочего дня банка. *Закрытая позиция* (closed position) — это совпадение покупок и продаж валюты. Превышение покупок над продажами означает *длинную позицию* (long position), а превышение продаж над покупками — *короткую позицию* (short position).

Все внешнеторговые сделки связаны с платежами, т.е. с переводом денег из одной страны в другую. Этим они отличаются от системы клиринговых расчетов, когда платежи между партнерами и банком производятся в одной стране, а окончательный расчет совершается между государственными (центральными) банками данных стран.

В международной практике торговых отношений существует несколько методов расчетов и платежей, различающихся в зависимости от взаимного доверия торговых партнеров и роли, которую призваны в каждом конкретном случае играть банки при международных расчетах продавцов и покупателей. При этом банки выполняют посредническую роль обеспечения денежного платежа взамен товарораспорядительных документов. Корреспондентские отношения определяют порядок расчетов, размер комиссии, методы пополнения израсходованных средств.

Схематически механизм международных расчетов можно представить следующим образом:

1) импортер покупает у своего банка телеграфный перевод, банковский чек, вексель или другой платежный документ и пересылает экспортеру;

2) экспортер получает от импортера этот платежный документ и продает его своему банку за национальную валюту, которая необходима ему для производства и иных целей;

3) банк экспортера пересылает за границу своему банку-корреспонденту платежный документ;

4) полученная от продажи этого документа сумма иностранной валюты зачисляется банком импортера на корреспондентский счет банка экспортера.

Такой механизм позволяет осуществлять международные расчеты через банки-корреспонденты путем зачета встречных требований и обязательств без использования наличной валюты. Сам механизм расчетов и конкретные посредники (банки-корреспонденты) фиксируется во внешнеторговом контракте, при этом предусматривается передача товара или товарораспорядительных документов, которые пересылаются банком экспортера банку импортера страны-плательщика, для оплаты в установленный срок.

## 7.2. Валютно-финансовые условия внешнеторгового контракта

Исполнение иностранными контрагентами финансовых обязательств, являющихся частью условий внешнеторговой сделки, во многом определяется формой избранных расчетов и порядком их оформления, которые подчиняются международной практике, а также зависят от характера валютно-финансовых ограничений на внутреннем рынке страны. От выбора оптимальной формы и условий расчета, а также исполнения процедур оформления и платежа при осуществлении экспортно-импортных сделок в значительной степени зависят надежность выполнения контракта, скорость и гарантия оплаты, сумма расходов, связанная с банковско-финансовыми операциями, а также возможность предотвращения претензий от зарубежных партнеров и возникающих в связи с этим убытков. При заключении международных соглашений сталкиваются разнонаправленные интересы сторон: экспортеру выгодно получить максимальную сумму валюты в кратчайший срок, импортер стремится к выплате минимальной суммы с отсрочкой платежа. В конечном итоге обе стороны находят приемлемое компромиссное решение и подписывают контракт.

Валютно-финансовые условия внешнеторгового контракта помимо форм расчетов и условий платежа включают принципы выбора валюты цены и валюты платежа, виды платежа, систему гарантий страхования риска валютных потерь (рис. 7.1).

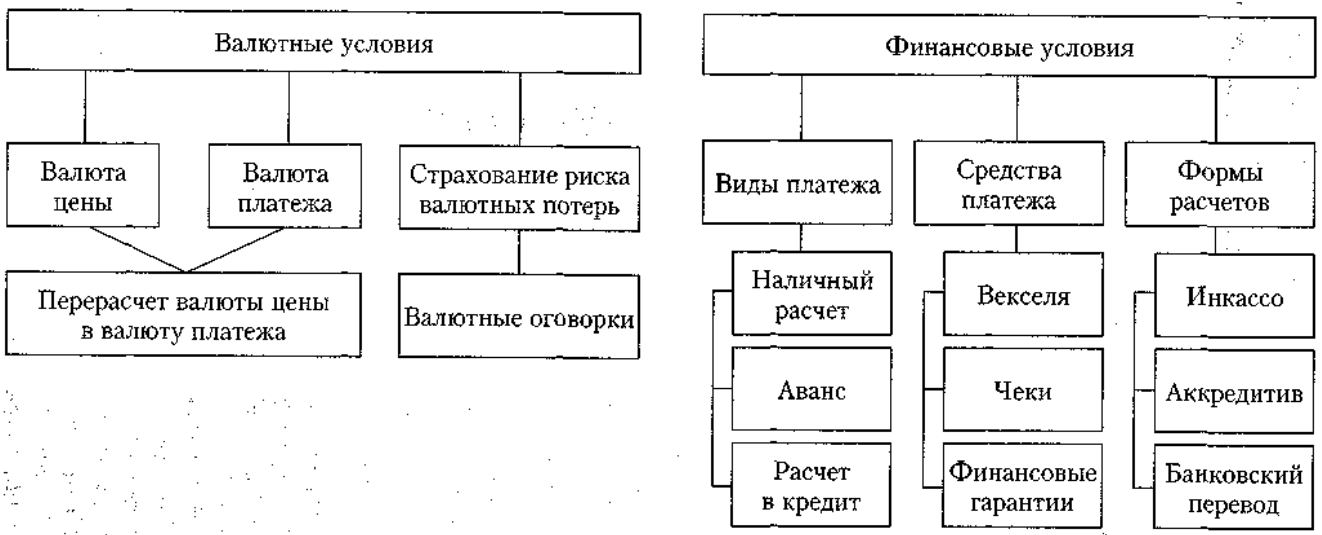



*Рис. 7.1.* **Валютно-финансовые условия контракта**

*Валютные условия внешнеторгового контракта* включают: валюту цены и способ определения цены; валюту платежа; курс пересчета валюты цены в валюту платежа или способ его определения (если валюта цены и валюта платежа не совпадают); валютные оговорки, которые используют контрагенты для защиты от возможных потерь в связи с изменением курса валют.

*Цена контракта* — это количество денежных единиц, которые покупатель должен заплатить продавцу в той или иной валюте за весь товар или за единицу товара, который продавец доставляет в указанный в контракте географический пункт на базисных условиях. В международной торговле применяются следующие цены.

1. Твердые цены. Согласовываются при заключении контракта и не подлежат изменению в ходе его выполнения.

2. Цены с последующей фиксацией. Устанавливаются в определенные между сторонами контракта сроки на основании согласованных источников, например, биржевых котировок, общепризнанных конкурентных материалов, и касаются массовых сырьевых товаров.

3. Скользящие цены. Состоят из двух частей: базовой, устанавливаемой на дату предложения или подписания контракта, и переменной, по которой партнеры согласовывают и указывают в контракте методику ее расчета и источники получения необходимой для расчета информации. Скользящие цены — это, по сути, расчетные цены.

*Базисные условия цены* отражены в специальных международных документах. В мировой торговле на протяжении почти 70 лет особое место занимают Международные правила толкования торговых терминов — Инкотермс (International Commercial Terms). Цель Инкотермс — обеспечение комплекта международных правил по толкованию наиболее широко используемых торговых терминов в области внешней торговли. Инкотермс позволяет урегулировать юридические и коммерческие вопросы внешней торговли, которые не отражены в документах международного права (в частности, в Конвенции ООН о договорах международной купли-продажи товаров) и не всегда одинаково понимаются в разных странах. На сегодняшний день в Инкотермс даны толкования 13 торговых терминов, позволяющие установить:

- распределение обязанностей сторон по перевозке и страхованию, а также по обеспечению надлежащей упаковки товара, выполнению погрузочно-разгрузочных работ;
- момент перехода риска случайной гибели или повреждения товара от продавца к покупателю;

• распределение обязанностей сторон по получению экспортных и импортных лицензий, таможенной очистке (выполнению таможенных формальностей) для вывоза и ввоза товара;

• порядок извещения покупателя о поставке товара и предоставления ему транспортных документов.

В настоящее время действует редакция Международных правил толкования торговых терминов от 2010 г. — Инкотермс 2010.

В фундаментальном, т.е. калькуляционном, структурном плане составные элементы цены поставки (получения или оплаты импортером) товаров во внешней торговле можно представить в виде нарастания стоимости товара, цен и денежных расходов:

• полные, или прямые текущие денежные затраты на производство (покупку) товара экспортера;

• прибыль и налоги, возмещаемые продавцу в составе цены;

• *цена поставщика товара (предприятия, завода) из пункта начала поставки*;

• расходы на страхование груза, экспедиторские расходы, стоимость перевозки к станции (месту) погрузки и расходы на погрузочные работы;

• *цена франко-вагон*;

• фрахт до границы;

• *цена франко-граница*;

• фрахт до пункта, места, порта назначения;

• *цена до порта (места, пункта) назначения*;

• денежные расходы на портовые сборы, комиссию экспедитору, почтово-телеграфные расходы, стоимость перевалки и складирования;

• *цена франко-порт отгрузки*;

• расходы на коносамент, документы, морской фрахт;

• *цена порта назначения*;

• страхование груза;

• *цена с судна в порту назначения*;

• расходы на перевалку в порту назначения, оформление документов и уплату импортной пошлины;

• *цена с пристани в порту назначения*;

• транспортные расходы на перевозку до места нахождения покупателя;

• *цена франко-покупатель, включая пошлину*.

Ставки транспортных расходов представляют собой цены тарифной системы страны, которые определяют стоимость

перевозки единицы груза. В оплачиваемую стоимость транспортных расходов могут входить и погрузочно-разгрузочные работы, как, например, в стоимость фрахта. Страховые платежи увеличивают стоимость оплачиваемого покупателем товара. Ставки таможенных пошлин и других денежных расходов на таможне определяются таможенным кодексом и другим действующим законодательством.

Дополнительные денежные расходы по финансированию экспорта (импорта) включают финансирование предприятием, фирмой, компанией следующих расходов: выплата комиссионных вознаграждений после поступления денежных средств экспортеру (товара импортеру); таможенные расходы экспортера в стране импортера; расходы по получению и предоставлению банковских гарантий, открытию аккредитивов, проведению банками других платежно-расчетных операций; иные дополнительные расходы. Рассмотрим, как складываются цены на зерно (табл. 7.1).

*Таблица 7.1*

**Формирование цен на зерно (по данным Зернового союза России на октябрь 2005 г.)**

| Составляющая | Россия | Франция |
|---|---|---|
| Себестоимость выращивания тонны пшеницы | 2000 RUB (70 USD)[1] | н/д |
| Прямая субсидия производителю | н/д | 63 EUR (76 USD) |
| Закупочная цена экспортера | 2500 RUB (87 USD) | 120 USD |
| Отгрузка и перевозка до порта | 12 USD | 15 USD |
| Перевалка на корабль и оплата простоя | 19,6 USD | 4,5 USD |
| Фрахт судна («панамакса») | 23 USD | 12 USD |
| Субсидия экспортеру | н/д | 11 USD |
| | | ***Цена 1 т пшеницы в порту Франции 140,5 USD**** |

*Цена 1 т пшеницы в порту Алжира 141,6 USD.

[1] С учетом субсидирования ГСМ, процентной ставки по кредиту, программ лизинга.

Скользящие цены применяются в контрактах с длительными сроками поставки крупного оборудования, в основном комплектного на условиях подряда. Эти цены могут меняться в связи с изменениями индексов цен, экономических условий производства продукции и уточнением объема обязательств. Подвижная цена означает фиксацию стоимости единицы продукции в контракте с одновременной оговоркой по ее изменению в случае колебания уровня цен в пределах 2—5%[1]. Цена товара в контракте может предусматривать скидки, наиболее распространенными из которых являются скидки за количество (при покупке большого объема товара), специальные скидки (постоянным покупателям или в виде компенсации при продаже товаров с дефектами — обычно 5—8%), торговые скидки (предоставляются в размере снижения цены прейскуранта по договоренности).

*Валюта цены контракта* может быть установлена исходя из международных и торговых соглашений, предусмотренных между странами, а также согласно сложившейся международной практике в зависимости от способов реализации на международном рынке конкретных товаров. При совершении внешнеторговых сделок с партнерами из государств, не располагающих конвертируемой валютой, необходимо фиксировать в контракте цены в валюте третьих стран и выполнять пересчет валют. В качестве курса пересчета обычно принимают текущий рыночный валютный курс на день платежа или предшествующий ему день. Для расчетов по закупкам в рамках межгосударственных соглашений используется официальный курс ЦБ РФ.

При определении курса пересчета валют необходимо учитывать разнонаправленность интересов экспортера и импортера: экспортер стремится к более высокому курсу, импортер заинтересован в обратном. В связи с этим можно использовать средний курс продавца и покупателя (среднеарифметическая величина).

Любая внешнеторговая сделка связана также с *валютным риском*, т.е. опасностью валютных потерь в связи с изменением курса иностранной валюты, в которой производится платеж, к национальной валюте. Колебания валютных курсов ведут либо к получению дополнительной прибыли, либо к потерям, если сделка заключается не в национальной

---

[1] Валютное регулирование и внешнеэкономическая деятельность. 2008. № 12. С. 39.

валюте. При понижении курса иностранной валюты по отношению к национальной в период между заключением контракта и платежом экспортеры несут потери. И наоборот, повышение курса иностранной валюты в этот период приносит экспортеру прибыль.

Противоположный результат дают колебания валютных курсов импортеру: понижение курса иностранной валюты приносит ему выгоду (меньше национальной валюты потребуется на приобретение иностранной валюты для оплаты контракта), а повышение курса приведет к потерям (для оплаты контракта ему потребуется больше национальной валюты на покупку иностранной). Поэтому при заключении контракта экспортеру выгодно устанавливать цену в более сильной валюте, курс которой растет или хотя бы не понижается по отношению к национальной. Для импортера, наоборот, в качестве валюты цены предпочтительнее более слабая, курс которой падает по отношению к национальной валюте.

Однако динамику валютных курсов предвидеть очень сложно. Кроме того, на мировом рынке существуют традиции, согласно которым цены на некоторые товары устанавливаются в определенных валютах. Так, на драгоценные металлы, нефть, хлопок, сахар цена в контракте фиксируется в американских долларах; на лес и лесоматериалы, шерсть, некоторые цветные металлы — в английских фунтах стерлингов. Поэтому не всегда можно выбрать валюту цены по своему усмотрению, к тому же очень сложно предугадать движение курса любой валюты.

В качестве одной из мер предосторожности можно использовать одновременное заключение экспортных и импортных контрактов в одной и той же валюте и с приблизительно одинаковыми сроками платежа. В этом случае прибыли по экспортному контракту и убытки по импортному взаимно компенсируются. Но полностью прибыли и потери могут перекрыться только при сбалансированности экспорта и импорта. На практике у организации, как правило, преобладает или экспорт, или импорт. Тогда для уменьшения рисков рекомендуется заключать как экспортные, так и импортные контракты в разных валютах, имеющих противоположные тенденции в колебаниях курсов.

Для того чтобы избежать денежных потерь по причине валютных рисков (т.е. потерь, вызванных изменением реальной стоимости платежа, выраженного в иностранной валюте,

в связи с колебанием ее курса), можно использовать во внешнеторговом контракте валютную оговорку. *Валютная оговорка* — это условия, в соответствии с которыми сумма платежа изменяется пропорционально изменению курса валюты платежа по отношению к курсу валюты оговорки. Валютные оговорки бывают следующих *видов*:

а) двусторонние (предусматривают пересчет суммы платежа в случае изменения курса валюты платежа и дают возможность распространить убытки и выгоды на обоих партнеров внешнеэкономической сделки в равной мере);

б) односторонние (защищают интересы только одной из сторон, так как предусматривают пересчет суммы платежа только в случае повышения (либо понижения) валютного курса);

в) прямые (на базе текущего валютного курса) применяются при совпадении валюты цены и платежа, ставя при этом в зависимость цену товара и сумму платежа от изменения валюты оговорки;

г) косвенные (применяются, когда предусматривается фиксация экспортной цены в более стабильной валюте, а последующий платеж — в более слабой валюте);

д) мультивалютные, когда при пересчете используется несколько стабильных валют оговорки;

е) индексные, ориентированные на изменение суммы платежа в зависимости от изменения цен.

Можно применять и *неконтрактные формы снижения валютного риска* — форвардные, фьючерсные сделки, сделки с валютными опционами, т.е. хеджирование.

Из вышесказанного следует, что не существует универсального способа защиты от валютных потерь, поэтому лучше всего использовать рассмотренные меры предотвращения потерь в комбинации.

*Финансовые условия внешнеторгового контракта.* Условия расчетов предполагают проведение расчетов по контракту наличными либо расчеты в кредит.

Вид платежа определяется по моменту оплаты товара по отношению ко времени поставки:

1) расчеты наличными платежами;

2) платежи с авансом;

3) расчеты с рассрочкой платежа (в кредит).

Под *наличными платежами* понимается оплата товара, которая производится в отрезок времени от готовности товара к отправке в адрес покупателя до момента перехода

права собственности на него к последнему. На практике к данному периоду добавляют 1 месяц. После этого срока считают, что оплата производится в кредит.

*Авансовый платеж* — выплата покупателем продавцу определенной суммы до изготовления товара в счет причитающихся по контракту платежей. Размер авансового платежа составляет от 5 до 15% стоимости контракта.

В международной торговой практике предусматривается достаточно часто 50—100%-ная предоплата товара, поставляемого по контракту, или его партии. Данный вид платежа часто используется при поставках продовольственных и сельскохозяйственных товаров в Россию из-за рубежа и стран СНГ.

*Платежи в кредит* в соответствии со сложившимися нормами во внешней торговле используются прежде всего при реализации машин и оборудования. При продаже товара в кредит платежи могут иметь примерно следующую структуру: аванс может составлять 5—10% суммы сделки, максимально — 1/3 сделки; наличным платежом покупатель выплачивает 10—15% контрактной цены товара; в кредит оплачивается оставшаяся часть суммы по контракту за вычетом аванса и наличного платежа — 75—80% стоимости сделки.

Особенности международных платежей по внешнеторговому контракту с использованием векселей и чеков. Вексельные средства платежа (bill means of exchange) в качестве средства обращения и платежа в международных расчетах выступают потому, что большая часть внешнеторгового оборота осуществляется за счет кредита. При расчетах по внешнеторговым операциям могут применяться простой и переводный векселя. Наиболее часто в международных расчетах используется переводный вексель (тратта), представляющий собой безусловное предложение трассанта (кредитора), адресованное трассату (должнику), уплатить третьему лицу (ремитенту) в установленный срок сумму, указанную на векселе.

*Обращение простого векселя* обусловлено продажей товаров с рассрочкой платежа. **Простой вексель** — это долговая расписка должника на имя его кредитора (векселедержателя). Таким образом, если в обращении переводного векселя участвуют три лица, то в операциях с простым векселем — два лица.

Обращение векселей регулируется специальными нормами права — вексельным правом. В силу широкого рас-

пространения векселей в международной торговле потребовалась унификация вексельного законодательства. В 1930 г. в Женеве представителями ряда государств, в основном Европы, была подписана Конвенция о введении Единообразного вексельного закона (ЕВЗ). Страны – участницы Конвенции обязались использовать его как основу для национального вексельного законодательства. В СССР, где ЕВЗ был принят в качестве примерного закона, «Положение о переводном и простом векселе» было введено постановлением ИНК и СНК СССР от 7 августа 1937 г. В Женевскую систему права входят почти все европейские страны, Япония, ряд государств Латинской Америки, а также африканские и азиатские страны. Другую группу составляют страны, входящие в англо-американскую систему права. В Англии, Ирландии, а также бывших английских доминионах и колониях вексельное законодательство основано на английском Законе о переводных векселях 1882 г., в США и некоторых других странах — на Единообразном торговом кодексе 1962 г. В самостоятельную группу входят страны, законодательство которых не относится ни к одной из приведенных выше систем права. Это страны Латинской Америки, а также Испания, Иран, Египет и др. Если векселя используются в расчетах между странами, где вексельное законодательство различно, контрагенты должны установить, какое из национальных законодательств будет регулировать их отношения.

В Российской Федерации отношения сторон по векселю регулируются Федеральным законом от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе», Положением о переводном и простом векселе, введенным в действие постановлением ЦИК и СНК СССР от 7 августа 1937 г. (применяется на территории Российской Федерации в соответствии с международными обязательствами Российской Федерации, вытекающими из ее участия в Конвенции от 7 июня 1930 г., устанавливающей Единообразный закон о переводном и простом векселях). Исходя из этих документов вексель как форма долгового обязательства имеет силу лишь при выполнении лицом, выставляющим его, определенных формальных предписаний, точно изложенных в Законе о векселе. Иначе долговой документ потеряет характер векселя. Выполнение обязательных предписаний — важная предпосылка для последующего обращения векселя в качестве средства платежа и оборотного документа. Век-

сель, в котором отсутствует хотя бы один из перечисленных Законом реквизитов, не имеет силы.

При проведении международных расчетов используются следующие виды векселей: *коммерческая тратта* (documentary bill) — переводный вексель, к которому приложены коносамент, счет-фактура и другие отгрузочные документы, *банковский вексель* (banker bill) — переводный вексель, выставленный банком в одной стране на банк в другой стране, обычно под кредитовые остатки на счете и без документарного обеспечения, что отличает его от коммерческого векселя.

В редких случаях используется *домицилированный вексель* (adressed (domiciled) bill) — вексель, имеющий оговорку о том, что он подлежит оплате третьим лицом (домицилиатом) в месте жительства плательщика или в другом месте. Такая оговорка ставится на векселе векселедателем. Если домицилиат в ней не указан, то он может быть назван плательщиком при акцепте. Домицилиат не является ответственным по векселю лицом, а лишь своевременно оплачивает вексель за счет плательщика, предоставившего в его распоряжение необходимые средства.

Вексельное обращение осуществляется по следующей схеме.

1. Поставка товара.
2. Акцепт векселя в банке, обслуживающем импортера.
3. Передача векселя.
4. Платежное поручение банку, обслуживающему экспортера, на оплату данного векселя.
5. Учет векселя (может быть предоставлен кредит) экспортера в пределах учетной ставки.
6. Предъявление векселя к оплате в установленный срок.
7. Получение платежа.

Поскольку плательщик становится ответственным по переводному векселю только после подтверждения своего согласия на оплату, трассант, прежде чем пустить вексель в обращение, направляет его трассату для получения такого согласия — акцепта. Посредством акцепта плательщик принимает на себя обязательство оплатить переводный вексель в срок. Акцепт оформляется надписью на лицевой стороне векселя («акцептован», «принят», «обязуюсь заплатить» или другой равнозначной фразой или словом) и подписывается плательщиком. Юридическую силу имеет и простая подпись плательщика, сделанная на лицевой стороне векселя. Посредством акцепта

трассат (плательщик) становится акцептантом, т.е. главным *вексельным должником*. Акцептант отвечает за оплату векселя в определенный срок, и в случае неплатежа держатель векселя имеет право на прямой иск против акцептанта. По простому векселю векселедатель обязан так же, как и акцептант по переводному векселю.

Вексель предназначен для обращения (является оборотным документом), поэтому вексельное законодательство предусматривает порядок передачи векселей. Обычно передача требований по векселям совершается посредством индоссамента — специальной передаточной надписи на оборотной стороне векселя. Лицо, передающее вексель, называется индоссантом, получившее вексель — ремитентом. Индоссамент должен быть простым и ничем не обусловленным, частичный индоссамент недействителен. Индоссамент может быть произведен как на обороте самого векселя, так и на присоединенном к нему листе — алонже, и должен быть подписан индоссантом. Индоссанты солидарно отвечают за акцепт (если это переводный вексель) и за платеж. Индоссамент может быть:

- полным — указывает лицо, кому или чьему приказу должен теперь совершаться платеж;
- *бланковым* — такой индоссамент состоит из одной подписи индоссанта и не указывает лица, которому переуступается вексель; имеет силу индоссамента на предъявителя;
- перепоручительским — так же, как и полный, указывает конкретное лицо, но содержит оговорку, имеющую в виду простое поручение этому лицу («валюта к получению», «валюта на инкассо», «как доверенному»).

Обязательства сторон по векселю могут гарантироваться третьим лицом или даже одним из лиц, подписавших вексель. ЕВЗ в качестве такой обеспечивающей меры предусматривает чаще всего *специальное вексельное поручительство — аваль* (aval), посредством которого полностью или частично гарантируется платеж. Лицо, совершающее аваль, принимает ответственность за выполнение обязательств акцептантом, векселедателем или индоссантом. Обычно указывается, за чей счет дан аваль. Аваль оформляется гарантийной подписью авалиста на лицевой стороне векселя или алонже и выражается словами «аваль», «считать за аваль» и т.д. и подписывается авалистом, но может быть оформлен и одной лишь подписью авалиста на лицевой стороне векселя, если только это не подпись векселедателя или акцеп-

танта. Аваль может быть произведен и посредством выдачи специального документа.

Переводные и простые векселя могут быть выданы с различными сроками платежа: по предъявлении, во столько-то времени от предъявления, во столько-то времени от составления, на определенную дату. ЕВЗ определяет, что срок платежа является твердым, и никакие грационные (льготные) дни не допускаются. Стороны по векселю могут по договоренности продлить срок платежа по векселю. Вексельное законодательство не предусматривает специальных способов пролонгации. Обычно применяется простая, прямая или косвенная пролонгация.

Если держатель векселя своевременно представил его к оплате, а должник не в состоянии его оплатить, то у векселедержателя есть возможность осуществить регресс требования (to make a recourse claim). Право регресса против трассата, индоссантов и авалистов может быть реализовано только при условии, что отказ плательщика от оплаты векселя удостоверен специальным документом — протестом в неплатеже (protest for nonpayment). *Протест в неплатеже* — это акт, составленный в публичном порядке, устанавливающий неисполнение плательщиком своих обязательств в отношении оплаты векселя. Протест выдается государственным учреждениям, уполномоченным национальным законодательством к рассмотрению таких вопросов, через два дня со дня срока неплатежа по векселю.

Вексель можно до наступления срока платежа предъявить в свой банк к учету или для получения кредита (bill discounting). Кредитный институт предоставляет тогда краткосрочный кредит, т.е. кредит под учет векселя. Поскольку банк получит сумму, указанную в векселе, только в день, когда наступит срок его погашения, он предоставляет при дисконтировании владельцу векселя краткосрочный кредит, т.е. кредит под учет векселя, за который он взимает дисконт (процент за заблаговременный платеж).

Банк заранее высчитывает из суммы векселя дисконт и заносит в кредит счета клиента фактическую стоимость векселя. В ходе кредитной сделки во время переговоров между банком и клиентом согласовывается определенный размер кредита под учет векселя, т.е. тот размер, из которого имеет право исходить клиент при представлении векселя на дисконтирование. Обсуждение условий сделки является важной составной частью переговоров, например, огова-

риваются следующие условия: дисконтная ставка, которая в Европе рассчитывается как учетная ставка Национального центрального банка плюс 2% для векселей, учитываемых Национальным центральным банком, для прочих векселей дисконтная ставка равна учетной ставке ЦБ плюс 3%.

Фактическая стоимость векселя при его учете образуется путем вычитания дисконта и сборов из суммы векселя. Вексель может быть использован как платежное средство и как средство кредитования. Если клиент выдает вексель поставщику, то он должен тогда в день платежа оплатить вексель. Он получает на время действия векселя кредит и может за это время продать закупленные товары. Долг по векселю оплачивается из выручки от продаж.

**Пример 1**

Допустим, экспортером является немецкая фирма металлоконструкций «Нордзее», а импортером — российская АО «Мостмонтаж».

1. Поставка сырья *(delivery of raw materials)*.

Фирма металлоконструкций «Нордзее» поставила 14 марта своему многолетнему клиенту АО «Мостмонтаж» высококачественную сталь.

| | |
|---|---|
| + Продажная цена (нетто) | 30 000 EUR |
| 14% налог на добавленную стоимость | 4200 EUR |
| Продажная цена (брутто) | 34 200 EUR |

На сумму 34 200 EUR и выставляется переводный вексель.

2. Акцепт *(acceptance)*.

АО «Мостмонтаж» акцептует вексель в 34 200 EUR, подлежащий оплате 17 мая

3. Учет *(bill discounting)*.

Немецкая фирма металлоконструкций «Нордзее» предъявляет 17 марта вексель в банк на дисконтирование (60 дней, расчетная ставка банка 6%).

4. Дисконтирование *(discounting)*.

Фактическая стоимость векселя заносится в кредит счета фирмы.

Расчет банка:

| | |
|---|---|
| Номинальная стоимость векселя | 34 200 EUR |
| – дисконт (60 дней, 6%) | 342 EUR |
| Фактическая стоимость | 33 858 EUR |

Расчет дисконта:

$$Z = \frac{P \cdot i \cdot d}{36\,000} = \frac{34\,200 \cdot 6 \cdot 60}{36\,000} = 342 \text{ EUR}.$$

Немецкая фирма металлоконструкций «Нордзее», кроме того, начисляет на АО «Мостмонтаж» дисконт и 10 EUR — комиссионные расходы:

| | |
|---|---|
| Дисконт | 342,00 EUR |
| + расходы | 10,00 EUR |
| + налог на добавленную стоимость | 1,40 EUR |
| Запись в дебет | 353,40 EUR |

Перечисление средств между предприятиями облагается в ФРГ налогом на добавленную стоимость. Исключение составляют банки, так как их услуги в основном освобождены от налога на добавленную стоимость.

5. Предъявление и оплата *(presentment and payment).*

17 мая банк предъявляет АО «Мостмонтаж» к оплате вексель в сумме 34 200 EUR.

Центральные банки многих стран покупают надежные коммерческие векселя у коммерческих банков. Эта операция называется *переучет векселя.*

*Чековые средства платежа* (cheque means of payment). **Чек** (check, cheque) — вид ценных бумаг, документ, содержащий безусловный приказ владельца текущего счета банку о выплате указанной в нем суммы определенному лицу или предъявителю. Поскольку чек не является инструментом кредитования и подлежит оплате по предъявлению его в банк, срок обращения его ограничен; если выдача чека и его оплата происходит в одной и той же стране, то согласно Женевской конвенции срок его обращения ограничен 8 днями; если место выдачи и место оплаты находятся в разных странах, — то 20 днями; если оплата осуществляется в другой части света, — то 70 днями.

Чеки бывают расчетные, дорожные и пр.

*Расчетный чек* — это документ, содержащий безусловный приказ владельцу текущего счета (чекодателя) банку о выплате указанной в нем суммы определенному лицу или предъявителю (чекодержателю). Оплата расчетного чека производится путем записей по счетам. Обращение чека как средства платежа по российскому экспорту ограничено по следующим причинам:

1) чек — денежное обязательство частного порядка и потому не может использоваться как всеобщее средство платежа;

2) расчет чеками не будет завершать платежных отношений между экспортером и импортером до тех пор, пока сумма чека не будет зачислена на счет экспортера в банке;

3) чек выступает лишь как письменное разрешение банку распоряжаться средствами на счете чекодателя в банке и не является инструментом кредита.

Чек должен иметь денежное покрытие, так как выписка чека не освобождает чекодателя от его долгового обязательства до тех пор, пока чек не будет действительно оплачен. Его надежность гарантируется законодательными нормами, которые можно разделить на три группы.

1. Выписка чека без покрытия влечет наказание по уголовной статье, которая относится к мошенничеству. В случае признания недобросовестности ответчик выплачивает штраф в размере 60% суммы долгового обязательства.

2. В случае неуплаты по чеку предъявитель должен заявить протест, для того чтобы все его права были соблюдены.

3. В случае кражи или подделки чеков банкир может быть привлечен к ответственности, если он не проверил личность предъявителя. Фактически суд устанавливает в каждом отдельном случае меру ответственности чекодателя, банкира и законного чекодержателя.

Форма чеков и условия их обращения регламентируются национальным законодательством и нормами международного права. В России в качестве законодательных источников в этой сфере используют Гражданский кодекс РФ (часть вторая, ст. 877–885) и Положение Банка России от 3 октября 2002 г. № 2-П «О безналичных расчетах в Российской Федерации». В международных расчетах действует Женевская конвенция, подписанная 19 марта 1931 г., устанавливающая Единообразный закон о чеках.

Различаются несколько видов чека: предъявительские, именные и ордерные. *Предъявительский чек* выписывается на предъявителя, его передача осуществляется простым вручением. Широкого распространения он, однако, не получил, а в международных расчетах вообще не используется. Ограничен в распространении и *именной чек*, выписываемый на определенное лицо. *Ордерный чек* выписывается в пользу определенного лица или по его приказу, т.е. чекодержатель может передавать его новому владельцу с помощью индоссамента, который выполняет функции, подобные функциям вексельного индоссамента.

Выставленный, или банковский, чек (issued check) — это чек, выписанный банком по просьбе его клиента на один из филиалов или на банк-корреспондент. Такая форма избавляет клиента банка от необходимости возить с собой

крупные суммы. Во избежание мошенничества банкир ставит своего корреспондента в известность о выписке такого чека.

Разновидностью банковского чека является *дорожный чек* (travellers cheque). Дорожные (туристские) чеки, выданные банками внутри страны и за рубежом, выписываются в иностранной валюте. Они могут быть оплачены внутри страны и за рубежом в банках и во многих отелях. Дорожные чеки надежнее, чем наличные деньги, так как при вручении чека клиент банка ставит на чеке свою подпись. При оплате чека за границей он должен повторить подпись на чеке и удостоверить свою личность.

**Задача 1**

Гражданка Швеции продает банку в Гейдельберге дорожные чеки на сумму в 7500 шведских крон (SEK) по курсу покупки 10 SEK = 1,1026 EUR, 1% — комиссионный сбор и 1/4‰ — куртаж. Какова сумма выплаты в EUR?

*Решение*

Расчет банка:

| | |
|---|---|
| Дорожные чеки на сумму | 826,95 EUR |
| – 7500 шведских крон по курсу в 0,11026 EUR | |
| – 1% комиссионный сбор | 8,27 EUR |
| – 1/4‰ куртаж | 2,07 EUR |
| К выплате | 816,61 EUR |

Дорожные чеки чаще всего оплачивают по курсу покупки чека, который определяют следующим образом: высчитывают значение половины разницы между курсом покупки и курсом продажи и вычитают затем эту цифру из официального курса покупки безналичной иностранной валюты.

**Задача 2**

Какова сумма выплаты в EUR, если курс покупки безналичной иностранной валюты равен 1,1026 EUR, курс продажи безналичной иностранной валюты составляет 1,1126 EUR, а комиссионный сбор взимается в размере 1/2%?

*Решение*

Сначала нужно определить курс покупки чека.

| | |
|---|---|
| Курс продажи безналичной валюты | 1,1126 EUR |
| Курс покупки безналичной валюты | 1,1026 EUR |
| Разница: курс продажи/курс покупки | 0,01 EUR |
| 1/2 разницы: курс продажи – курс покупки | 0,005 EUR |
| Курс покупки безналичной валюты | 1,1026 EUR |
| 1/2 разницы: курс покупки – курс продажи | 0,005 EUR |
| Курс покупки чека | 1,0976 EUR |

Сумма к выплате, согласно условиям предыдущего задания, теперь рассчитывается следующим образом.

Расчет банка:

| | |
|---|---|
| 7500 шведских крон по курсу в 1,0976 EUR | 823,2 EUR |
| – 0,5% комиссионный сбор | 4,12 EUR |
| К выплате | 819,08 EUR |

Чеки имеют большое распространение в системе международных расчетов, однако это связано со значительными издержками по их обслуживанию. Расчеты чеками осуществляются в основном на базе инкассо. Комиссии за инкассацию могут заметно колебаться, например, в московских банках от 2 до 8%.

В силу больших расходов на обработку чеков в 1950-е гг. как альтернатива появились кредитные карточки (credit cards), или пластиковые деньги.

Способ оплаты товаров и услуг частным лицам с помощью кредитной карточки состоит в предоставлении им карточки, выданной на имя дебитора организацией, берущейся осуществить за него расчеты, в том числе и за границей. Эта новая техника расчетов появилась в США в конце 1940-х гг. Она может заменить собой чеки. Эта система основана на использовании «банковских денег» на счетах вкладчиков и может быть применена в рамках платежного пула, в который входят следующие три группы участников.

1.Частные лица (private persons), владеющие карточкой, при совершении покупок предъявляют ее и ставят свою подпись на счете-фактуре. Такой способ оплаты проще выписывания чека. Подкрепленные соответствующими счетами-фактурами, ежемесячные отчеты о покупках облегчают процедуру ведения счетов покупателей и обоснования их профессиональных расходов.

Кредитная карточка предполагает определенные кредитные возможности: некоторые карточки дают возможность только отсроченной оплаты (в конце месяца), другие представляют собой настоящие инструменты бланкового кредита, предлагаемого банком, который берет на себя заботу о расчетах за покупки. В некоторых случаях карточка также может служить средством снятия со счета наличных денег или даже получения валюты в иностранной сети в специальном банкомате.

2. Коммерсанты (businessmen), присоединившиеся к расчетной сети, не только расширили свою деятельность, предложив клиентам новую льготу, но и облегчили себе труд при выполнении таких операций, как продажа (исключив

необходимость расчетов с наличностью и инкассирования чеков) и ведение бухгалтерского учета, подтверждаемого отныне с помощью представленных эмитентами карточек, содержащих выписки с лицевого счета клиентов. Кредитная карточка может дать дополнительное преимущество, состоящее в том, что эмитент гарантирует оплату (некоторые системы включают такую гарантию при установленном верхнем пределе покупки).

3. Организация — эмитент карточек (card issuer). Первоначально это была сеть сбытовых организаций или специализированная организация, образующая торговую сеть. Торговая сеть расширяется благодаря прежде всего выпуску кредитных карточек каким-либо крупным банком или же группой банков, которые видят в этом возможность роста числа вкладчиков в банке, а также рекламу своей деятельности среди как населения, так и коммерсантов, и, наконец, опору в развитии такого источника прибыли, как бланковый кредит.

Первые кредитные карточки («Дайнерз клаб», «Американ экспресс») предназначались для клиентуры, подобранной в зависимости от уровня доходов, и для ограниченных целей: покупка предметов роскоши, досуг, путешествия. В США 2 млн владельцев учрежденных в 1959 г. карточек «Бэнк оф Америка» рассчитываются ими с 60 тыс. коммерсантов. В Великобритании карточка «Барклайз бэнк» насчитывает 1 млн владельцев и принимается к расчету 40 тыс. коммерсантов. Во Франции пять главных депозитных банков учредили в 1967 г. «голубую карточку», принимаемую в 63 банках.

Благодаря широко разветвленной сети электронных средств кредитная карточка может стать средством, позволяющим сократить использование чеков, обработка которых составляет в настоящее время серьезную проблему для материально-технического оснащения банков, так как компьютерная сеть должна будет ускорить и облегчить оформление значительного количества текущих расчетов. Кредитные карточки составляют основу развития бланкового потребительского кредита, принимающего во внимание сам факт существования дохода у владельца карточки. В настоящее время пользование карточкой предполагает некий минимальный постоянный доход и может давать право на получение автоматически возобновляемого кредита на определенную сумму. Иногда карточка не отменяет чековой формы расчетов, но предоставляет право только на погашаемую в течение 10 месяцев ссуду («межкарточный» кредит в народных банках).

Банковские кредитные карточки в последнее время претерпели большие изменения, и их эволюцию можно представить следующим образом (табл. 7.2).

*Таблица 7.2*

**Виды кредитных карточек**

| Вид кредитной карточки | Основное назначение | Особенности использования |
|---|---|---|
| Банковские кредитные карточки | Предназначены для покупки товаров с использованием банковского кредита, а также для получения авансов в налично-денежной форме | Различаются индивидуальные и корпоративные карточки. Индивидуальные карточки выдаются отдельным клиентам банка и могут быть «стандартными» или «золотыми» (предназначаются для лиц с высокой кредитоспособностью и предусматривают множество льгот для пользователей). Корпоративная карточка выдается организации (фирме), на основе этой карточки могут быть выданы индивидуальные карточки избранным лицам (руководителям или просто ценным сотрудникам) |
| Карточки туризма и развлечений | Выпускаются компаниями, специализирующимися на обслуживании этой сферы (например, «Американ экспресс» и «Дайнерс клаб»). Карточки принимаются сотнями тысяч торговых и сервисных предприятий во всем мире для оплаты товаров и услуг. Они также предоставляют владельцам различные льготы по бронированию авиабилетов, номеров в гостиницах, получению скидок с цены товара, страхованию жизни и т.д. | Существуют индивидуальные и корпоративные карточки |

*Окончание табл. 7.2*

| Вид кредитной карточки | Основное назначение | Особенности использования |
|---|---|---|
| Частные кредитные карточки предприятий торговли и услуг | Применение этих карточек ограничено определенной замкнутой сетью торговых учреждений, например цепью универмагов или системой заправочных станций определенной компании | Кредит предоставляет сама компания, она же получает процент по ссудам. Получили распространение банковские частные карточки, с помощью которых можно совершать покупку в определенных магазинах со скидкой, но выпуск карточек, выдачу кредита по покупкам и расчеты по оплате торговых счетов осуществляет банк — участник соглашения |
| Карточки для покупки через терминалы в торговых точках | Карточка выполняет функции банковского чека, однако ее применение более надежно, так как идентификация владельца производится в момент совершения сделки, и деньги перечисляются на банковский счет торгового предприятия немедленно | Карточки относятся к разряду дебетовых. Они привязаны к чековому или сберегательному счету владельца карточек и не предусматривают автоматического предоставления кредита |
| Карточки для банковских автоматов | Это разновидность дебетовых карточек, которые дают возможность владельцу счета в банке получать наличные деньги в пределах остатка средств на счете через автоматические устройства, установленные в банках, торговых залах, на вокзалах и т.д. | Карточка связана с текущим или депозитным счетом в банке. Поэтому в большинстве банков система расчетов по этим карточкам административно и функционально отделена от системы банковских карточек |

В России наибольшее распространение получили дебетовые карточки. Причем применяются карточки как международных систем (ВИЗА, Еврокард-Мастеркард, Америкэн экспресс, Дайнерз клаб), так и отечественные карточки (СТБ-Кард, Мост-Кард и др.).

Гарантийные операции банков, применяемые при международных расчетах. Особое значение при международных расчетах с предоставлением коммерческого кредита имеет вопрос о гарантиях. В международной торговле покупателю бывает достаточно сложно оценить деловые и финансовые возможности поставщика, поэтому необходимы соответствующие гарантии. Предоставление финансовых гарантий, обеспечивающих получение платежей при предоставлении покупателю коммерческого кредита, является для организаций-экспортеров обязательным и подлежит включению в контракт. В современных условиях наибольшее распространение получили следующие способы предотвращения неплатежа или задержки платежа:

- платежные гарантии иностранных банков-корреспондентов;
- авали крупных первоклассных банков;
- банковские акцепты;
- поручительство крупных фирм или государственных организаций стран-заемщиков.

*Банковская гарантия* дается одной стороне сделки — бенефициару (от англ. *beneficiary* — лицо, получающее гарантию) по ходатайству второй стороны. Под гарантией понимается обязательство банка по выплате бенефициару денежной суммы, не превышающей указанной в гарантийном письме, непосредственно после получения от бенефициара соответствующего письменного требования. Учитывая, что гарантии подчиняются, как правило, праву страны выставившего ее банка, а Унифицированные международные правила для договорных гарантий (от 1992 г.) носят факультативный характер, выбор гарантии обязывает кредитора установить предварительные контакты с соответствующими банками для проработки вопроса о статусе банковской гарантии. Степень надежности банковских гарантий как инструмента обеспечения платежа достигается правильным выбором типа и условий гарантии из состава многочисленных вариантов проформ, оптимально соответствующих конкретной внешнеторговой сделке.

В большинстве случаев гарантия является неаннулируемой, т.е. принявший на себя гарантийные обязательства банк не имеет права упразднить их в одностороннем порядке. Аннулирование гарантий, как правило, осуществляется только с согласия бенефициара.

Расходы, связанные с гарантиями, обычно покрывает ходатайствующая сторона. При выдаче и изменении гарантии банк взимает единовременные комиссионные сборы в соответствии с действующим прейскурантом и гарантийный сбор в зависимости от возможного риска. Ходатайствующей стороне следует иметь в виду, что гарантии, как правило, выплачиваются по первому требованию бенефициара. Поэтому целесообразно выяснить надежность контрагента.

Используемые в сфере внешней торговли гарантийные письма подразделяются на платежные гарантии, гарантии по предоплате, исполнительные гарантии.

*Платежные гарантии* применяются при наличии долгосрочных договоров о сотрудничестве, в которых для покупателя оговорен срок платежа. В случае платежных гарантий покупатель товара перечисляет деньги за товар в банк продавца в сроки, установленные договором, заключенным между покупателем и продавцом. До тех пор пока сроки платежей выдерживаются, банки не вмешиваются в ход осуществления сделки, а если покупатель не соблюдает сроки, установленные договором, банк выплачивает продавцу сумму, недополученную им от покупателя. Для этого продавец должен предоставить банку соответствующее требование, в котором указывается сумма требования и представлено объяснение задолженности.

*Гарантии по предоплате и исполнительные гарантии* используются при единовременных торговых сделках.

Гарантия по предоплате выдается покупателю на случай, если продавец не успевает поставить товар в сроки, установленные договором, или не имеет возможности поставить необходимый товар. В этом случае покупатель имеет право потребовать возврата суммы, выплаченной продавцу в виде предоплаты.

Исполнительная гарантия выдается покупателю на случай, если продавец не может поставить товар в сроки, установленные договором. Этот вид гарантии в известной степени аналогичен гарантии по предоплате. Разница заключается в том, что исполнительная гарантия не предусматривает обязательного осуществления предоплаты. Обычно гарантируется уплата штрафа при невыполнении условий договора.

Банковская гарантия оплаты позволяет импортеру избежать отвлечения собственных или привлечения заем-

ных средств для осуществления предоплаты за поставленный товар. Импортер может получить отсрочку платежа за поставленный товар на срок, необходимый для реализации товара. Если поставка по контракту осуществляется партиями с предоставлением отсрочки платежа и каждая следующая партия товара поставляется после получения экспортером оплаты предыдущей, то гарантия предоставляется на весь срок действия контракта на сумму стоимости одной партии.

Иногда иностранные покупатели предлагают резервные аккредитивы вместо банковских гарантий в качестве обеспечения платежей. Резервный аккредитив представляет собой обязательство банка, его выдавшего, перед предприятием-экспортером или банком произвести платеж в пределах указанной суммы в случае невыполнения платежных обязательств импортером и приложить к нему неоплаченные тратты. Преимущество резервных аккредитивов по сравнению с банковскими гарантиями состоит в том, что они регулируются Унифицированными правилами и обычаями для документарных аккредитивов, о присоединении к которым заявили все банки, обслуживающие международные расчеты, тогда как регулирование банковских гарантий подчиняется действию национальных законов. Поэтому резервные аккредитивы являются более предпочтительным видом обеспечения платежей по сравнению с банковскими платежными гарантиями.

*Банковский аваль* как форма гарантирования вексельного обязательства получил широкое распространение в международных расчетах. Аваль — весьма надежная и легкореализуемая форма гарантии кредитных рисков, так как ответственность банков по авалю более строгая в силу подчиненности нормам вексельного, а не общегражданского права.

*Банковский акцепт*, т.е. акцепт тратты не фирмой-плательщиком, а по ее просьбе крупным первоклассным банком, используется в международных расчетах главным образом для долгосрочного учета тратты (ее продажи) в банке.

*Фирменные гарантии* по платежным обязательствам зарубежных покупателей в практике коммерческих организаций занимают небольшое место. Их выдают крупные, широко известные компании по обязательствам покупателей российских товаров, особенно если гаранты находятся с последними в длительных деловых отношениях.

## 7.3. Основные формы международных расчетов

Международные расчеты могут осуществляться в форме валютного клиринга или валютных расчетов.

*Валютный клиринг* — это расчет в форме обязательного взаимозачета международных требований и обязательств на основе межправительственных соглашений.

*Валютные расчеты* — система организации и регулирования платежей по денежным требованиям и обязательствам в иностранной валюте, возникающим при осуществлении внешнеэкономической деятельности. Все внешнеторговые сделки связаны с платежами, т.е. с переводом денег из одной страны в другую. Этим они отличаются от системы клиринговых расчетов, когда платежи между партнерами и банками производятся в одной стране, а окончательный расчет совершается между государственными банками таких стран. С 1992 г. Российская Федерация перешла от клиринговых расчетов к расчетам в свободно конвертируемой валюте.

Основными формами валютных расчетов во внешнеэкономической деятельности являются:

1) аккредитив;
2) инкассо;
3) банковский перевод (предоплата);
4) расчеты по открытому счету;
5) расчеты чеками;
6) расчеты кредитными карточками (физических лиц с юридическими).

Форма расчета российского предприятия с внешнеторговой фирмой или иностранным предприятием определяется внешнеторговым контрактом. Российскими экспортными и импортными организациями используются сложившиеся в мировой торговле основные формы расчетов. Это инкассо и аккредитив, авансы и открытый счет, которые фирмы развитых и развивающихся стран применяют при взаимных расчетах. Что касается техники перевода средств из страны в страну, то используются банковские, телеграфные и почтовые переводы, расчеты чеками и векселями.

Основное место во внешней торговле Российской Федерации занимают банковский перевод, инкассовая и аккредитивная формы расчетов, коммерческий кредит.

Проведением международных расчетов по экспортно-импортным и неторговым операциям, а также других международных расчетов, развитием и совершенствованием

валютно-финансовых и кредитно-расчетных отношений с зарубежными странами занимаются коммерческие банки. Российским коммерческим банкам для участия в международных расчетах необходимо иметь специальные лицензии Центрального банка РФ (лицензию на осуществление банковских операций в рублях и иностранной валюте либо генеральную лицензию). Таким образом, порядок расчетов между юридическими лицами — резидентами и нерезидентами устанавливается ЦБ, если иное не предусмотрено в договорах с участием Российской Федерации. Принципы осуществления валютных операций в Российской Федерации определяет Федеральный закон от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле».

*Банковский (денежный) перевод* представляет собой поручение одного банка другому выплатить получателю перевода (бенефициару) определенную сумму. Такое поручение выставляется банком на основании получения инструкций от его клиента-перевододателя. Выплата бенефициару может быть произведена безусловно или против представления им определенного документа, например расписки. Алгоритм банковского перевода выглядит следующим образом.

1. Заключение между экспортером и импортером внешнеторгового контракта.

2. Направление экспортером товара и товарораспорядительных документов в адрес импортера.

3. Заявление импортера своему банку на перевод средств в оплату закупленного им у экспортера товара.

4. Перевод средств импортера из банка импортера в банк экспортера.

5. Зачисление выручки экспортеру за поставленный им импортеру товар.

В отдельных случаях внешнеторговый контракт может предусматривать предоставление импортером кредита экспортеру, т.е. оплату товара авансом. В этом случае импортер в соответствии со сроками, установленными контрактом (например, после сообщения экспортера о готовности товара к отгрузке), дает поручение своему банку осуществить перевод валюты в пользу экспортера, указав банк, через который необходимо это сделать. После получения перевода экспортер осуществляет отгрузку товара и направляет получателю комплект установленных коммерческих документов.

С технологической точки зрения наиболее распространенными среди российских банков формами передачи пла-

тежных инструкций иностранному банку-корреспонденту являются SWIFT, телексное сообщение, *Micro Cash Register*. SWIFT представляет собой акционерное общество международных межбанковских финансовых телекоммуникаций, которое было создано в 1973 г. в Брюсселе с представителями 240 банков из 15 стран с целью упрощения и унификации международных расчетов, ускорения передачи больших объемов информации при снижении вероятности возникновения ошибок. Активно действуя с конца 1977 г., SWIFT использует искусственные спутники Земли для связи с сетью банков в разных странах, в каждом из которых имеется собственное терминальное устройство, соединенное через концентратор данных посредством телефонных линий с ЭВМ. В настоящее время SWIFT охватывает более 8195 финансовых институтов (банки, брокерские и дилерские фирмы, страховые компании и др.) из 208 стран. Ежедневно по сети SWIFT проходят сообщения на сумму более 2 трлн долл. США, и объем передаваемых сообщений постоянно растет. Сеть обеспечивает доставку сообщения в любую точку земного шара за 5—20 мин при высокой степени конфиденциальности и надежности, поэтому ее преимущества как формы передачи информации очевидны.

Система Micro Cash Register используется при работе с каким-либо одним иностранным банком и его филиалами. Российские банки чаще всего использовали эту систему при расчетах через Bank of New York и Bankers Trust. Информация передается в иностранный банк по модемной связи. Каждому переводу присваивается номер, на который делается ссылка в выписках и запросах.

*Преимущества банковского перевода* как формы расчета по коммерческим операциям таковы:

• относительная простота — для осуществления и получения перевода не требуется оформления и предоставления в банки каких-либо коммерческих документов, кроме самого заявления перевододателя на перевод;

• невысокая стоимость — банки, как правило, не берут за осуществление перевода комиссионного вознаграждения, либо сумма такой комиссии невелика, а возникающие расходы, например телеграфные, либо удерживаются из суммы перевода, либо предъявляются импортеру-перевододателю;

• быстрота осуществления платежа — значительная часть банковских переводов, особенно на крупные суммы, осуществляется в настоящее время по телеграфу, телексу

или через компьютерную систему SWIFT (всемирное общество международных финансовых телекоммуникаций).

*Недостатки банковского перевода* как формы расчета по коммерческим операциям:

• при расчетах по форме банковского перевода одна из сторон всегда несет на себе риск;

• при платежах переводом в окончательный расчет (после поставки товара) для экспортера существует риск неоплаты поставленного товара;

• при авансовых платежах импортером существует риск непоставки товара после его предварительной оплаты.

В силу этого применение банковских переводов в расчетах по товарным остаткам ограничено. Обычно банковские переводы используются в сочетании с другими формами расчетов, когда, например, часть платежей осуществляется в форме перевода, а другая — в форме инкассо, или на нее выписывается комплект векселей.

*Инкассо* представляет собой обязательство банка по поручению экспортера получить от импортера сумму платежа по контракту против передачи последнему товарных документов и перечислить ее экспортеру. Инкассо (платеж против документов) можно определить как поручение экспортера своему банку получить от импортера непосредственно или через другой банк платеж против предоставления соответствующих документов.

Документы, с которыми производятся операции по инкассо, подразделяются на две группы — «финансовые документы» (переводные векселя, простые векселя, чеки, платежные расписки и другие подобные документы) и «коммерческие документы» (счета, отгрузочные документы, документы о праве собственности и другие, которые не являются финансовыми документами). В связи с этим определяются два основных вида инкассо — «чистое инкассо» (инкассо только финансовых документов) и «документарное инкассо» (инкассо финансовых документов, сопровождаемых коммерческими документами, или же инкассо только коммерческих документов).

Применение инкассовой формы расчетов — одной из старейших форм банковских операций — регулируется «Унифицированными правилами по инкассо», разработанными Международной торговой палатой. Первые правила по инкассо были разработаны еще в 1936 г. В настоящее время действует редакция Правил 1995 г., публикация МТП № 522. Правила определяют виды инкассо, порядок

предоставления документов к платежу, совершение платежа, акцепта, порядок извещения о совершении платежа и др.

Схема расчетов по инкассо выглядит следующим образом.

1. Заключение внешнеторгового контракта между экспортером и импортером.

2. Поставка товара экспортером импортеру в соответствии с условиями внешнеторгового контракта.

3. Передача экспортером своему банку инкассового поручения и товарораспорядительных документов, связанных с поставкой товара импортеру.

4. Проверка банком экспортера полученных от экспортера документов и их пересылка банку импортера.

5. Передача банком импортера полученных документов импортеру на условиях «против платежа/против акцепта».

6. Платеж от импортера.

7. Перевод банком импортера банку экспортера выручки.

8. Зачисление банком экспортера выручки экспортеру за поставленный им товар импортеру.

В инкассовом поручении могут быть следующие инструкции относительно документов:

- выдать документы плательщику против платежа;
- выдать документы плательщику против акцепта (импортер получает документы после акцепта переводного векселя, т.е. после того как он принял на себя обязательство совершить платеж в установленный срок);
- выдать документы без оплаты (при предоставлении краткосрочного коммерческого кредита до 3 месяцев, который не обеспечивается векселем, под письменное обязательство плательщика осуществить платеж в определенный срок).

*Преимущества инкассовой формы.* Инкассовая форма расчетов выгодна импортерам, поскольку она подразумевает оплату действительно поставленного товара, а расходы по проведению инкассовой операции относительно невелики. Инкассовая форма расчета выгодна и экспортеру, так как при этом гарантируется, что товар не перейдет в распоряжение покупателя до тех пор, пока тот его не оплатит. Расчеты в форме инкассо позволяют банкам осуществлять контроль за своевременностью получения платежа, однако банки не имеют реальных рычагов воздействия на импортера с целью ускорения оплаты (акцепта) документов.

Основные *недостатки инкассовой формы* расчетов:

- длительность прохождения документов через банки и соответственно периода их оплаты;

• импортер может оказаться неплатежеспособным к моменту получения предоставленных документов, отказаться от их оплаты или же не иметь разрешения на перевод валюты за границу.

В этой связи в расчетах по инкассо могут использоваться различные способы ускорения и дополнительного обеспечения платежей.

Так, например, при расчетах за наличные применяются телеграфные инкассо. В соответствии с договоренностью между сторонами платеж производится импортером или банком импортера против телеграфного (телексного) извещения банка-ремитента о выставлении экспортером документов на инкассо. Документы могут быть направлены ремитентом инкассирующему банку одновременно с отсылкой телекса. В расчетах по коммерческому кредиту инкассо документов и векселей обычно сопровождается выставлением по поручению импортера банковской гарантии в пользу экспортера. Эта гарантия обеспечивает платеж в случае неоплаты импортером документов (векселей) в обусловленные сроки.

**Аккредитив** представляет собой денежное обязательство банка произвести по указанию и за счет покупателя-импортера платеж экспортеру (акцептовать его тратты) на сумму стоимости поставленных товаров против предъявления экспортером товарораспорядительных документов. Подобная форма расчета нередко называется документарным аккредитивом. Применение аккредитива в расчетах по внешнеторговым операциям регулируется «Унифицированными правилами и обычаями для документарных аккредитивов», разработанными Международной торговой палатой. В настоящее время действуют Правила в редакции 1992 г., публикация МТП № 500. Аккредитив используется в случае, если покупатель и продавец товара удалены друг от друга или нуждаются в надежном посреднике для совершения сделки, поскольку имеют небольшой опыт сотрудничества.

Алгоритм использования аккредитива можно представить следующим образом.

1. Заключение внешнеторгового контракта между экспортером и импортером.

2. Сообщение экспортера о готовности товара к отгрузке в адрес импортера в соответствии с условиями внешнеторгового контракта.

3. Поручение импортера своему банку на открытие аккредитива.

4. Пересылка банком импортера в банк экспортера открытого аккредитива в пользу экспортера.

5. Сообщение банка экспортера экспортеру об условиях открытого в его адрес аккредитива.

6. Поставка экспортером товара импортеру и оформление товарораспорядительных документов, связанных с этой поставкой.

7. Передача экспортером своему банку товарораспорядительных документов.

8. Пересылка банком экспортера полученных им от экспортера товарораспорядительных документов в адрес банка импортера.

9. Передача банком импортера товарораспорядительных документов импортеру для получения закупленного им у экспортера товара.

10. Пересылка суммы аккредитива в банк экспортера.

11. Зачисление на счет экспортера причитающихся ему денежных средств за поставленный товар импортеру.

В зависимости от условий различают следующие виды аккредитивов: отзывные и безотзывные; подтвержденные и неподтвержденные; переводные (трансферабельные); револьверные (возобновляемые); покрытые и непокрытые; делимые и неделимые.

*Безотзывный* аккредитив (revocable letter of credit) — это такой аккредитив, который не может быть аннулирован в период его действия без согласия поставщика. *Подтвержденный* аккредитив (acceptance of letter of credit) содержит подтверждение первоклассного банка, что равноценно дополнительной гарантии оплаты поставщику отгруженных товаров. *Неподтвержденный* аккредитив не содержит гарантий первоклассного банка. *Трансферабельный (переводный)* аккредитив (transferable letter of credit) разрешает поставщику передавать свои права на получение средств с аккредитива третьему лицу, которым, как правило, выступает непосредственный производитель товара. *Возобновляемый (револьверный)* аккредитив (revolving letter of credit) — это такой аккредитив, сумма которого по мере выплат автоматически возобновляется в рамках установленного лимита и сроков действия аккредитива. При открытии *покрытых* аккредитивов (covered letter of credit) банк-эмитент предварительно предоставляет в распоряжение исполняющего банка валютные средства (покрытие) в сумме аккредитива на срок действия своих обязательств с условием возмож-

ного использования этих средств для выплат по аккредитиву. В международной практике обычно используются *непокрытые* аккредитивы. *Делимый* аккредитив (divisible letter of credit) предусматривает выплату экспортеру определенных согласованных в контракте сумм после каждой частичной поставки. *Неделимый* аккредитив предполагает, что вся причитающаяся экспортеру сумма будет выплачена после совершения всех поставок или после последней частичной поставки. Такой аккредитив используется обычно при поставках отдельных партий комплектного оборудования, технологически тесно связанных, когда непоставка одной или нескольких партий делает невозможным использование данного оборудования.

Существует еще одна разновидность аккредитива, предусматривающая оплату неотгруженного товара, — *аккредитив «с красной оговоркой»* (packing letter of credit). Таковым может быть любой аккредитив (отзывный, безотзывный, подтвержденный и т.д.), предусматривающий выдачу исполняющим банком экспортеру авансов до определенной суммы. Такие авансы могут понадобиться бенефициару для закупки и оплаты предназначенного для экспорта товара (перед его отгрузкой покупателю). Банки рассматривают такие аккредитивы как вид необеспеченного кредита и выдают их в редких случаях.

Специфическими формами аккредитива являются: back to back (компенсационный) и stand by (резервный аккредитив). Аккредитив *«бэк-ту-бэк»* (компенсационный) открывается в пользу посредника и представляет собой второй аккредитив, гарантируемый первым, который открывает импортер, и называемый основным. Бенефициар по первому аккредитиву, как правило, является посредником, открывающим в свою очередь аккредитив в пользу поставщика товаров. Компенсационный аккредитив независим от первоначально открытого аккредитива, хотя последний и является его первоосновой (рис. 7.2).

Если с самого начала предполагается держать имена производителя и конечного покупателя в секрете друг от друга, то первоначальный аккредитив не должен содержать документов, раскрывающих имя и адрес поставщика, а второй аккредитив — имя и адрес конечного покупателя. Все обязательные документы производитель представляет в свой банк, который после их проверки пересылает комплект документов в банк-посредник; последний открывает аккредитив

*Рис. 7.2.* **Алгоритм открытия компенсационного аккредитива:**

1 — заключение контракта; 2 — заявление на открытие первоначального аккредитива; 3 — открытие первоначального аккредитива; 4 — подтверждение первоначального аккредитива; 5 — заявление на открытие второго аккредитива; 6 — открытие второго аккредитива; 7 — уведомление об открытии второго аккредитива

на сумму меньшую, чем аккредитив импортера, а разницу между двумя аккредитивами относит в кредит счета посредника. Такой вид аккредитива используется как финансовый инструмент предоставления параллельного кредита, когда нет юридической возможности оформить данный кредит иным способом: для высвобождения заблокированных в развивающихся странах денежных средств или в качестве инструмента расчетов при бартерных, товарообменных и компенсационных операциях.

Аккредитив *«стенд бай» (резервный)* применяется прежде всего в США и служит там аналогом банковской гарантии, подчиняясь одновременно основным положениям «Унифицированных правил и обычаев для документарных аккредитивов» МТП № 500. Если гарантированное платежное обязательство не было выполнено, бенефициар может побудить выполнить его, представив вместе со всеми остальными документами (копиями отгрузочных документов), соответствующими аккредитиву, заявление о том, что приказодатель аккредитива не выполнил свои обязательства. В то же время резервные аккредитивы относятся к необеспеченным кредитам, поэтому многие банки выставляют их по поручению клиентов, которые имеют у них свои счета. Резервный аккредитив применим практически к любой сделке. Его можно использовать вместо гарантий исполнения контрактов, выполнения договоров подряда на работы и услуги, оплаты товарных поста-

вок. Его выпускают также для гарантирования банковских кредитов или в качестве гарантии одной фирмы другой по межфирменному кредитованию. В широком смысле резервный аккредитив служит для покрытия рисков неисполнения, связанных с традиционными документарными аккредитивами.

*Преимущества аккредитивной формы расчетов* наиболее выгодны экспортеру, так как представляет собой твердое и надежное обеспечение платежа, полученное, как правило, до начала отгрузки. Осуществление платежа по аккредитиву не связано с согласием покупателя на оплату товара. Для экспортера наибольший интерес представляют безотзывный, подтвержденный, делимый аккредитивы. Импортер в свою очередь имеет гарантию, что платеж будет произведен в пользу экспортера только после предъявления последним товарных документов, удостоверяющих отгрузку товара. В то же время аккредитив является наиболее сложной формой расчетов, поскольку требует тщательного оформления документов и их своевременного представления в банк. (Обратите особое внимание — документы должны быть представлены экспортером в банк до истечения срока действия аккредитива и подтверждать выполнение всех его условий.)

Основные *недостатки аккредитивной формы расчетов для контрагентов:*

- определенные задержки пробега документов через банк;
- высокая стоимость аккредитива.

За проведение операций (открытие, авизование, подтверждение, прием и проверку документов по аккредитиву) банки взимают комиссию, зависящую от суммы аккредитива.

Роль банков в подобных сделках заключается в посредничестве, они контролируют только соответствие представленных документов перечню документов, указанному в аккредитиве. Банки не несут ответственности за сохранность и транспортировку товара, за точность оформления, за законность или надежность представленных им документов. Банк — эмитент аккредитива не может отказать в произведении платежа, если представленные документы соответствуют условиям аккредитива. Таким образом, банки несут ответственность только за финансовый аспект сделки, не принимая никаких обязательств относительно товаров, перечисленных в договоре о купле-продаже.

Расчеты за поставленный товар производятся в долларах США по безотзывному, подтвержденному делимому аккредитиву, открытому покупателем по телеграфу в ВЭБ, г. Москва. В аккредитиве должны быть указаны условия перегрузки и частичной отгрузки, а также указано, что все расходы, связанные с открытием и продлением аккредитива, а также другие банковские расходы осуществляются за счет покупателя. Аккредитив действителен в течение 90 дней и должен быть открыт после получения уведомления продавца о готовности товара к отгрузке.

*Торговля по «открытому счету» (open account settlments).* Расчеты по открытому счету в международной торговле предусматривают предоставление экспортером импортеру товарораспорядительных документов, минуя банк, и оплату импортером экспортеру сумм по контракту на открытый счет в сроки, установленные по предварительному соглашению сторон (обычно ежемесячно, ежеквартально и по полугодиям). Следовательно, торговля по открытому счету представляет собой продажу в кредит, при которой у экспортера нет никакой гарантии, что покупатель рассчитается со своим долгом в согласованную дату платежа. Поэтому условия такой торговли те же, что и при продаже в кредит в отечественной практике. Единственное различие состоит в том, что покупатель и продавец находятся в разных странах. Можно сказать, что сущностью таких расчетов является периодичность платежей на условиях последующей оплаты и зачисления задолженности на счет импортера, а также то, что расчеты — одна из форм коммерческого кредита.

Экспортер, отправляя товар вместе с отгрузочными документами, теряет контроль над товаром, а также свое юридическое право собственности на него. Покупатель же дает согласие оплатить товар в заранее оговоренную дату в будущем (через месяц, два, три и т.д.). Причем он может распоряжаться товаром по своему усмотрению. Учитывая, что оплата может происходить при различных методах расчетов, в том числе векселями и чеками, срок реального получения экспортером денежных средств может значительно растянуться по времени. Поэтому торговля по открытому счету, как правило, происходит: между компаниями, состоящими в длительных деловых взаимоотношениях и при систематических (может быть, небольшими партиями) поставках; между материнской компанией и ее дочерними структурами и филиалами; с посредническими фирмами, осуществляющими комиссионные консигнационные операции.

Торговля по открытому счету не обеспечивает экспортеру такую защищенность, как в случае авансового платежа,

и предполагает наличие регулярных деловых контактов между контрагентами, о чем уже говорилось. Для импортера же такой метод расчетов наиболее приемлем, поскольку не требует мобилизации средств и не вызывает необходимости получения банковских кредитов для расчетов с поставщиком, избавляет покупателя от риска потери вследствие оплаты не полученного и не принятого еще товара.

Таким образом, особенность расчетов по открытому счету заключается в том, что движение товаров опережает движение денег. Помимо этого расчеты оторваны от товарных поставок и связаны с коммерческим кредитом. Экспортеру такая форма расчетов может быть выгодна только при условии взаимности, когда контрагенты попеременно выступают в роли покупателя и продавца. При односторонних поставках расчеты по открытому счету применяются крайне редко.

Расчеты по открытому счету приводят обычно к замедлению поступления валютной выручки, так как оплата за поставленный товар поступает не сразу, а по прошествии некоторого времени, хотя и заранее обусловленного.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Валютный клиринг** – межправительственное соглашение о взаимном зачете встречных требований и обязательств в валюте, вытекающих из стоимостного равенства товарных поставок и оказываемых услуг.

**Девиза** – вексель, чек или платежное поручение в иностранной валюте, подлежащее оплате за границей. Используется в качестве международного платежного средства.

**Рамбурсировать** – покрывать долг через третье лицо.

**Ремитирование** – способ погашения задолженности в иностранной валюте, когда должник покупает на валюту своей страны иностранную валюту (тратту, чек, денежный перевод) на национальном валютном рынке и пересылает ее кредитору в погашени задолженности перед ним.

**Трансакция** (лат. *transactio* – соглашение, сделка) – банковска операция по переводу денежных средств (в том числе за границу для какой-либо цели.

**Трассирование** – способ истребования платежа кредитором по которому кредитор (получатель валюты) выставляет на должник тратту или дает приказ плательщику (должнику) уплатить (погасить долг в валюте плательщика.

## Контрольные вопросы и задания

1. Дайте определение понятию «международные расчеты». Каково их назначение?
2. Какие отношения между кредитными учреждениями называют корреспондентскими?
3. Что означает для банка-корреспондента корреспондентский счет?
4. Дайте определение счетам «ностро», «лоро», «востро».
5. Что относят к средствам международных расчетов и средствам платежа?
6. Охарактеризуйте основные формы международных расчетов.
7. Охарактеризуйте основные формы международного платежа.
8. Какова схема использования тратт в международных расчетах?
9. Какие формы расчетов и почему предпочтительнее для экспортера (импортера)?
10. В чем состоит принципиальное отличие аккредитивной формы расчетов от инкассо и банковского перевода?
11. Назовите виды аккредитивов.
12. В чем проявляются достоинства и недостатки операций по открытому счету?
13. Какие нормативные акты регулируют расчеты чеками и векселями?
14. Почему ЦБ РФ ограничивает расчеты чеками по экспортно-импортным операциям?
15. Как можно повысить надежность банковского перевода инкассовой, аккредитивной формы расчетов?
16. Назовите виды банковских гарантий.
17. Что такое учет векселя?

## Тесты

1. Расчеты по инкассо осуществляются на основании:
а) платежных требований;
б) инкассовых поручений;
в) платежных требований и инкассовых поручений.

2. Инкассовые поручения применяются при:
а) расчетах за поставленные товары, выполненные работы, оказанные услуги, а также списании денежных средств со счетов плательщика в бесспорном порядке;
б) расчетах за поставленные товары, выполненные работы, оказанные услуги;
в) списании денежных средств со счетов плательщика в бесспорном порядке.

3. Взыскание платежей по финансовым документам, не сопровождаемым коммерческими документами, называется:
а) инкассо;
б) простое инкассо;
в) документарное инкассо.

4. Документарный аккредитив представляет собой:

а) условное денежное обязательство банка, выдаваемое им по поручению покупателя в пользу продавца, по которому банк, открывший счет (банк-эмитент), может произвести платежи продавцу или дать полномочия другому банку произвести такие платежи при наличии предусмотренных документов и выполнении других оговоренных условий;

б) поручение экспортера (продавца) своему банку получить от импортера (покупателя) непосредственно или через другой банк определенную сумму или подтверждение, что эта денежная сумма будет выплачена в установленный срок.

5. Для открытия аккредитива фирма-плательщик подает заявление установленной формы:

а) в банк-эмитент;

б) в исполняющий банк;

в) фирме-поставщику.

6. Ценная бумага, подтверждающая безусловное денежное обязательство должника уплатить в установленный срок указанную денежную сумму ее владельцу, — это:

а) чек;

б) вексель;

в) аккредитив.

7. Ценная бумага, содержащая приказ векселедержателя по отношению к плательщику об уплате указанной в векселе суммы денег третьему лицу, является:

а) простым векселем;

б) переводным векселем.

8. Переводный вексель выписывается:

а) трассантом;

б) трассатом;

в) ремитентом.

9. Если в векселе не указан срок платежа, то он считается векселем:

а) с платежом по предъявлении;

б) с платежом на определенный день;

в) недействительным.

10. Если в векселе не указано место составления векселя, то

а) им считается место нахождения векселедержателя;

б) им считается место нахождения векселедателя;

в) вексель считается недействительным.

11. Если держатель ставит на обороте векселя свою подпись и указывает наименование лица, которому передает право получения денег по векселю, то это:

а) безоборотный индоссамент;

б) именной индоссамент;

в) бланковый индоссамент.

12. Плательщик принимает на себя обязательства оплатить переводный вексель в срок посредством:

а) аваля векселя;

б) акцепта векселя;

в) протеста векселя.

13. Чекодержатель — это:

а) банк, в котором находятся денежные средства чекодателя;

б) юридическое или физическое лицо, в пользу которого выдан чек;

в) юридическое или физическое лицо, имеющее денежные средства в банке, которыми он может распоряжаться путем выставления чеков.

14. Аваль по чеку может даваться:

а) любым лицом;

б) любым лицом, указанным чекодержателем;

в) любым лицом, за исключением плательщика по чеку.

15. Участниками аккредитивной формы расчетов выступают:

а) фирма-плательщик, фирма-поставщик, банк-эмитент;

б) фирма-плательщик, фирма-поставщик, банк-эмитент, исполняющий банк;

в) фирма-плательщик, фирма-поставщик, исполняющий банк, ...

## Практические задания

1. Используя дополнительную литературу и статьи периодических изданий, дайте определение и охарактеризуйте современное состояние:

а) расчетно-платежного механизма внешнеторговых сделок;

б) системы валютного контроля платежей и расчетов.

2. Рассмотрите вопросы для дискуссионного обсуждения:

а) основные направления унификации правил международных расчетов;

б) проблемы минимизации рыночных рисков конъюнктурного характера при торговле (выбрать предмет контракта).

3. Проведите деловую игру по теме «Международные расчеты» с заполнением реальных банковских документов на документарный аккредитив, инкассо, банковский перевод и с использованием векселя и чека в качестве средства платежа.

4. Рассчитайте дисконт векселя. Вексель на сумму 50 000 USD, выписанный 20.02.2006 со сроком погашения 30.05.2006, был предъявлен к учету 15.03.2006. Определите, какую сумму получит векселедатель при учете, если дисконтная ставка равна 15% годовых.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Роль банков в международных расчетах.
2. Особенности валютно-финансовых и платежных условий внешнеэкономических сделок.
3. Коммерческие и финансовые документы. Факторы, влияющие на выбор форм международных расчетов.
4. Аккредитив, его виды.
5. Инкассовая форма расчетов.
6. Банковский перевод. Авансовый платеж. Расчеты по открытому счету.
7. Расчеты с использованием векселей, чеков, пластиковых карточек.
8. Валютные клиринги. Понятие, причины их введения, цели, эволюция.
9. Сравнительная характеристика форм международных расчетов.
10. Аккредитивная форма расчетов в современной банковской практике.
11. Аккредитивная форма расчетов и валютные риски.
12. Инкассовая форма расчетов и проблема ее использования в современной внешней торговле.
13. Факторы, влияющие на выбор формы расчетов во внешней торговле.
14. Гарантии в международных расчетах.
15. Авансовые платежи и проблема валютного контроля в России.
16. Ответственность банков при осуществлении аккредитивной (инкассовой) формы расчетов.

## Литература

Der Ratgeber für das Dokumenten- und Garantiegeschäft. Dokumenten inkasso. Export akkreditiv. Import akkreditiv. Ausland garantie. -- Medieninhaber und Herausgeber : Bank Austria, 2010.

*Антонов, В. А.* Мировая валютная система и международные расчеты. — М. : ТЕИС, 2000.

*Гусаков, Н. П.* Международные валютно-кредитные отношения : учебник. — М. : ИНФРА-М, 2010.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. — М. : Финансы и статистика, 2008.

*Михайлов, Д. М.* Международные контракты и расчеты. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Юрайт-Издат, 2006. Серия : Профессиональная практика.

Унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов, инкассо, векселя и чека // Публикации Международной торговой палаты.

*Функ, Я. И.* Инкотермс 2010 : комментарий. — Минск : Дикта, 2011.

## Интернет-ресурсы

Статистические данные Банка России. URL: http://www.cbr.ru/statistics.

# Раздел 3
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

# Глава 8
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ И ИХ РОЛЬ В СОВРЕМЕННОЙ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• роль и место международного кредитования в сфере современных внешнеэкономических связей;

• основные формы кредитования в международной сфере;

***уметь***

• анализировать наиболее распространенные формы банковского кредитования в международной практике;

***владеть***

• методами выявления важнейших аспектов международного банковского кредитования – кредитной политики банка, кредитных рисков, процедуры утверждения лимита кредита.

## 8.1. Принципы, функции и роль международного кредита

Международный кредит появился еще при феодализме как специфическая разновидность ростовщического кредита, используемая в основном для финансирования войн и содержания королевских дворов в Европе. Масштабное развитие международный кредит получает при капитализме, что связано с интернационализацией производства и последующей глобализацией мирового хозяйства.

Как экономическая категория **международный кредит** представляет собой совокупность международных экономических отношений между резидентами разных стран (кредиторами и заемщиками) по поводу движения ссудного капитала, которое связано с предоставлением валютных и товарных ресурсов. Кредитные отношения основаны на традиционных принципах: возвратности, платности, сроч-

ности, обеспеченности, целевого использования кредита и дифференцированного подхода кредиторов и заемщиков.

Для международного кредита эти основные принципы выглядят следующим образом.

1. *Принцип возвратности* означает, что заемщик обязуется вернуть основную заемную сумму (это фиксируется в кредитном договоре).

2. *Принцип платности* предполагает, что за пользование кредитом заемщик оплачивает вознаграждение (процентный доход кредитору).

3. *Принцип срочности* отражает временные рамки обязательства заемщика по возврату финансовых ресурсов кредитору. По признаку срочности кредиты классифицируются как краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 до 5 лет) и долгосрочные (более 5 лет).

4. *Принцип обеспеченности* означает, что заемщик дает необходимые имущественные или документарные гарантии возврата кредита с процентом. Чаще всего обеспечением международных кредитов выступают гарантии, поручительства и залог.

5. *Принцип целевого использования кредита* предполагает, что в кредитном договоре оговариваются цели, на которые кредит будет использован заемщиком, чтобы у кредитора была уверенность в том, что последний вернет ссуду и процент по истечении срока и что цели, на которые взята ссуда, являются потенциально прибыльными.

6. *Принцип дифференцированного подхода* кредитора и заемщика при выборе контрагентов. Как кредитор выбирает заемщика из потенциально возможных, чтобы предоставить ссуду самому финансово устойчивому из них, так и заемщик выбирает кредитора с учетом условий платности и срочности кредита.

Кроме общих принципов (возвратность, срочность, платность) международному кредиту присущи *специфические черты*, обусловленные функционированием международного финансового механизма, в частности: несовпадение валюты кредита и валюты его погашения; наличие валютных рисков; наличие более высоких кредитных рисков, чем при кредитовании национальных заемщиков вследствие затруднений при сборе информации о зарубежных заемщиках и об их кредитоспособности.

Международные кредитные отношения — важная составляющая международных экономических отношений. Меж-

дународный кредит развивается параллельно с динамикой кредитно-финансового сектора и финансово-кредитных инструментов. С 1980 г. мировой объем международных кредитных инструментов вырос более чем в 6 раз — примерно с такой же скоростью, как ВВП в развитых странах: с 12 трлн долл. в 1980 г. до более 80 трлн в начале нового тысячелетия. Ежегодные объемы международных банковских кредитов составляют 500—900 млрд долл. и вполне сопоставимы с объемами прямых международных инвестиций.

Международный кредит играет важную роль в международных экономических отношениях, выполняя следующие функции:

- перераспределение ссудного капитала между странами (капитал перемещается в те отрасли и страны, где обеспечивается максимальная отдача на вложенный капитал). Тем самым обеспечивается расширенное воспроизводство и увеличивается эффективность использования капитала;
- усиление централизации (концентрации) и накопления капитала в рамках всего мирового хозяйства, что позволяет осуществлять масштабные международные проекты;
- экономия издержек обращения в сфере международных расчетов путем замены мировых товарных денег (золото, серебро) на более дешевые кредитные средства (тратты, векселя, чеки и др.), развитие и ускорение безналичных платежей;
- ускорение процесса реализации товаров и услуг во всемирном масштабе, что способствует экономическому росту;
- регулирование мировой экономики.

## 8.2. Мировая кредитная система

**Мировая кредитная система** — это форма организации международных кредитных отношений, которые основаны на принципах, принятых его участниками: платности, возвратности, срочности, обеспеченности кредита — и которые зафиксированы в международных договорах или закреплены в сложившихся обычаях.

Мировая кредитная система включает также национальную и региональную кредитные системы.

*Национальная кредитная система* — организационно-институциональная форма кредитных отношений государства. В национальной кредитной системе представлены все формы кредита, при этом международный кредит играет не такую важную роль, как в других кредитных системах.

*Региональная кредитная система* включает национальные кредитные системы региона, т.е. она носит интернациональный характер. Ссудный капитал свободно перемещается из страны в страну в границах региона. Региональные органы управления имеют статус, сопоставимый с институтами национального кредитного регулирования. Сущность пруденциального управления заключается в том, что ЦБ и региональные органы следят за соблюдением нормативов банковской деятельности (главным образом нормативов Базельского комитета), принимая во внимание специфику национальных кредитных систем. Такое пруденциальное управление (надзор) позволяет повысить эффективность управления кредитными рисками.

Участниками региональных кредитных отношений выступают транснациональные банки, государственные финансово-кредитные учреждения.

*Элементами мировой кредитной системы* являются:

- субъекты международных кредитных отношений;
- формы международного кредита;
- условия международного кредита.

*Субъектами* международных кредитных отношений выступают *кредитор* — продавец ссудного капитала и *заемщик* — его покупатель. Кредитор и заемщик международного кредита являются нерезидентами и осуществляют операции на международных рынках ссудного капитала. Главным мотивом международного кредита, как правило, выступает получение максимально возможной прибыли при наличии оптимального риска невозврата займа и причитающегося процентного платежа. Цель международного кредита определяется кредитором, поэтому наряду с прибылью могут быть политические, гуманитарные и другие цели.

Основными субъектами международных кредитных отношений являются следующие институты:

- *международные финансовые организации* — МВФ, Группа Всемирного банка и др. Специфика подобных кредитных отношений определяется уставными целями организации, может предусматривать льготное кредитование при выполнении заемщиком определенных условий и соответствии необходимым финансово-экономическим критериям;
- *национальные органы финансово-кредитного регулирования* — центральные банки, министерства финансов и экономики, казначейства и пр. Международные займы им необходимы для сокращения бюджетного дефицита и дефицита

платежного баланса, поддержания валютного курса и т.д. В последнее время повышенную активность к заимствованию на международных рынках ссудного капитала проявляют региональные и местные органы самоуправления;

• *транснациональные финансово-промышленные группы и производственные предприятия,* которые с целью минимизации издержек инвестируют в кредитные проекты стран с наиболее выгодными процентными ставками, а также увеличивают прибыль, размещая или привлекая средства на мировом рынке ссудных капиталов;

• *коммерческие банки* — выходят на международные рынки для решения финансовых проблем с ликвидностью и платежеспособностью. Исторически банки являлись основными субъектами международных кредитных отношений. Однако постепенно их роль в международном кредите ослабевала, и они уступили доминирующую позицию небанковским кредитно-финансовым учреждениям;

• *небанковские кредитно-финансовые учреждения (институциональные инвесторы)* — сберегательные ассоциации, кредитные союзы, страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные компании и банки, финансовые брокеры и дилеры, финансовые компании. В конце XX и начале XXI вв. стремительно росли хеджевые фонды и объемы управляемых ими средств. В 2010 г. в мире действовало более 6 тыс. хеджевых компаний, они оперировали средствами больше чем 400 млрд долл. Небанковские кредитно-финансовые учреждения (за исключением кредитно-сберегательных ассоциаций и союзов) являются не депозитными, а преследуют иные цели — страхование, аккумуляция пенсионных взносов и пр. Тем не менее все они получают доход не от своей непосредственной деятельности, а от инвестирования, в частности в кредитные инструменты;

• *предприятия малого бизнеса, население* и др. — их участие в международных кредитных отношениях обусловлено не столько спецификой деятельности, сколько привлекательностью самих кредитных инструментов.

Международный кредит может принимать различные формы, которые также относятся к элементам мировой кредитной системы.

*Видами международного кредита* являются:

• *кредит международных кредитно-финансовых организаций* — предоставляется при выполнении странами или

компаниями выдвинутых финансовыми организациями особых условий;

• *международный банковский кредит*;

• *межгосударственный кредит* — в роли заемщика выступает государство, выпуская различные кредитно-финансовые инструменты для нерезидентов;

• *международный коммерческий (фирменный) кредит* — отсрочка платежа, предоставляемая экспортером товара импортеру.

Международный кредит может выступать в различных формах. Приведем расшифровку основных форм международных кредитов согласно классификации МВФ (табл. 8.1).

*Таблица 8.1*

**Классификация международных кредитов**

| Признак классификации | Формы международных кредитов |
|---|---|
| По назначению | Коммерческие кредиты (международные расчеты с отсрочкой платежа при торговле товарами и услугами)<br>Финансовые кредиты (денежный кредит, предоставляемый банками), используемые для инвестиционных объектов, приобретения ценных бумаг, погашения внешнего долга, проведения валютной интервенции центральным банком<br>Промежуточные кредиты для обслуживания смешанных форм экспорта капиталов, товаров, услуг (например, финансовый инжиниринг) |
| По видам | Товарные (предоставляются экспортерами своим покупателям в виде отсрочки платежа за уже поставленные товары)<br>Валютные (предоставляются банками в денежной форме) |
| По валюте займа | Международные кредиты в валюте страны-должника<br>Международные кредиты в валюте страны-кредитора<br>Международные кредиты в валюте третьей страны<br>Международные кредиты в валюте в международных счетных валютных единицах (SDR, евро) |
| По срокам | Краткосрочные кредиты (от 1 дня до 1 года, иногда до 18 месяцев)<br>Среднесрочные (от 1 года до 5 лет)<br>Долгосрочные (свыше 5 лет)<br>Онкольный кредит (без указания срока использования с обязательством заемщика погасить его по первому требованию кредитора) |

*Продолжение табл. 8.1*

| Признак классификации | Формы международных кредитов |
|---|---|
| По обеспечению | Обеспеченные кредиты (в качестве обеспечения используются товары, коммерческие и финансовые документы, ценные бумаги, недвижимость, другие ценности, иногда золото)<br>Бланковые кредиты — выдаются под обязательство (соло-вексель) должника погасить его в срок |
| В зависимости от объектов кредитования и категории кредитора | Банковские (частные) международные кредиты — материально-денежные средства, которые предоставляются частными банками экспортерам и импортерам, как правило под залог товарно-материальных ценностей, реже предоставляется необеспеченный кредит крупным фирмам, с которыми банки тесно связаны<br>Фирменный кредит — традиционная форма кредитования экспорта, при которой экспортер предоставляет кредит на срок от 2 до 7 лет иностранному покупателю (импортеру) в форме отсрочки платежа за товары и оформляется векселем или по открытому счету<br>Брокерский кредит — промежуточная форма между фирменным и банковским кредитами. Брокеры (специалисты, упрощающие сделки между банками и заменяющие прямые контакты между ними) заимствуют средства у банков, при этом роль последних уменьшается<br>Правительственные кредиты (межправительственные, государственные займы) — предоставляются правительственными кредитными учреждениями на основе межправительственных соглашений. Обычно они предоставляются на более льготных условиях, чем частные. Такие кредиты могут быть беспроцентными и предоставляться на срок в несколько десятков лет с большим льготным периодом перед началом погашения или выдаваться в виде субсидий (даров) и быть безвозвратными. Чаще всего они бывают целевыми (на приобретение определенных товаров и осуществление конкретных проектов), т.е. имеют связывающую оговорку, определяющую в общем виде цели кредита. С 1980-х гг. активно развивается проектное финансирование: смешанная форма кредитования совместно с несколькими кредитными учреждениями (иногда до 200) с корпоративным финансированием |

*Окончание табл. 8.1*

| Признак классификации | Формы международных кредитов |
|---|---|
| | Кредиты международных и региональных организаций. Они предоставляются преимущественно через МВФ, Группу МБРР через региональные банки развития развивающихся стран, Европейский инвестиционный банк и другие кредитно-финансовые институты ЕС. Причем МВФ и МБРР выступают не только как крупные кредиторы, но и как координаторы международного кредита развитых стран<br>Синдицированные кредиты (консорциальные, от лат. *consortium* — участие) — это кредиты, предоставляемые двумя и более кредиторами, т.е. синдикатами (консорциумами) банков одному заемщику. Для предоставления синдицированного кредита (отдельным предприятиям и регионам) группа банков-кредиторов объединяет на определенный срок свои временно свободные средства<br>Облигационные займы |
| По виду процентного платежа | С фиксированной процентной ставкой<br>С плавающей процентной ставкой |
| По технике предоставления | Наличные кредиты, зачисляемые на счет заемщика<br>В форме акцепта (тратты) импортером или банком<br>Депозитные сертификаты<br>Облигационные займы<br>Консорциальные кредиты и др. |

В международной практике получили также широкое распространение следующие виды кредитов: *револьверный* (revolving credit), *резервный «стэнд-бай»* (stand-by credit), *связанный* (tied credit), *смешанный* (mixed credit), *совместный* (participation loan), *стратегический* (strategic credit), *товарный* (commodity credit), *экспортный* (export credit).

К *условиям международного кредита* относятся валюта кредита, валюта платежа, стоимость и цена кредита, срок кредита, порядок его предоставления и погашения, обеспечение кредита, страхование кредитных рисков.

*Валюта кредита* — это денежные единицы, в которых выдается кредит. Валютой кредита могут быть денежные единицы кредитора, страны-заемщика, валюта третьей страны. Как правило, валютой кредита является денежная единица страны-кредитора или свободно конвертируемая валюта.

При предоставлении коммерческого (фирменного) международного кредита обычно устанавливается валюта страны-экспортера. На выбор валюты кредита оказывают влияние риски, которые пытаются минимизировать кредитор и заемщик. К ним относятся риск изменения курса валюты кредита, проектно-экономический, политический и иные риски. При выборе валюты кредита увязываются такие факторы, как уровень процентной ставки, практика международных расчетов (например, контракты по поставкам нефти обычно заключаются в долларах США), степень инфляции и пр. Кредитор заинтересован в том, чтобы курс валюты кредита оставался стабильным или, по крайней мере, не снизился, так как это приведет к уменьшению суммы и цены кредита. Чаще всего в международных кредитных операциях в качестве валюты кредита используют доллар США и евро.

*Валюта платежа* — денежная единица, в которой осуществляется обслуживание кредита — возврат его суммы и цены. В кредитном договоре валюта платежа, как правило, совпадает с валютой кредита или является твердой валютой. Например, СССР получал кредит в разных валютах, но платежи, как правило, осуществлялись в долларах. Однако иногда валюта платежа может выражаться в валюте страны-заемщика или импортера («мягкие» займы). Кроме того, валютой платежа могут выступать товары традиционного экспорта страны-заемщика. Различия между валютой кредита и платежа оговариваются в кредитном договоре или возникают из-за дефицита валютных средств у заемщика либо отсутствия валюты кредита.

*Сумма кредита* — сумма денежных средств или иных ценностей, предоставляемая кредитором заемщику и не включающая дополнительных платежей (процентов). Сумма, или лимит, кредита в основном определяется потребностями заемщика и его возможностями возвратить кредит. Кредит может предоставляться в виде одного или нескольких траншей (долей).

*Цена кредита* — процентные платежи, взимаемые кредитором за предоставленную сумму кредита, которая выражается в виде процентной ставки. *Процентная ставка* представляет собой относительный уровень дохода, который получит кредитор от заемщика с каждой единицы предоставленных во временное пользование финансовых средств. Она определяется отношением абсолютной суммы процентов к сумме ссуды или займа. Процентные ставки выражаются

в виде десятичной или простой дроби, а чаще всего в процентах. Существуют два метода начисления процентов: простые и сложные проценты.

*Простые проценты* — это метод расчета дохода кредитора от предоставления денег в долг заемщику, суть которого заключается в том, что проценты начисляются на одну и ту же первоначальную сумму в течение всего срока ссуды.

*Годовой процентный платеж* в этом случае рассчитывается по формуле

$$I = P \cdot r \cdot n,$$

где $I$ — конечная (наращенная) стоимость капитала $P$; $P$ — первоначальная стоимость капитала; $r$ — ставка сложного процента, выраженная десятичной дробью; $n$ — длительность расчетного периода, на который вкладывается капитал (время ссуды), выраженная в годах.

**Пример 1**

Банк принимает вклады до востребования по ставке 8% годовых. Нужно определить сумму процентов на вклад 200 USD, размещенный на полгода.

По формуле сумма начисленных процентов составит:

$$I = 200 \cdot 0{,}08 \cdot 0{,}5 = 8 \text{ USD}.$$

*Сложные проценты* — это метод расчета дохода кредитора, основанный на том, что процентный платеж в каждом расчетном периоде добавляется к капиталу предыдущего периода, процентный платеж в последующем периоде вычисляется на эту наращенную величину первоначального капитала, так называемый процент на процент. Формула наращенной стоимости капитала имеет вид:

$$F = P \cdot (1 + r)^n.$$

Эту формулу можно прочитать следующим образом: капитал $P$ при годовом исчислении сложных процентов по ставке $r$ через $n$ лет возрастет до величины $F$, где $F$ — конечная (наращенная) стоимость капитала $P$; $P$ — первоначальная стоимость капитала; $r$ — ставка сложного процента, выраженная десятичной дробью; $n$ — длительность расчетного периода, на который вкладывается капитал (время ссуды), выраженная в годах.

**Задача 1**

Какова сумма окончательного возвратного платежа по кредиту в 25 000 EUR, выданному на 3 года под 18% годовых с ежемесячным начислением?

*Решение*

$$F = 25\,000 \cdot (1 + 0{,}18/12)^{3 \cdot 12} = 25\,000 \cdot (1 + 0{,}015)^{36} = 25\,000 \cdot 1{,}70914 = 42\,728{,}50 \text{ EUR}.$$

Важнейшим условием предоставления кредита является определение процентной ставки. В международной практике нашли применение:

• *фиксированная номинальная ставка процента* (fixed nominal interest rate) — номинальная ставка процента, фиксированная в абсолютном выражении, неиндексируемая по уровню инфляции ставка;

• *плавающая ставка процента* (floating interest rate) — может быть привязана к индексу инфляции, изменениям валютного курса, учетной ставки и т.п. Разновидностью кредита с периодически изменяющейся ставкой процента является широко используемые *ролловерные кредиты*.

Ставка процента по международным кредитам содержит следующие составляющие:

$$r = r\,\text{базовая} + KS,$$

где $r$ базовая — ставка по кредитам на конкретные валюты на международных рынках капитала; $KS$ — кредитный спред, включающей издержки финансирования, операционные расходы банка, связанные с предоставлением и обслуживанием кредита, а также нормальную прибыль на капитал банка с учетом риска.

Последний компонент должен базироваться по крайней мере на трех составляющих: премии за ликвидный риск, премии за процентный риск и премии за валютно-курсовой риск. Определение уровня премии за риск требует конкретного анализа и прогноза финансового состояния заемщика, денежного рынка, а также странового риска. На размер конкретной банковской процентной ставки оказывают влияние характер процентных рисков, сумма, срок, источник и обеспечение кредита, валюты кредита и платежа, экономическая ситуация в стране-заемщике и пр. Если кредитор требует гарантии возврата стоимости и суммы кредита, заемщик обращается за гарантией к банку или к брокеру, небан-

ковскому кредитно-финансовому учреждению. Платежи, перечисляемые заемщиком гаранту, относятся к дополнительным элементам цены кредита.

Кроме того, заемщик может осуществить страхование операции, под которую был взят кредит. Платежи по страхованию кредита, плата комиссии за переговоры (0,2—0,5%), за резервирование средств (0,2—1,0%), управление (0,5%) также относятся к дополнительным элементам цены кредита. Уровень издержек финансирования в свою очередь будет зависеть от источника дополнительных средств, используемых банком при кредитовании (отечественная валюта, евровалютное заимствование, банковский акцепт, аккредитив «стэнд-бай», иностранная валюта и др.).

Для оценки кредитов, финансируемых в отечественной валюте, банки используют собственные (базовые) ставки, рассчитываемые на основе вышеперечисленных компонентов и учитывающие кредитоспособность заемщиков. Кроме того, учитываются ставки, предлагаемые конкурирующими кредиторами на национальном рынке, а также конъюнктура самого рынка. В России используется ставка МИАКР (Moscow Interbank Actual Credit Rate — MIACR) — средневзвешенная по объемам фактических сделок процентная ставка по предоставлению межбанковских кредитов коммерческими банками.

Процентная ставка по кредиту в евровалюте отличается от ставок в стране кредитора или заемщика. Как правило, используются ставки, принятые на мировых рынках ссудных капиталов. Так, ставка предложения ссудного капитала в Лондоне называется LIBOR (London Interbank Offer Rate), в Бахрейне — BIBOR, в Сингапуре — SIBOR, во Франкфурте-на-Майне — FIBOR, в Париже — PIBOR, на европейском рынке — EURIBOR и т.д. Наиболее часто используется ставка LIBOR — ставка предложения (продавца) на Лондонском межбанковском рынке депозитов, базовая кредитная ставка на Лондонском межбанковском рынке евровалют. Фиксируется на основе ставок ведущих банков Лондона ежедневно в 11 ч утра. Используется в качестве индекса установления цен на банковский кредит или кредитную линию. Пример месячной и годовой ставок LIBOR по разным валютам представлен в табл. 8.2.

*Таблица 8.2*

**Ставки LIBOR на октябрь 2012 г.**

| Срок | CAD | CHF | EUR | GBP | JPY | USD |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 месяц | 1,077 | 0,007 | 0,0593 | 0,5038 | 0,1351 | 0,2107 |
| 1 год | 1,978 | 0,333 | 0,58 | 1,1263 | 0,5237 | 0,901 |

*Источник*: Архив ставок LIBOR; URL: http//www.pmfd.ru/libor/libor-archive.

**Справка**

Либор (London Interbank Offered Rate) — в широком смысле — шкала процентных ставок, которые применяются лондонскими банками, выступающими на евровалютном межбанковском рынке с предложением средств в разных евровалютах и на разные сроки: 1, 2, 6 и 12 месяцев. Каждый крупный лондонский банк самостоятельно устанавливает и изменяет ставку Либор в зависимости от складывающейся конъюнктуры на валютном рынке.

Либор — в узком смысле — средняя процентная ставка по ставкам Либор. Официальной фиксации ставки Либор не существует. Британская ассоциация банков (British Bankers' Association) рассчитывает ставки Либор, которые широко используются в качестве индекса для краткосрочных процентных ставок.

По традиции ставки Либор применяются в качестве базисных при предоставлении банковских кредитов на условиях плавающей процентной ставки. При корректировке ставки на очередной процентный период обычно берется оговоренная в контракте ставка Либор, зафиксированная за 2 дня до начала нового процентного периода.

Помимо Либор используются следующие межбанковские ставки.

Бибор (BIBOR) — ставка по межбанковским депозитам в иностранной валюте на международном денежном рынке Бахрейна. Устанавливается банками, осуществляющими операции на офшорном Бахрейнском денежном рынке.

Инстар (Interbank Short-Term Actual Rate — INSTAR) — процентные ставки Московского межбанковского рынка, рассчитываемые по результатам реальных сделок, заключенных банками.

Либид (London Interbank Bid Rate — LIBID) — средняя процентная ставка крупнейших лондонских банков при покупке межбанковских кредитов.

Люксибор — межбанковская ставка предложения депозитов на рынке Люксембурга.

Мибид (Moscow Interbank Bid Rate — MIBID) — средняя процентная ставка от ежедневно заявляемых крупнейшими московскими банками ставок привлечения межбанковских кредитов.

Мибор (Московская межбанковская ставка предложения, Moscow Interbank Offered Rate — MIBOR) — средняя процентная ставка от ежедневно заявляемых крупнейшими московскими банками ставок размещения межбанковских кредитов.

Пибор (Парижская межбанковская ставка предложения; Межбанковская ставка, предлагаемая в Париже, Paris Interbank Offered Rate — PIBOR) — процентная ставка, ежедневно устанавливаемая в межбанковских операциях парижских банков. Пибор устанавливается ежедневно в 11 ч под эгидой Французской ассоциации банков. Месячная ставка для каждого обязательства сроком погашения от 1 до 12 месяцев определяется как среднее арифметическое ставок восьми репрезентативных банковских учреждений Парижа без учета четырех крайних.

Сибор (Сингапурская межбанковская ставка предложения) — процентная ставка, по которой сингапурские банки предоставляют краткосрочные кредиты.

*Источник*: URL: http//www.glossary.ru/; http://mirslovarei.com/.

Процентные ставки по международным кредитам могут устанавливаться и другими способами. Но они всегда должны содержать обязательные базисные составляющие и учитывать ситуацию на рынке ссудных капиталов. Если международный кредит финансируется евровалютой, процентная ставка на него котируется по ставке ЛИБОР плюс спред, отражающий определенное количество годовых процентных пунктов, за счет которого банк должен оплатить все операционные расходы, получить прибыль и компенсацию за принятые на себя кредитные риски. Ставка ЛИБОР является важнейшим ориентиром процентных ставок на международном рынке ссудных капиталов.

Прогнозирование процентных ставок — нелегкий труд, и экономисты выполняют эту работу (часто за очень высокую плату), так как прогноз процентных ставок необходим предприятиям для планирования будущей деятельности, а банки и инвесторы нуждаются в прогнозе процентных ставок, чтобы решить, какие активы приобретать. Сначала эксперты по прогнозированию процентных ставок оценивают, в каком направлении и насколько интенсивно будут изменяться факторы, воздействующие на спрос и предложение облигаций и денег, состояние экономической конъюнктуры, прибыльность потенциальных инвестиций, ожидаемую инфляцию, бюджетный дефицит и объем государственного долга. Затем прогнозируется поведение процентных ставок на основе анализа спроса и предложения на международных рынках ссудного капитала.

*Срок кредита* — период, на который он выдается. Кредит может быть сверхсрочным (суточным, недельным, до трех месяцев), краткосрочным (до 1 года), среднесрочным (от 1 до 5 лет), долгосрочным (свыше 5 лет). В некоторых странах среднесрочными кредитами считаются кредиты до 7—10 лет, а долгосрочными — свыше 10 лет. При пролонгации (продлении) краткосрочных и среднесрочных международных кредитов они становятся долгосрочными, причем, как правило, с государственной гарантией. Срок кредита зависит от его целевого назначения, соотношения спроса и предложения на международном кредитном рынке, размера внешнеторгового контракта, особенностей национального законодательства, традиционной практики кредитования поставок, межгосударственных соглашений и т.д.

**Задача 2**

Необходимо определить количество дней для начисления процентов при различной практике их начисления, если вклад «до востребования» был размещен: а) с 20.01.2006 по 15.03.2006; б) с 25.06.2006 по 05.09. 2006.

*Решение*

а) При германской практике количество дней для начисления процентов будет равно:

12 (количество дней кредитования в январе) + 30 (февраль) + + 15 (март) – 1 (день приема и день выдачи вклада считаются за один день) = 56 дней.

При французской и английской практиках количество дней для начисления процентов составит:

12 + 28 + 15 – 1 = 54 дня (меньше, чем при германской практике).

б) При германской практике количество дней для начисления процентов составит:

6 + 30 + 30 + 5 – 1 = 70 дней.

При французской и английской практиках количество дней для начисления процентов будет равно:

6 + 31 + 31 + 5 – 1 = 72 дня (больше, чем при германской).

Для определения реальной эффективности экспортного кредита выделяют полный и средний сроки кредитования.

*Полный срок кредита* ($Т_п$) равен периоду от момента начала использования кредита до его погашения и включает период использования ($П_и$), льготный период ($П_л$) и период погашения ($П_п$):

$$Т_п = П_и + П_л + П_п$$

Моментом начала использования коммерческого кредита считается акцепт импортером тратты, выставленной экспортером, а банковского — перечисление средств на счет клиента. Льготный (грационный) период встречается в коммерческом, банковском и международном кредитах при крупных поставках машин, оборудования, проектном финансировании и пр. Он представляет собой отсрочку погашения использованного кредита. Как правило, в этот период может взиматься более низкая процентная ставка.

Если кредит возвращается частями, используется термин *«средний срок кредита»*. Его определяют, умножая все суммы возврата на срок их использования (это произведение называется процентным числом), и сумму этих произведений делят на первоначальную сумму кредита. При равномерном использовании и погашении средний срок кредита ($Т_{ср}$) рассчитывается по формуле

$$Т_{ср} = 1/2\ П_{н} + П_{л} + 1/2\ П_{п}.$$

**Задача 3**

Европейская компания берет кредит в американском банке в размере 100 тыс. долл. сроком на 1 год со ставкой 3%. Дополнительная комиссия за банковский перевод (скрытый элемент цены кредита) — 0,1%. Банк требует гарантии первоклассного европейского банка о возврате кредита европейской компанией. Единовременная комиссия за гарантию — 1%. Согласно кредитному договору компания должна вернуть 50 тыс. долл. через 9 месяцев, и еще 50 тыс. долл. по истечении года. Другими словами, компания будет пользоваться 100 тыс. долл. 9 месяцев и 50 тыс. долл. — 3 месяца. Нужно определить цену кредита.

*Решение*

Дополнительный элемент цены кредита составляет 100 000 · 1 / / 100 = 1000 долл. за гарантию. Скрытый элемент — 100 000 · 0,1/100 = = 100 долл. за банковский перевод.

Средний срок кредита равен (100 000 · 9 + 50 000 · 3) / 100 000 = = 10,5 месяца.

Таким образом, дополнительный и скрытый элементы цены кредита в процентном выражении будут равны (1000 + 100) · 12 · 100 / / 100 000 · 10,5 = 1,26%.

В целом цена кредита составит 3% + 1,26% = 4,26% годовых.

*Порядок предоставления и возврата кредита* зависит от его формы и может быть «наличным», акцептным (в форме акцепта тратты), рыночным (путем купли-продажи ссудного капитала на рынке капиталов), финансовым

(с использованием финансовых инструментов, например облигационные займы).

Вариантов возвращения кредитов несколько:

- равномерное погашение равными долями в течение всего срока;
- неравномерное, согласованное погашение (например, постепенное увеличение суммы погашения);
- единовременное погашение всей суммы и цены кредита;
- перечисление согласованных взносов за сумму кредита одновременно с процентами (аннуитет).

Долгосрочные банковские кредиты погашаются, как правило, двумя способами: возврат основной суммы долга происходит в конце срока кредитования, а проценты выплачиваются периодически, или основная сумма долга возмещается по частям вместе с процентными платежами (аннуитет).

**Задача 4**

Банковский кредит в сумме 1 млн EUR выдан на 60 месяцев под 6% годовых. Процентные платежи выплачиваются ежегодно, а возврат основной суммы долга — в конце срока кредитования. Требуется рассчитать план возврата кредита.

*Решение*

Основная сумма долга — 1 млн EUR.

Процентные платежи на первые 4 года (ежегодно) — 60 000 EUR.

1 000 000 · 6% = 60 000 EUR в год.

Последний год: 60 000 + 1 000 000 = 1 060 000 EUR.

Формула расчета аннуитета:

$$A = K \cdot \frac{q^n \cdot (q-1)}{q^n - 1},$$

где $q = 1 + i$; $i$ — процентная ставка (% годовых); $n$ — период кредитования в годах; $K$ — основная сумма кредита.

**Пример 2**

Банковский кредит в сумме 1 млн EUR выдан на 60 месяцев под 6% годовых. Возврат кредита осуществляется равными долями ежегодно.

$$A = 1\,000\,000 \cdot \frac{(1{,}06)^5 \cdot (1{,}06-1)}{(1{,}06)^5 - 1} = 237\,396{,}4 \text{ EUR}.$$

Это означает, что кредит будет выплачиваться ежегодно в течение 5 периодов равными платежами по 237 396,4 EUR.

| Периоды | Оставшаяся часть долга перед концом периода | Аннуитет | Процентный платеж в составе аннуитета | Часть основного долга в составе аннуитета | Оставшаяся часть долга после выплаты аннуитета |
|---|---|---|---|---|---|
| $t_i$ | $K_{i_i}$ | $A = I_{i_i} + T_{i_i}$ | $I_i = i \cdot K_i$ | $T_i = A - I_i$ | $K_{i+1}$ |
| $t_0$ | — | — | — | — | 1 000 000 |
| $t_1$ | 1 000 000 | 237 396,4 | 60 000 | 177 396,4 | 822 603,6 |
| $t_2$ | 822 603,6 | 237 396,4 | 49 356,22 | 188 040,18 | 634 563,42 |
| $t_3$ | 634 563,42 | 237 396,4 | 38 073,81 | 199 322,59 | 435 240,83 |
| $t_4$ | 435 240,83 | 237 396,4 | 26 114,45 | 211 281,95 | 223 958,88 |
| $t_5$ | 223 958,88 | 237 396,4 | 13 437,53 | 223 958,88 | 0 |

Нередко применяется и другой план возврата кредита, когда основная сумма кредита возвращается равными долями, и при этом ежегодно выплачиваются процентные платежи.

| Периоды | Оставшаяся часть основной суммы долга перед началом периода | Процентный платеж | Возврат части основного долга | Общая сумма выплат за один период |
|---|---|---|---|---|
| $t_1$ | 1 000 000 | 60 000 | 200 000 | 260 000 |
| $t_2$ | 800 000 | 48 000 | 200 000 | 248 000 |
| $t_3$ | 600 000 | 36 000 | 200 000 | 236 000 |
| $t_4$ | 400 000 | 24 000 | 200 000 | 224 000 |
| $t_5$ | 200 000 | 12 000 | 200 000 | 212 000 |

Международный кредит может быть обеспеченным или необеспеченным. Необеспеченный кредит называется *бланковым*. Он выдается под обязательство должника (соловексель с одной подписью). Разновидности бланкового кредита — *кредит с контокоррентного счета* и *овердрафт*. Контокоррентный счет представляет собой текущий единый счет, на котором учитываются все операции банка с клиентом. При зачислении кредитных ресурсов на этот счет банк не требует от владельца обеспечения, поэтому данный кредит относится к бланковым. Овердрафт представляет собой краткосрочный бланковый кредит, который предоставляется списанием средств по счету клиента сверх остатка, в результате чего образуется дебетовое сальдо.

*Обеспечение кредита* может выступать в нескольких формах: гарантийное письмо кредитного учреждения, государственная гарантия, поручительство, аваль, тратты импортера с акцептом его покупателя, страхование кредитного риска, залог ценностей (недвижимость, ценные бумаги), открытие целевых накопительных счетов и др.

*Гарантия* кредита представляет собой обязательство гаранта обеспечить возврат займа. При гарантии обязательство выполняет либо гарант, либо сам заемщик. В этом заключается отличие гарантии от поручительства. При *поручительстве* поручитель будет выполнять обязательства заемщика только в случае отсутствия возможности у заемщика возвратить ссуду. Поручительство может осуществляться в форме банковского аваля — вексельного поручительства. Гарантом выполнения обязательств заемщика по возврату международного кредита могут выступать банк заемщика или импортера, иной банк-гарант, небанковские кредитно-финансовые учреждения, транснациональная корпорация. Наиболее обеспеченными считаются кредиты, гарантированные государством. Помимо политического имиджа, который лежит в основе государственной гарантии, власти могут в форме обеспечения предоставить ценные бумаги или государственную собственность.

Для обеспечения коммерческого международного кредита используются иные формы:

• *система специальных резервных и других счетов,* на которые зачисляется платеж по экспорту еще до поставки товара, а перевод средств в пользу экспортера возможен лишь через определенный срок после получения товара;

• *сохранение за экспортером права собственности на товар, проданный в кредит.* Импортер получает права собственности на доставленный товар только после перечисления средств на счет экспортера;

• *увеличение в стоимости контракта доли авансовых платежей.* Аванс не может стать полным обеспечением международного кредита, поскольку обычно составляет лишь 30% внешнеторгового контракта. Поэтому такой вид обеспечения, как правило, используется параллельно с другими.

Также одной из форм обеспечения является *залог ценностей* (ценных бумаг, недвижимости и т.д.). При использовании международного кредита во внешней торговле в качестве залога используется преимущественно товар. Залог может осуществляться в трех формах: готового товара (определен-

ная товарная масса закладывается в пользу банка); залог товара в обороте (учитывается остаток товара соответствующего ассортимента на определенную сумму); залог товара в переработке (из заложенного товара можно изготавливать изделия, не передавая их в залог банку).

Обеспечение кредита во многом зависит от показателей *кредитоспособности* и *платежеспособности* заемщика. Кредитор перед предоставлением кредита иностранному заемщику тщательно собирает и внимательно изучает информацию о потенциальном клиенте. К основным источникам информации относятся: балансы и отчеты иностранных компаний, публикуемые в печати; сведения, сообщаемые собственными агентами и отделениями банков за границей; справки местных и иностранных банков, правительственных учреждений — консульств, внешнеэкономических департаментов министерств, специальных информационных агентств (Reuters Fundamentals, Bloomberg Financial Markets). Кроме того, банки имеют собственные справочные службы и отделы, занимающиеся сбором и проверкой достоверности информации о своих клиентах. Часто международные кредиторы пользуются услугами специализированных компаний, которые имеют сеть агентов по всему миру. Итогом их работы являются годовые отчеты о кредитоспособности и платежеспособности крупных и средних компаний в разных странах.

Международным кредитным операциям сопутствуют кредитные риски, которые подлежат *страхованию*. К основным видам рисков международного кредита относятся:

• *кредитный* — риск невыполнения заемщиком своих обязательств по выплате основного долга и процентов по нему;

• *трансфертный* — риск невозможности перевода средств в страну кредитора, например по причине валютных ограничений в стране заемщика;

• *валютный* — риск изменения курса валюты кредита и (или) платежа.

Страхование международных кредитных рисков может происходить в двух формах: частного страхования и государственных гарантий.

*Частное страхование* — это когда специальные страховые компании принимают на себя риск по экспортным кредитам и в случае неплатежеспособности иностранных импортеров оплачивают их долговые обязательства отечественным

экспортерам. Объектами частного страхования могут быть траты, открытые счета, кредитные операции экспортера с одним или несколькими покупателями за период не более года, убытки торгового оборота в течение года, потери от вынужденной продажи товаров по более низкой цене и пр. Кроме того, в форме частного страхования могут выступать гарантии первоклассных банков.

В случае *государственных гарантий* риск берет на себя государство.

*Страхование экспортных кредитов* основано на том, что экспортер получает от страховой организации страховое возмещение ущерба, а к ней переходит право последующего взыскания долга с импортера. Страховая компания берет на себя лишь часть кредитного риска, обычно не выше 75%.

Помимо частного и государственного страхования для минимизации рисков используются срочные валютные сделки, валютные и мультивалютные оговорки, досрочное погашение кредитов с целью избежать процентных и курсовых потерь, лимитирование кредитов, межфилиальные зачеты, охватывающие значительную часть внутрикорпоративного платежного оборота ТНК.

## 8.3. Формы регулирования в сфере международного кредита

Для развития национального производства роль кредита проявляется двояким образом. С одной стороны, международный кредит обеспечивает непрерывность воспроизводства и его расширение, способствует интернационализации производства и обмена, углублению международного разделения труда. С другой стороны, международный кредит усиливает диспропорции общественного воспроизводства, стимулируя скачкообразное расширение прибыльных отраслей, сдерживает развитие отраслей, в которые не привлекаются иностранные заемные средства. Более того, зачастую международный кредит используется для укрепления позиций иностранных кредиторов в конкурентной борьбе. Таким образом, двоякая роль международного кредита в условиях рыночной экономики проявляется в его использовании как средства взаимовыгодного сотрудничества стран и как инструмента конкурентной борьбы между ними. Поэтому международные кредитные отношения служат объектом

государственного и межгосударственного регулирования. Регулирование валютно-кредитных отношений осуществляется не менее столетия на трех уровнях: на мировом уровне путем принятия международных соглашений в рамках формирования мировой валютной системы; на региональном уровне — путем создания региональной валютной системы; на национальном уровне — путем принятия соответствующих законодательных и нормативных актов.

В последнее время в мире наблюдаются тенденция либерализации кредитных отношений, развитие форм рыночного регулирования международных кредитных отношений, которое осуществляется на основе законов рынка, конкурентной борьбы за наиболее выгодные условия предоставления и получения международного кредита. Регулирование международных кредитных отношений вытекает из экономической и денежно-кредитной политики государства. Это выражается прежде всего в постановке целей государственного и межгосударственного регулирования кредитных отношений. Можно выделить следующее соотношение целей регулирования: увеличение предложения иностранного капитала, изменение учетной ставки, увеличение объемов иностранных инвестиций и достижение за счет этого высоких темпов экономического роста.

Ссудный капитал и процент выступают непременным условием важнейших процессов как воспроизводства (накопление, внедрение результатов технического прогресса), так и обмена (финансирование внешнеэкономической деятельности и внутренней торговли), не говоря уже об их растущей роли в государственном регулировании (кредитование мер по стабилизации валютного курса и бюджетного дефицита, стимулирование хозяйственной активности). В послевоенный период вследствие гигантского увеличения объемов накопления и прогрессирующего развития связей между национальными и внешними рынками роль ссудного капитала и уровня процентных ставок в мировой экономике неуклонно возрастала. Это привело к появлению к началу 1960-х гг. еврорынка ссудных капиталов (по месту его возникновения), валовой оборот которого увеличился с 1960 по 2011 г. с 10 млрд до порядка 75 трлн долл.

Еврорынок ссудного капитала располагает по всем часовым поясам сетью филиалов, где можно оформить получение кредита и инвестировать средства в любых объемах и в любое время суток. Однако этот рынок является хотя

и важной, но далеко не единственной частью сложного механизма, оказывающего воздействие как на динамику, так и на объемы потоков ссудного капитала, уровень процентных ставок, а главное — на соотношение последних в зависимости от продолжительности кредитного периода. Названный механизм включает также национальные эмиссионные банки, министерства финансов, международные валютно-кредитные организации, транснациональные банки и компании.

Состояние спроса и предложения на ссудный капитал и уровень процентных ставок определяются различными экономическими, государственно-политическими и психологическими факторами, взаимодействующими между собой. Причем степень влияния каждого из них на складывающуюся конкретную ситуацию в любой момент меняется. Основополагающим является экономическое положение, и прежде всего нахождение хозяйства в конкретной фазе экономического цикла. Обычно по мере оживления и роста производства растет спрос на кредит, что стимулирует увеличение процентных ставок. Этому также способствует усиление инфляционных тенденций, связанное с оживлением конъюнктуры. И наоборот, циклический спад в сочетании с часто наблюдающимся в данной фазе замедлением темпов инфляции ведет к сокращению учетных ставок.

Среди государственно-политических факторов следует выделить меры правительств по регулированию уровня ссудных процентов, курсов национальных валют и бюджетных дефицитов. Зачастую дисконтная и валютно-финансовая политика тесно переплетены и осуществляются комплексно. Поэтому они получили на Западе единое наименование — смешанная политика. В этой сфере роль локомотива играют мероприятия правительства США и других стран — членов «Группы 7/8». На общее направление смешанной политики и ее отдельные компоненты активно воздействуют межправительственные институты, такие как Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), МВФ, Группа Всемирного банка, Банк международных расчетов (Базель), региональные банки развития.

Наиболее важные из психологических факторов — уверенность или сомнения относительно благополучного состояния ближайших перспектив мирового и национальных рынков капиталов, зависящие от оценки политического и экономического положения в глобальном и локальном плане. Финансисты зачастую действуют под влиянием рас-

пространенных в деловых кругах прогнозных оценок перспективного положения на рынках, которые, будучи далеко не всегда точными, вызывают либо чувство уверенности в будущем, либо скептицизм. В первом случае это ведет к приливу дополнительных денежных ресурсов в стабильно развивающиеся сферы экономики и географические регионы на льготной основе, во втором — к оттоку капиталов и повышению уровня ставок. Такой характер возможных последствий говорит о широких возможностях обратного влияния обладающих значительной самостоятельностью финансовых рынков на международные и национальные потоки ссудного капитала и уровни учетных ставок.

Особая роль ссудного капитала в развитии мирового и национального хозяйств, сложности функционирования денежного и валютного механизмов — именно этим в значительной степени можно объяснить динамику международных и внутренних финансовых потоков и уровень учетных ставок. Так, состояние процентных ставок положено в основу двух главных направлений современной западной экономической науки — доктрин Дж. Кейнса и М. Фридмэна. Ключевая роль в общей теории занятости, процента и денег Кейнса отведена учетным ставкам и капиталонакоплению. По Кейнсу, уровень ссудного процента влияет на объемы инвестиций, а через них — на экономическую активность в целом. М. Фридмэн доказал, что уровень процентной ставки и ожидающийся темп инфляции влияют на скорость обращения денег, а динамика роста денежной массы находится в непосредственной связи с экономическим циклом, но регулярно опережает фазы последнего.

В 1980-е гг. значительные изменения произошли в динамике учетных ставок и движении ссудных капиталов. Речь идет о смене направления потоков финансовых ресурсов и усилении тенденции к повышению уровня ссудных процентов. Причем последнее касается как номинальных, так и реальных ставок. Основным генератором изменения уровней номинальных и реальных ставок послужило начавшееся в 1979 г. ужесточение денежной политики правительствами большинства стран Запада с целью борьбы с инфляцией. Данные мероприятия оказались успешными, что привело к удорожанию денег и соответствующему росту обоих видов ставок с определенными особенностями для каждого из них. Причиной различий послужило неодинаковое влияние темпов инфляции на соотношение обоих показателей.

Со второй половины 1980-х гг. реальные долгосрочные ставки в Западной Европе и США находятся примерно в пределах 6%, что выше среднего уровня 1970-х гг. приблизительно на пять процентных пунктов. В начале 1990-х гг. средние реальные ставки продолжали повышаться, достигнув уровня 5%; в то же время в 1980–1989 гг. ставка составила 4,1%. Причем, как отмечают эксперты БМР, нарушение баланса спроса и предложения на финансовые ресурсы в пользу первого продолжает сохраняться в текущем десятилетии, что обеспечит сохранение (как минимум в течение ряда ближайших лет) тенденции повышения уровня реальных процентных ставок. К концу столетия превышение спроса над предложением финансовых ресурсов произошло вследствие роста расходов на цели финансирования европейских стран, входивших в СЭВ, а также издержек, связанных с серией войн на ближнем Востоке (Кувейт, Ирак) и с развитием экономики «третьего мира». Более того, ранее произошла перемена в географической ориентации ссудного капитала: если в течение всего послевоенного периода перелив капитала совершался в основном между промышленно развитыми странами Запада, то с конца 1970-х гг. капитал направлялся преимущественно в другие, менее благополучные регионы мира. По нашему мнению, среди причин, вызвавших изменения в географической ориентации ссудного капитала, важную роль сыграло увеличение числа филиалов ТНК и ТНБ за пределами промышленно развитого Запада, а также бурное развитие в экономическом и финансовом отношении новых индустриальных стран.

Из других факторов, повлиявших на состояние процентных ставок, назовем растущую взаимозависимость уровней ставок как в национальном, так и в международном плане, что, в общем, приводит к их сближению. Выравнивание уровней ставок обусловлено рядом причин. Во-первых, основная часть прироста операций на рынках ценных бумаг приходится на сделки, связанные с финансированием дефицитов государственных бюджетов. Во-вторых, сказывается неуклонное повышение мобильности ссудных капиталов, а также проведение большинством правительств аналогичных в общих чертах валютных, денежных и бюджетных мероприятий, т.е. упомянутой выше смешанной политики, и вытекающее отсюда сходное поведение центральных банков. Так, в период с 1980 по 1985 г. западноевропейские страны и Япония практически дублировали все ее основные направления,

осуществлявшиеся в США. Таким образом, в формировании и нивелировании уровней ставок ссудных процентов как в национальных, так и в международном масштабах ведущая роль принадлежит финансовому рынку США.

Долгосрочные ставки процентов в США оказывают прямое воздействие на соответствующие ставки ряда государств (ФРГ, Японии) или косвенное (на Францию через Германию), не говоря о самом международном финансовом рынке. Таким образом, в последнее время произошла переориентация экспорта ссудного капитала, в которой важную роль играли политические соображения, способствовавшие значительному расширению объема государственных гарантий, предоставляемых западными правительствами. Начало XXI в. ознаменовано финансовой и экономической депрессией и глобальным финансовым и экономическим кризисом, что привело к значительному снижению ставок ссудного процента. Последовавшие меры по ужесточению регулирования отношений в мировой кредитной системе являются реакцией на возникающие в кредитной сфере проблемы. Например, кризис вызвал не только создание специальных финансовых фондов для поддержания деятельности банков, но послужил поводом для разработки на мировом уровне новой методики оценки кредитоспособности и платежеспособности коммерческих банков.

Методы и формы государственного регулирования международных кредитных отношений в разных странах весьма различны, но имеется и общее в подходе к решению этой проблемы. Одной из форм государственного регулирования кредита выступает регламентация основных показателей международной деятельности банков по линии: ограничения круга их операций за рубежом; нейтрализации последствий взаимного влияния внутренних и заграничных операций; регулирования участия национальных банков в международных банковских консорциумах. Своеобразной формой регулирования являются «джентльменские соглашения» между государственным органом надзора и контроля и филиалами национальных банков за рубежом.

Главный национальный орган, осуществляющий надзор, регулирование и контроль за кредитными отношениями в международной сфере, — *центральный банк*. Сфера деятельности центрального банка, связанная с регулированием кредитных отношений, в том числе международных, называется *пруденциальным управлением*. Для регулирования кредитных отношений центральный банк использует

лицензирование международной банковской деятельности, обязательные нормативы, систему страхования вкладов, анализ отчетности, ревизии и проверки деятельности кредитных институтов, действующих в международной сфере. Центральный банк призван поддерживать стабильность банковской системы, защищать интересы вкладчиков и кредиторов, не вмешиваясь при этом в оперативную деятельность кредитных организаций.

Государство является активным участником международных кредитно-финансовых отношений, выступая в роли кредитора, донора, гаранта и заемщика. Как свидетельствует мировой опыт, государство поощряет внешнеэкономическую деятельность предприятий с помощью субсидий, кредитов, налоговых, таможенных льгот, гарантий, субсидирования процентных ставок, т.е. *бонификации* (возмещения банкам за счет госбюджета разницы между рыночными и льготными процентными ставками по экспортным кредитам). Государственные гарантии по краткосрочным экспортным кредитам в виде акцептно-авальных операций превращают тратты экспортеров в первоклассное платежное средство.

Государство, освобождая экспортеров от уплаты косвенных и некоторых прямых налогов, способствует снижению цен вывозимых товаров, повышая их конкурентоспособность. В соответствии с международной практикой товары, пересекающие границу, могут освобождаться от косвенных налогов. Хотя ГАТТ, преобразованное в 1995 г. в ВТО, запрещает субсидирование экспорта, государство активно воздействует на размеры и условия экспортных кредитов, особенно средне- и долгосрочных. За счет госбюджета частным фирмам и банкам предоставляются льготные экспортные кредиты из низкого процента. Государство удлиняет срок кредитования экспортеров, облегчает и упрощает процедуру получения кредитов.

Для поощрения экспансии монополий на внешних рынках созданы государственные или полугосударственные экспортно-импортные (внешнеторговые) банки, которые осуществляют кредитование и страхование внешнеэкономических операций, гарантируют экспортные кредиты частных банков. Цель создания этих специализированных банков — обеспечить доступ экспортерам к кредиту, который является важным средством конкуренции наряду с ценой, качеством и услугами, и тем самым стимулировать национальный экспорт. Экспортно-импортные банки призваны дополнять

и поощрять деятельность частного капитала, не конкурируя с ним, совместно стимулировать экспорт. Примерами таких совместных финансовых учреждений являются: экспортно-импортный банк США, фирма «Гермес» в ФРГ, экспортно-импортные банки и агентства экспортного страхования в Австрии, Бельгии, Великобритании, Дании, Нидерландах, Канаде, Италии, Норвегии, Финляндии, Франции, Швейцарии, Швеции, Японии и в других странах.

Так, ЭИБ США, который является государственным банком, предоставляет покупателям американских товаров кредиты на более длительный срок, чем конкуренты США. ЭИБ выступает от имени американского правительства, поэтому кредитные соглашения подписываются и гарантируются правительством страны-заемщика. Предоставление кредита обусловлено, как правило, обязательной закупкой товаров в США («связанные» кредиты). На долю ЭИБ приходится до 40% общей суммы кредитов правительства США иностранным государствам.

В России аналогичные функции выполняют Банк внешней торговли, Банк внешнеэкономической деятельности, специализирующийся на обслуживании внешнего долга, управлении активами бывшего СССР.

В эпоху глобализации мировой экономики большое значение приобретает межгосударственное регулирование международных кредитных отношений. При этом государства преследуют достижение следующих целей:

- согласование кредитной политики по отношению к определенным заемщикам и размера помощи развивающимся странам;
- координация условий экспортных кредитов и гарантий;
- регулирование международного движения ссудного капитала для воздействия на платежный баланс, валютный курс, рынки ссудных капиталов;
- совместные межгосударственные меры по преодолению валютных и финансовых кризисов;
- регламентация деятельности международных и региональных валютно-кредитных и финансовых организаций.

Важной формой межгосударственного регулирования международного кредита являются международные совещания в «верхах» (G 7/8), на которых делаются попытки выработать совместные мероприятия по этим проблемам. На встречах на высшем уровне в Давосе постоянно обсуждались вопросы экспортного кредитования, передачи технологий и т.д.

Стремясь избежать обострения конкуренции в сфере экспортного кредитования, государства — члены ОЭСР заключили в 1976 г. Международное соглашение по экспортным кредитам с официальной (государственной) поддержкой. Указанное Соглашение распространяется на экспортные кредиты со сроком погашения свыше трех лет, пользующиеся государственной поддержкой. Эта поддержка может осуществляться в форме: рефинансирования старой задолженности путем выпуска новых займов, субсидирования процентных ставок частным кредитно-финансовым учреждениям или непосредственно получателям займов за счет государственного бюджета, участия государства в страховании международных кредитов.

В дополнение к указанному соглашению был выработан подход к урегулированию спорных вопросов в ходе переговоров. Этот документ получил название Консенсус (International Agreement on Officially Supported Export Credit (Consensus)). Консенсус определяет основные максимально льготные условия кредитов. При этом лимит кредита не может превышать 85% объема внешнеторговой сделки. Срок и стоимость кредита дифференцированы в зависимости от категории стран-заемщиков. С этой целью все государства-импортеры разделены на три группы в зависимости от размера ВНП на душу населения: I группа — свыше 4 тыс. долл., II группа — от 624 до 4 тыс. долл., III группа — менее 624 долл. Погашение кредита должно осуществляться равными взносами не реже одного раза в полугодие и начинаться не позднее чем через 6 месяцев с даты поставки или ввода в эксплуатацию кредитуемого оборудования. Максимальный срок погашения кредита для стран I группы — 5 лет (в исключительных случаях — 8,5 года); II группы — 8,5 года; III группы — 10 лет. Консенсус устанавливает минимальные рыночные ставки по экспортным кредитам в зависимости от срока их погашения и категории стран-заемщиц (табл. 8.3).

*Таблица 8.3*

**Размер минимальных процентных ставок, устанавливаемых Консенсусом**

| Группы стран-заемщиц | Кредиты со сроком погашения | |
|---|---|---|
| | 2—5 лет | свыше 5 лет |
| I | Рыночная ставка | Рыночная ставка |
| II | 9,15 | 9,65 |
| III | 8,30 | 8,30 |

Еще более серьезные ограничения по использованию государственной поддержки при экспортном кредитовании содержатся в Уставе ВТО.

К международным институтам, осуществляющим регулирование международных кредитных отношений, относятся Международный валютный фонд, Группа Всемирного банка, Банк международных расчетов и пр. (см. гл. 10). Особая роль в разработке банковских нормативов принадлежит Базельскому комитету, который функционирует на базе Банка международных расчетов. Ужесточение банковских стандартов Базельский комитет рассматривает как средство против финансовых кризисов. Спустя почти два года после краха американского банка «Леман Бразерс», когда создалась реальная угроза развала мировой финансовой и банковской систем, сделан ключевой шаг по их реформе и укреплению. Принятый 12 сентября 2009 г. Базельским комитетом по банковскому надзору свод новых норм и стандартов по структуре и качеству банковских активов, получивший название «Базель III», создает условия для значительного повышения устойчивости банков и их способности противостоять новым финансовым потрясениям. Тем самым реальные очертания приобрела реформа банковского сектора, которая была поставлена и уточнена тремя последними саммитами финансовой «Двадцатки». Заседавшие в швейцарском городе Базель в рамках работы Базельского комитета главы Центральных банков 27 ведущих индустриальных держав, включая Россию, приняли решение более чем в 2 раза — до 4,5% увеличить минимальный размер ликвидного резерва собственного капитала банка, или так называемого коэффициента основного капитала первого уровня. Он представляет собой ликвидные активы, в первую очередь государственные облигации, обычные акции и нераспределенную прибыль, и служит для покрытия возможных убытков. Главная идея Базеля III — увеличение имеющегося у банков свободного капитала для покрытия своих финансовых потерь. Тем самым увеличивается степень способности банков противостоять финансовым кризисам. Вместе с тем с нынешних 4,5 до 6% повышен уровень капитала первого уровня банка, который представляет его наиболее ликвидные активы. В дополнение к нему решением Базельского комитета каждый банк обязан создать специальный буферный резервный капитал в размере 2,5%.

Специалисты отмечают, что основной защитой банков в случае новых финансовых потрясений станет ликвидный резерв коэффициента основного капитала первого уровня и буферный резерв. Совместно они составляют 7% банковского капитала. Базельский комитет также заявил, что банки, которые не смогут ввести данные нормы в согласованные сроки, будут поставлены в условия, когда они вынуждены сокращать выплаты дивидендов по своим акциям, а также снижать размеры выплачиваемых своим сотрудникам премиальных. Принята и еще одна норма, согласно которой в случае возникновения кризисной ситуации в мировой финансовой системе банки должны выделять в особый стабилизационный фонд до 2,5% капитала, в зависимости от размеров банков и их уязвимости.

Введение новых норм по требованию к структуре активов и капитала банков началось с января 2013 г. и полностью завершится к январю 2015 г. При этом с января 2016 г. по январь 2019 г. банки должны создать буферный резервный капитал. Реализация Базеля-3 означает для многих банков необходимость привлечения новых ликвидных средств, в первую очередь за счет эмиссии акций. Достигнута также договоренность о том, что правительства смогут предоставлять частным банкам новый капитал до января 2018 г.

Большая роль в рыночном регулировании кредитной сферы принадлежит независимым рейтинговым агентствам. Рейтинговая оценка является видом деловой информации и может производиться как по инициативе рейтингового агентства, продающего данную информацию подписчикам своих услуг, так и по инициативе банка-заявителя. Особенно возросла значимость кредитных рейтингов после принятия Базельским комитетом по банковскому надзору Нового соглашения об оценке достаточности капитала (Базель II и Базель), которые в настоящее время являются основой для всех финансовых институтов при определении достаточности капитала, поскольку одним из основополагающих принципов Базеля является стандартизованный подход к оценке рисков и, соответственно, достаточности капитала на основе рейтингов экспертных агентств стран ОЭСР или частных рейтинговых агентств.

В настоящее время наиболее авторитетными и известными рейтинговыми агентствами считаются Fitch IBCA, Moody's и Standard & Poor's. Они поддерживают большое количество важнейших международных кредитных

и инвестиционных рейтингов. Агентство *Fitch IBCA* публикует долгосрочные и краткосрочные рейтинги для различных типов активов со значениями от AAA до DDD с учетом следующих вероятностей: выплата процентов по долгу; выплата основной суммы долга; выплата этих сумм в полном объеме (присоединяется второй индекс F); выплата в надлежащий срок (присоединяется третий индекс).

Таким образом, самым благоприятным значением рейтинга будет AAA/F1+.

Рейтинги присваиваются заемщикам или выпускам ценных бумаг и представляют собой унифицированные коды, указывающие на степень способности заемщика выполнять обязательства по уплате процентов, дивидендов и погашению основных сумм. Заемщиками могут являться правительства, региональные и муниципальные органы власти, правительственные агентства, а также частные финансовые и нефинансовые корпорации. Обязательства могут вытекать из размещенных облигаций, привилегированных акций, других финансовых инструментов (включая свопы, форвардные и опционные контракты, аккредитивы и т.п. как в национальной, так и в иностранной валютах). Рейтинг страны — показатель минимального кредитного риска в данной стране.

Агентство *Moody's* публикует долгосрочные рейтинги для различных активов со шкалой Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C (по убыванию) в зависимости от следующих параметров: степени краткосрочного и долгосрочного риска для инвестора; степени уверенности в выплатах процентов и основной суммы долга; наличия гарантий (и их надежности); прогнозируемой динамики для данного актива; вероятности отказа эмитента от обязательств по данному активу полностью или частично.

Кроме того, агентство присваивает эмитентам ценных бумаг краткосрочные индексы Prime (со шкалой Prime-1, Prime-2, Prime-3, Not Prime), которые дают им характеристику по целому ряду параметров (позиция на рынке, прибыльность, уровень капитализации, доступ к источникам финансирования и др.).

*Standard & Poor's* оценивает вероятность неоплаты долговых обязательств заемщика с присвоением рейтинга от A (чрезвычайно низкая вероятность неоплаты) до D (задержка оплаты). Помимо краткосрочных и долгосрочных рейтингов, у *Standard & Poor's* имеются специальные определения рейтинга привилегированных акций, фондов

денежного рынка, паевых облигационных фондов, платежеспособности страховых компаний и компаний, работающих с производными инструментами.

В зависимости от оценки перечисленных показателей присваиваются следующие типы рейтингов обязательствам и перспективам вложения в ценные бумаги средств инвесторов (по убыванию привлекательности) (табл. 8.4).

*Таблица 8.4*

**Типы рейтингов обязательств и привлекательности вложений средств инвесторов (по убыванию привлекательности)**

| Рейтинги | Moody's | Standard & Poor's | Fitch IBCA |
|---|---|---|---|
| Наивысшее качество | Aaa | AAA | AAA |
| Очень высокое качество | Aa | AA | AA |
| Высокое качество | A | A | A |
| Среднее качество | Baa | BBB | BBB |
| Качество ниже среднего | Ba | BB | BB |
| Низкое качество | B | B | B |
| Спекулятивные инвестиции | Caa | CCC | CCC |
| Риск дефолта | Ca; C | CC+; CC- | CC; C |
| Дефолт | – | – | DDD; DD; D |

Услуги рейтинговых агентств значительно упрощают и унифицируют процедуру определения всех видов рисков, которая иначе требовала бы большей индивидуальной работы в каждом случае, и позволяют инвесторам в зависимости от их целей оперативно реагировать на изменения тенденций мировых рынков капитала и фондовых рынков. Таким образом, услуги рейтинговых агентств способствуют ускорению оборота капитала на финансовых рынках, а также повышению степени безопасности в современных финансовых системах.

Рейтинги долговых обязательств и активов, рассчитываемые и регулярно публикуемые рейтинговыми агентствами, используются международными экономическими организациями, кредитными организациями, аналитическими институтами, частными инвесторами как ориентир при ана-

лизе или описании экономической ситуации в стране или в отдельной компании, и особенно при принятии финансовых решений (например, о покупке (продаже) активов или предоставлении кредита).

В то же время имеются и негативные характеристики деятельности рейтинговых агентств — систематические расхождения в оценках ведущих агентств часто являются причиной дезориентации рынков. Нередки случаи покупки высокого рейтинга компанией-заказчиком, не имеющей на то соответствующих оснований. Некоторые специалисты считают одним из виновников современного глобального кризиса рейтинговые агентства.

Своеобразной формой регулирования международных кредитных отношений является сотрудничество банков на многосторонней основе. Наиболее хорошо зарекомендовали себя международные банковские клубы, прежде всего Лондонский и Парижский клубы кредиторов. В настоящее время Россия является членом этих клубов.

В *Парижский клуб кредиторов* Россия вступила в 1997 г. в качестве страны-кредитора, надеясь ускорить процесс погашения долга, который образовался еще у бывшего Советского Союза. Однако из числа российских должников только 25 работают с Парижским клубом (Вьетнам, Эфиопия, Алжир, Йемен, Мозамбик и др.). Они должны России 50 млрд долл. Не входят в члены клуба основные должники России — Куба, Монголия, Афганистан, Сирия и др. В соответствии с положением Клуба значительная часть долгов списывается, или долги могут быть проданы. Благодаря содействию Парижского клуба Россия получила возможность реструктуризации государственного долга на ближайшие 10 лет.

*Лондонский клуб кредиторов* объединяет более 600 коммерческих банков, которые кредитовали в основном развивающиеся страны. В отличие от Парижского клуба, занимающегося проблемами правительственных кредитов, Лондонский клуб занимается задолженностью перед частными коммерческими банками, кредиты которых не находятся под защитой страхования. Россия, принявшая на себя долговые обязательства бывшего Советского Союза, должна была членам Лондонского клуба около 40 млрд долл. В погашении этого долга систематически предоставлялись отсрочки. Всего было предоставлено более 20 отсрочек. Однако состояние российской экономики было настолько неудовлетворительно, что внешний долг, даже с учетом пре-

доставленных отсрочек, приходилось погашать за счет привлечения новых кредитов от международных финансовых организаций или участников Парижского или Лондонского клубов.

Лондонский клуб кредиторов — неформальное объединение частных кредиторов, созданное для урегулирования долгов перед участниками. По своим целям и задачам сравним с Парижским клубом кредиторов. Однако Лондонский клуб — это объединение частных инвесторов, чаще всего банков, а Парижский — объединение государств-кредиторов, представителями которых являются, как правило, министры финансов и руководители центральных банков. Иными словами, Лондонский клуб кредиторов специализируется на урегулировании займов, выданных частными кредиторами государствам-должникам.

Процедура решения долговых проблем стран обычно следующая. Поскольку страна может иметь невыполненные обязательства перед десятками банков, то от имени кредиторов создается так называемый банковский консультационный комитет, куда входят не более 15 банков, которым она должна больше всего. Этот комитет ведет переговоры о реструктуризации долга. Соглашение считается достигнутым только тогда, когда учтены интересы всех банков, задолженность перед которыми составляет 90—95% от общей суммы. Лишь после этого может быть подписан официальный договор.

Как правило, Лондонский клуб кредиторов идет на отсрочку выплат на два-три года. При этом проценты по займам чаще всего не пересматриваются. По результатам соглашения должник может получить дополнительный кредит для обслуживания текущего долга.

Российский долг, унаследованный от СССР, был реструктуризирован Лондонским клубом кредиторов в 1997 г. В банковский консультационный комитет входили: Deutsche Bank, Credit Lyonnais, BNP, Commerzbank, BNL, Bank of Tokyo-Mitsubishi, Bank Austria, Dresdner Bank. По договоренности основная задолженность была переоформлена в реструктуризированные кредиты Principal Notes (инструменты PRINs), а обязательства по процентам — в процентные облигации Interest Arrears Notes (инструменты IANs). В 2009 г. этот долг был полностью погашен.

Парижский клуб кредиторов (Parisian club of obliges) — неформальная организация, в рамках которой страны-

кредиторы ведут переговоры со странами-должниками по вопросам пересмотра условий и изменения структуры государственных долгов. Создан в 1956 г. для обсуждения и урегулирования проблем задолженности суверенных государств. Страны-кредиторы: Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Россия, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Япония.

С 1992 г. Россия проводила переговоры о реструктуризации внешнего долга бывшего СССР, вступив в клуб в сентябре 1997 г. С вступлением в клуб Российская Федерация получила официальный статус международного кредитора. Это означает, что если та или иная страна-должник одновременно имеет задолженность перед Россией, то она автоматически принимает на себя обязательства возвращать долги Российской Федерации, как она делает это в отношении, например, США, Франции или Германии. Кроме того, после вступления в клуб Российская Федерация получила в свое распоряжение всю систему международного воздействия на 24 страны-должника, имеющие соглашения с этой организацией. Если страна-должник не выполняет своих обязательств, т.е. не выплачивает долги, то к ней могут применяться различные санкции, включая свертывание международных финансовых программ или серьезное давление со стороны политических лидеров других государств-кредиторов, входящих в Парижский клуб.

С другой стороны, принятие Российской Федерации в Парижский клуб наложило на нее обязательства по списанию части активов с тяжело обремененных долгами стран. Данный инструмент активно используется при урегулировании проблемы международной задолженности. В группу из 42 слаборазвитых стран, подпадающих под Инициативу по облегчению долгового бремени беднейших стран с высоким уровнем внешней задолженности по списанию долга, входят 26 должников Российской Федерации, в том числе 15 государств – в группу из 23 стран, для которых уже реализована Инициатива.

Вступив в Парижский клуб кредиторов, Российская Федерация достигла договоренности по оценке величины своих активов, по фиксации курса рубля к доллару США на уровне официального курса Госбанка СССР, существовавшего на момент подписания кредитного соглашения (примерно 0,59 руб. за 1 долл.), а также по признанию в каче-

стве активов, с которыми страна вступала в Клуб, всех видов кредитов, в том числе военных. По состоянию на 1 января 2002 г. общий объем внешней задолженности Российской Федерации перед странами — членами Парижского клуба составил 42,56 млрд долл.

Значительная часть внешней задолженности Российской Федерации перед странами — членами клуба приходится на задолженность по кредитам Германии, которая составляла на 1 января 2002 г. 18,36 млрд долл. США, или 43,1% от общего объема задолженности перед странами — членами Парижского клуба. Из этой суммы 15,38 млрд долл. США, или 83,8%, составляет задолженность по долговым обязательствам бывшего СССР, принятым на себя Российской Федерацией.

По состоянию на 1 января 2002 г. объем задолженности Российской Федерации перед странами — членами Парижского клуба кредиторов уменьшился по сравнению с 1 января 2001 г. на 4,8 млрд долл. США при уменьшении объема задолженности по долгам бывшего СССР в указанном периоде на 2,7 млрд долл.

По состоянию на 1 октября 2007 г. долг России перед странами — участницами клуба составил 2,2 млрд долл.[1] В 2009—2010 гг. у России не было задолженности перед государствами — кредиторами Парижского клуба.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Револьверный кредит** (revolving credit) — возобновляемый кредит, применяемый на национальных и мировом рынках ссудных капиталов, который предоставляется в пределах установленного лимита задолженности и сроков погашения автоматически без дополнительных переговоров между сторонами кредитного соглашения; соглашение о предоставлении револьверного кредита оформляется аналогично кредитной линии.

**Резервный кредит** «стэнд-бай» (stand-by credit) — обязательство банка-эмитента перед получателем-бенефициаром произвести платеж в пределах указанной суммы в случае невыполнения приказодателем (импортером) своих обязательств по основному контракту.

---

[1] Российская газета. 2007. 30 октября; URL: http://www.rg.ru/2007/10/30/dolg. html.

**Связанный кредит** (tied credit) — ссуда одной страны другой, обусловленная обязательством страны-заемщика купить товары или услуги в стране, предоставляющей ссуду.

**Смешанный кредит** (mixed credit) — метод кредитования, который включает как экспортные кредиты., так и льготные долгосрочные государственные из фондов помощи. Участие государственного капитала позволяет снизить стоимость кредитования и продлить его сроки. Смешанный кредит является одним из наиболее активных средств борьбы за рынки развивающихся стран. Он применяется в условиях острой конкуренции, в особенности тогда, когда выигрыш сделки важен в национальных интересах, т.е. гарантирует сбыт продукции предприятий ключевых отраслей экономики страны, предоставляющей кредит.

**Совместный кредит** (participation loan) — кредитование несколькими банками одного и того же заемщика, причем банк, инициировавший выдачу кредита, принимает на себя обслуживание долга.

**Стратегический кредит** (strategic credit) — кредит, предоставляемый международной организацией (например, Всемирным банком) развивающимся странам и предусматривающий выполнение дополнительных условий перед его получением (например, проведение приватизации, установление валютного коридора и т.п.).

**Товарный кредит** (commodity credit) — разновидность коммерческого кредита, предоставляется в товарной форме.

**Экспортный кредит** (export credit) — кредит, предоставляемый иностранным покупателям или их банкам с целью финансирования товаров и услуг; средство стимулирования экспорта. В зависимости от того, кто кредитует иностранного покупателя, подразделяется на фирменный (коммерческий) и банковский.

**Базельские соглашения** (Basel I, Basel II, Basel III) — рекомендательные документы, разработанные Базельским комитетом по банковскому надзору, помогающие центральным банкам разрабатывать наиболее точные нормативы в банковской деятельности. Первое соглашение 1988 г. (Базель I) содержало минимальные требования к относительной величине собственного капитала банков и стандартизированную оценку банковских активов, однозначно увязывая их с величиной кредитного риска. Второе соглашение 2004 г. (Базель II) рекомендовало подходить к оценке рискованности банковских активов на индивидуальной основе, использовать в этой оценке мнение независимых рейтинговых агентств, учитывать целый комплекс рисков и производные сделки. Третье соглашение разработано в 2011 г. (Базель III).

**Пруденциальный надзор в банковском секторе** — деятельность регулирующих органов, направленная на выявление и предупреждение нарушений кредитными организациями положений законодательства, ограничивающих банковские риски, т.е. нормативов банковской деятельности.

## Контрольные вопросы и задания

1. Назовите и поясните основные принципы международного кредитования.

2. Кто может быть субъектом международных кредитных отношений?

3. Каково значение международного кредита для национальных и мировой экономик?

4. Какие функции выполняет международный кредит?

5. Перечислите элементы мировой кредитной системы.

6. Поясните специфику национальных, региональных и мировой кредитных систем.

7. Какие страны и регионы наиболее привлекательны для международного кредита?

8. Какие факторы способствуют распространению международного кредита?

9. Какую роль играет глобальная финансовая либерализация в развитии международных кредитных отношений?

10. Каковы последствия волнообразного развития международного кредита для национальной и мировой экономик?

11. Назовите основные формы международного кредита, классифицируйте их.

12. Какие формы обеспечения кредита и их оценки вы знаете?

13. Какие формы регулирования международных кредитных отношений вы знаете?

## Тесты

1. Необходимость в коммерческом кредите связана:

а) с нехваткой инвестиционных ресурсов у фирмы;

б) превышением кредиторской задолженности над дебиторской;

в) низкой конкурентоспособностью фирмы;

г) существованием разницы во времени между отгрузкой товаров (работ, услуг) и их фактической оплатой.

2. Специфика коммерческого кредита состоит в следующем:

а) кредитором выступает только кредитная организация (банк);

б) коммерческий кредит предоставляется только в денежной форме;

в) коммерческий кредит предоставляется только в товарной форме;

г) плата за коммерческий кредит относится на себестоимость;

д) плата за коммерческий кредит включается в цену товара;

е) это взаимное кредитование, которое осуществляют предприятия в процессе предпринимательской деятельности.

3. Одностороннее изменение условий кредитного договора о размере процентной ставки со стороны кредитора:

а) допускается;

б) категорически недопустимо;

в) не допускается, за исключением случаев, когда возможность такого изменения оговорена в договоре.

4. Если вы берете в долг 10 000 USD, предпочли бы вы платить «простые» 10% годовых или с ежедневной капитализацией? Почему?

5. Если вы даете в долг 10 000 USD, предпочли бы вы получать «простые» 10% годовых или с ежедневной капитализацией? Почему?

## Практические задания

1. Фирма берет вексельную ссуду на квартал с обязательством возвратить 100 тыс. EUR. Определите сумму, полученную фирмой-заемщиком, и величину дисконта, удержанного банком, если учетная ставка составляет 15% годовых.

2. Иностранный банк выдал ссуду фирме в размере 10 млн EUR на полгода по простой ставке процентов 18% годовых. Определите погашаемую сумму.

3. Зарубежный банк выдал ссуду фирме в размере 500 тыс. EUR на три года. Определите общую сумму выплат по кредиту, включая проценты, если используется сложная ставка процентов — 18% годовых.

4. Кредит в сумме 500 тыс. EUR взят фирмой на 5 лет под 20% годовых. Погашение кредита предполагается равными срочными уплатами, включающими и проценты по кредиту. Определите размеры ежегодных выплат и общие расходы фирмы по погашению кредита.

5. Разовый вклад 10 000 EUR под 12% с полугодовым начислением. Вычислите сумму, которую вкладчик получит в конце 6-го года.

6. Определите будущую стоимость начального вклада в 10 000 USD, если этот вклад приносит 15% в год, начисляемых простым методом, на протяжении двух лет.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Россия в системе международных валютно-кредитных отношений.

2. Виды гарантий в системе современного страхования международных кредитов.

3. Государственное регулирование международных кредитных отношений.

4. Коллективное межгосударственное регулирование условий предоставления экспортных кредитов.

5. Проблемы международного кредитования хозяйствующих субъектов в условиях России.

## Литература

*Smith, Roy C., Walter, Ingo.* Global Banking. — Oxford University Press, 2003.

*Tirole, Jean.* Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System. — Princeton University Press, 2002.

*Антонов, В. А.* Международный финансовый бизнес: сущность, участники и рынок как экономическая среда // Мировая экономика и международный бизнес : учебник / колл. авт. ; под общ. ред. В. В. Полякова и Р. К. Щенина. —5-е изд., стер. — М. : КноРус, 2009.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. — М. : Финансы и статистика, 2008.

*Панфилов, И. Д.* Финансы и кредит: от эпохи перестройки до эры глобализации. — М. : Экон-Информ, 2010.

# Глава 9
# КРЕДИТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• роль и место кредитного финансирования в сфере внешнеэкономической деятельности;

***уметь***

• анализировать особенности применения в международной практике банковского кредита, международного факторинга и форфейтинга, виды лизинга и особенности его применения в международной практике;

***владеть***

• техникой оформления банковского кредита;

• навыками проведения факторинговой, форфейтинговой операций, лизинговой сделки для финансирования в сфере внешнеэкономической деятельности.

## 9.1. Банковское кредитование внешнеэкономической деятельности

Мировая экономическая практика широко использует механизм международного финансирования в сфере внешнеэкономической деятельности для пополнения предприятиями основных средств и расширения ими рынка сбыта производимой продукции. Для экспортера использование международного финансирования является дополнительной возможностью развить сферу реализации, а для импортера — без крупных капиталовложений, используя иностранные кредиты, приобрести иностранное оборудование и по мере получения прибыли от его эксплуатации оплачивать аренду. Как показывает практика, основная роль при валютном

шнем финансировании фирм принадлежит различным видам кредитного финансирования. Особенно это касается кратко- и среднесрочного финансирования, которое обслуживает, как правило, расчеты по внешней торговле. Кредиторами внешнеторговых сделок выступают банки, экспортеры, импортеры или государство. В зависимости от объекта кредиты подразделяются на фирменные (в основном кредиты экспортера импортеру) и валютные (предоставляемые коммерческими банками либо в национальных валютах, либо в валюте третьих стран), причем их погашение осуществляется в валюте. Наибольшее распространение получили коммерческие кредиты.

**Коммерческий кредит** (commercial credit or supplier credit) — это отсрочка платежа, предоставляемая поставщиком товаров своему торговому клиенту. Эта форма кредита различается в зависимости от характера товаров, но, как правило, соответствует циклу реализации или продажи товаров клиентам. В подавляющем большинстве материальную основу коммерческого кредита составляют товарные векселя. В свою очередь, тратты могут быть инструментами банковского кредита в форме их учета поставщиком в коммерческом банке. Банки имеют возможность переучета векселей в Центральном банке страны. Промежуточной формой между коммерческими и банковскими кредитами являются брокерские кредиты, связанные с операциями по реализации товаров. Источником брокерских кредитов выступают средства крупных банков. Банки предоставляют в ряде случаев кредиты экспортерам и импортерам не прямо, а через посредство брокерских фирм. Брокеры, являясь посредниками между экспортерами и импортерами, играют важную роль в торговле сырьевыми товарами. Экспортерам они предоставляют кредиты на заготовку товаров для вывоза за границу и под товары, складируемые в стране поставщика этих товаров, а импортерам — под залог товаров в стране импортера. Брокеры также осуществляют учет тратт, акцептованных импортерами, могут акцептовать сами тратты экспортеров. Коммерческие (фирменные) кредиты служат для улучшения ликвидности и ускорения оборота капитала как у импортера, так и у экспортера.

В современных условиях осуществления внешнеэкономической деятельности приоритетная роль отводится банковскому кредиту, значение которого возрастает прямо пропорционально объему и условиям экспортно-импортных сделок.

**Банковский кредит** — средства в денежной форме, предоставляемые банком предпринимателям для целевого использования на установленный срок на условиях возвратности и платности. Банковский кредит дает большую самостоятельность фирме-импортеру в выборе зарубежной фирмы-поставщика.

Привлечение валютных банковских кредитов фирмами может осуществляться следующими основными способами:

- разовое зачисление валютных средств на банковский счет заемщика;
- открытие кредитной линии;
- кредитование счета фирмы-заемщика;
- участие банка в предоставлении фирме-заемщику кредита на синдицированной основе. *Основными формами обеспечения возвратности валютных ссуд* в России в соответствии со ст. 329 ГК РФ являются следующие: неустойка, залог, банковская гарантия, поручительство, задаток, удержание имущества. Зарубежные банки принимают в качестве обеспечения: гарантии первоклассных иностранных банков, страховые полисы зарубежных страховых компаний на российское имущество за рубежом, ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, государственные гарантии.

*Банковские кредитные линии* используются для покрытия постоянно возникающих и планируемых потребностей в оборотных средствах. В странах с развитой рыночной экономикой кредитные линии обычно юридически не оформляются, и компания платит процент только за использованную часть кредита. Заранее с работниками банка оговаривается примерный план-график выдачи кредитов, а о потребности в очередном транше компания сообщает в банк письмом или по телефону. В развивающихся странах кредитная линия чаще всего оформляется специальным договором, и за неиспользованную часть кредита предприятие платит комиссионные в размере 0,5—2,0% годовых.

*Револьверные банковские кредиты* представляют собой возобновляемые в течение довольно длительных периодов кредитные линии. Они используются при применении «дорогих» денег и всегда оформляются юридически. За неиспользованную часть кредита выплачиваются комиссионные. Если прямые кредиты отражаются в балансе, а кредитные линии не отражаются ни в балансе, ни на внебалансовых счетах, то револьверные кредиты фиксируются на специальных внебалансовых счетах банка.

*Банковские овердрафты* представляют собой разновидность кредитной линии. При этом банк позволяет предприятию-клиенту выписывать чеки и получать деньги в кредит до определенной заранее оговоренной суммы, которая превышает имеющуюся сумму на его расчетном счете в этом банке. Овердрафтный кредит – кредитование банком расчетного счета клиента в пределах установленного лимита при недостаточности или отсутствии на нем валютных средств и оплата расчетных документов со счета, если это предусмотрено условиями договора банковского счета.

Международные банковские кредитные договоры обычно заключаются с ТНБ для осуществления очень крупных проектов. Поэтому для выдачи таких кредитов международные банки часто объединяют свои ресурсы и предоставляют так называемый *синдицированный кредит*. Зарубежные банки практикуют также иные виды кредитования.

*Акцептный кредит* – это операция предоставления кредита посредством акцепта банком тратты. Операция заключается в том, что клиент (трассат) выставляет вексель на банк. Банк принимает его, удостоверяя акцепт надписью «принято» и подписью. После этого клиент учитывает вексель на себя. В установленный срок банк оплачивает вексель из фондов, которые клиент передает для этой цели в его распоряжение за несколько дней до назначенной даты. В принципе, банку не приходится производить каких-либо выдач наличными. Поэтому кредит посредством акцепта является не кредитом наличными, а кредитом *в форме банковской гарантии* (если клиент не покроет к сроку свой долг банку, то банк должен будет, естественно, оплатить вексель из собственных фондов).

*Авальный кредит* представляется банком не за счет собственных средств, а является банковской гарантией в отношении коммерческого или банковского векселей. К нетрадиционным методам кредитования внешней торговли относятся также международный факторинг, форфейтинг и лизинг.

Мировая банковская практика и законодательство промышленно развитых стран выработали целый ряд формально-правовых принципов международного кредитования, которые должны соблюдаться как кредиторами, так и заемщиками. Основные операции по кредитованию показаны на рис. 9.1.

Рассмотрим более подробно, какие основные документы требует при предоставлении кредитов Европейский банк

*Рис. 9.1.* **Алгоритм международного кредитования**

реконструкции и развития (ЕБРР). В частности, в заявлении о кредите в Европейский банк указываются: кредитор, валюта, условия выплаты и приемлемая цена кредита, график выплаты кредита, гарантия, использование кредита, реквизиты банка-корреспондента.

К заявлению прилагается бизнес-план. В бизнес-плане или в технико-экономическом обосновании инвестицион-

ного проекта описываются коммерческие выгоды и обоснования, экономические аспекты, план финансирования (структура кредита, включая местные и иностранные кредиты), финансовые прогнозы: счет прибылей и убытков, балансовые отчеты. Если банк удовлетворен представленными документами, начинается проверка платежеспособности потенциального заемщика, которая ведется на основе годовых и квартальных балансов предприятия, расчета налогооблагаемых показателей, годовых отчетов прибылей и убытков, справок банков, которые ранее обслуживали потенциального заемщика.

Основным юридическим документом на выдачу кредита является договор о займе, в который входят следующие основные положения: обязательства и гарантии, плата за кредит и комиссионные, использование поступлений от займа, гарантии наличия совершения действия, обязательство воздержания от некоторых действий, обеспечение займа, действия сторон при невыполнении обязательств, правовая защита в случае невыполнения обязательств, преимущественное право, дополнительные положения, толкование, иностранный и национальный банки-гаранты.

Предметом переговоров заемщика и кредитора является определение платы за кредит, которая варьируется на основе процентных ставок на внутренние кредиты с учетом рисков заемщика. Процентный платеж за пользование кредитом зависит от процентной ставки за кредит. В свою очередь процентная ставка (interest rate), выплачиваемая за проведение какой-либо транзакции, будет зависеть от цели и длительности предоставления ссуды, количества занимаемых денег, предлагаемого обеспечения кредита (если таковое имеется) и платежеспособности заемщика. Все эти факторы влияют на степень риска, связанного с предоставлением ссуды, который оценивает займодавец.

Важным компонентом при расчете процентных платежей выступает процентная ставка, которая формируется рыночным путем и отражает спрос и предложение на кредитные ресурсы. Для первичных переговоров процентную ставку можно спрогнозировать на основе следующей формулы:

$$P = P^* + I_p + R_p + L_p + \Sigma O_p + C_p + T,$$

где $P$ — номинальная, рыночная ставка; $P^*$ — текущая чистая, безрисковая ставка спроса и предложения на данный мо-

мент, например ставка по краткосрочным государственным облигациям Казначейства США, если не ожидается серьезной инфляции (для США в настоящее время она колеблется в пределах 1–3%); $I_p$ – инфляционная премия, отражающая инфляционные ожидания в данной стране в данный момент на период заимствования (годовой темп инфляции); $R_p$ — премия за кредитный риск, т.е. за риск невозврата долга заемщиком, определяемая на основе кредитного рейтинга заемщика или проекта (чем выше рейтинг, тем ниже эта премия: например, в США облигации с рейтингом ААА премировались в начале 1990-х гг. примерно на уровне 0,9%; АА – 1,1%; А – 1,4% и т.д.); $L_p$ – премия за ликвидность, т.е. за степень возможности быстро превратить долг в наличные, например перепродать долг. Чем ликвиднее долговое обязательство, тем ниже этот вид премии (эту премию трудно оценить точно, особенно для финансовых инструментов, не продаваемых на крупных биржах); $\sum O_p$ – сумма прочих рисковых премий (риск колебаний процентной ставки, риск падения курса данной валюты, политический риск, риск ухудшения инвестиционной обстановки и др.); $C_p$ – конкурентная накидка, которую могут предложить отдельные заемщики, которым кажется, что прибыльность их проекта будет высокой; $T$ — транзакционные издержки.

Приведенная формула отражает важный рыночный принцип: инвестиция, которая оценивается инвестором как более рискованная, должна иметь более высокую ставку ожидаемой доходности.

Уровень процентной ставки зависит от срока заимствования. Долгосрочные займы, как правило, более дорогие вследствие более высокого кредитного риска. Но бывают периоды, когда по некоторым финансовым инструментам долгосрочное заимствование дешевле, чем краткосрочное. Однако это не отражает общей тенденции: сроки заимствования связаны с риском и соответственно влияют на уровень доходности. На уровень риска и доходности оказывают влияние следующие обстоятельства:

- политика Центрального банка;
- динамика уровня бюджетного дефицита;
- динамика баланса внешней торговли;
- уровень и динамика деловой активности в стране и в мире.

Все эти факторы и их влияние труднопрогнозируемы, поэтому такие прогнозы осуществляются только крупными фирмами и банками.

Рассмотрев заявление на кредит и бизнес-план, банк проводит процедуру установления лимитов кредитования. Эта процедура включает семь пошаговых элементов.

1. *Установление размера абсолютного лимита на одного заемщика.* Размер абсолютного лимита устанавливается банком исходя из его кредитной политики, и кредитор определяет величину предоставляемого кредита одному заемщику независимо от его кредитоспособности.

2. *Установление лимита кредита по отношению к чистой стоимости фирмы и к чистому капиталу.* Чистая стоимость (net worth) заемщика — это сумма его балансового паевого капитала. Чистый рабочий капитал (net working capital) — это разница между его текущими активами и текущими обязательствами. Поскольку это два важнейших источника покрытия долгов, кредитор устанавливает, например, лимит в формулировке «не более 10% чистой стоимости заемщика и не более 20% его чистого работающего капитала».

3. *Тест стабильной ликвидности.* Кредитоспособность потенциального заемщика оценивается с помощью стандартных коэффициентов ликвидности и сравнения их со среднеотраслевыми показателями.

4. *Тест стабильной прибыльности.* Стабильность прибыльности можно проанализировать в сравнении со среднеотраслевой или в динамике.

5. *Ликвидационное покрытие.* Следующий шаг состоит в определении достаточности стоимости активов фирмы для выплаты долгов в случае ее принудительной ликвидации — банкротства заемщика.

6. *Получение рейтинга потенциального заемщика у рейтинговых фирм, изучение кредитной истории заемщика.*

7. *Установление кредитного лимита.* Важным показателем оптимальности вложения является *эффективная процентная ставка*, которая, если сравнивать ее с договором о номинальной процентной ставке, уменьшается под действием темпа инфляции. Если займодавец в состоянии варьировать суммы выплаты процента, процентная ставка может быть поднята, для того чтобы отразить воздействие инфляции. По этой причине краткосрочные ссуды продлеваются на условиях фиксированной процентной ставки, а долгосрочные ссуды даются на различных условиях.

Кредитная деятельность банка во внешнеэкономической сфере представляет составную часть его единой кредитной деятельности, осуществляемой на основе *кредитной поли-*

*тики,* цель которой — сформировать кредитный портфель, который может обеспечить: прибыльность, контроль за уровнем риска и соответствие требованиям, выдвигаемым регулирующими органами. Кредитная политика включает стратегию и тактику в области организации кредитного процесса. *Стратегия* кредитной политики разрабатывается в соответствии с общей стратегией и особенностями развития конкретного банка, определяет его приоритетные направления и цели. *Тактика* организации кредитного процесса находит выражение в формировании оптимальной структуры банковских кредитов. Весомая роль в данной сфере отводится организации аппарата управления кредитными операциями, а также организации кредитного процесса.

При разработке кредитной стратегии, во-первых, определяют круг банковских операций, услуг и продуктов, которые банк готов предоставить клиентам, финансируя их внешнеэкономическую деятельность, взвешивают каждую операцию с учетом риска ее реализации, а также возможностей банка; во-вторых, определяют виды кредитов, выдачу которых рекомендует администрация банка. Существует иерархическая структура целей банка — наряду с текущими, краткосрочными и среднесрочными формируются и перспективные цели. Кредитная политика коммерческого банка должна быть достаточно гибкой, т.е. учитывать постоянно изменяющуюся конъюнктуру. Знание ситуации и обоснованное прогнозирование позволяют коммерческим банкам совершенствовать традиционные и развивать новые кредитные услуги, находить новых и закреплять выгодных банку клиентов. Снижение *кредитного риска* — одно из условий проведения оптимальной кредитной политики. С этой целью банк разрабатывает специализированные методики определения размеров кредитного риска, а также рассчитывает *лимит кредитных рисков.* Наиболее точным или, по крайней мере, наименее ошибочным показателем в этой сфере служит суммарная величина внешних кредитов, которые банк готов предоставить клиентам, скорректированная с учетом фактора риска и ограничений, налагаемых рыночной ситуацией.

При разработке стратегии кредитной политики банк оценивает соотношение аккумулированных и собственных средств, так как увеличение размеров ссуд на балансе банка требует от него повышения величины собственного капитала. В этом случае банк старается изыскать возможность

предоставления кредитов в форме условных обязательств, являющихся по большей части внебалансовыми позициями банка и не требующих большого наращивания капитала, как предоставление прямых срочных займов.

Процедура *утверждения кредита* — важный элемент кредитной политики банка. Она начинается с оценки *кредитных заявок*, при рассмотрении которых конкретизируются вопросы о величине, цели получения, сроке и способе возврата кредита. Затем банк привлекает дополнительную информацию для оценки рисков, связанных с кредитной заявкой, основные из которых — *кредитный, валютный и страновой*. Контроль за кредитными рисками необходим на всех стадиях кредитования для оценки и классификации рисков и выявления возможных проблем с погашением кредита.

Решение о выдаче кредита может приниматься посредством либо процедуры последовательного его одобрения, либо процедуры административного утверждения кредитным комитетом. В первом случае утверждение кредита проходит несколько этапов, и каждый сотрудник может принять окончательное решение вопроса о выдаче кредита в пределах своей компетенции.

Одной из форм рефинансирования краткосрочных фирменных кредитов выступает *покупка требований* банками и другими финансовыми институтами.

К документам, подлежащим учету, относятся:

- аккредитивы с отсрочкой платежа;
- банковские поручения;
- вексель, авизованный банком;
- векселя, акцептованные первоклассными частными фирмами и страховыми компаниями.

Чаще всего данная форма банковского кредита импортеру реализуется на базе *учета векселей (тратты)*. Специфическими формами банковского кредитования импортера являются *акцептное, рамбурсное и акцептно-рамбурсное*. Крупные банки предоставляют *акцептный кредит* в форме акцепта тратты. Экспортер договаривается с импортером, что платеж за товар будет произведен через банк импортера путем акцепта последним выставленных экспортером тратт. Акцептные кредитные линии (известные также как «дружеское финансирование») — это соглашение, в соответствии с которым банк согласен акцептовать векселя, выписанные на него экспортером, под обеспечение в виде товарного векселя. По предъявлении в банк товарных векселей

(для удостоверения об их наличии как таковом) экспортер выписывает «чистый» (т.е. не связанный с другими документами) вексель, который и акцептуется банком. Такой вексель называется «дружеским» — это вексель, который выставлен, акцептован или индоссирован с целью переучета и получения денег на короткий срок. Благодаря авторитету акцептующего банка векселя могут быть сразу же учтены, а поступления — выплачены экспортеру. Акцептованные первоклассным банком тратты легко реализуются на рынке ссудных капиталов. Путем возобновления акцептов кредиты часто превращаются из краткосрочных в долгосрочные. Особенность *рамбурсного кредита* — обеспечение его коносаментами. Он может выступать формой финансирования как импортера, так и экспортера. При импорте товара с уплатой немедленно по отгрузке банк выдает под залог коносамента до прибытия груза сумму, которую перечисляет экспортеру за импортера. По прибытии груза в место назначения импортер возвращает банку выданный кредит и выкупает обратно коносамент, по предъявлении которого и получает груз. Рамбурсный кредит выдается не в полном размере стоимости груза, его величина зависит от характеристик товара, колебаний цены на него и обычно составляет 40—75% фактурных цен.

Сам коносамент (соответственно и право требования по нему) может быть перепродан третьему лицу, что оформляется индоссаментом, который, однако, не обязывает всех держателей документа, как это имеет место в отношении векселя. В данном случае индоссамент имеет лишь значение удостоверения правильного перехода его к последнему держателю.

*Акцептно-рамбурсный кредит* основан на сочетании акцепта векселей экспортера первоклассным банком третьей страны и перевода (рамбурсирования) суммы векселя импортером банку-акцептанту. Особенность этой формы кредита заключается в том, что тратты, акцептованные первоклассным международным банком, свободно обращаются на валютно-финансовых рынках и легко учитываются любым заинтересованным банком, в отличие от тратт, которые акцептуются банком импортера.

При акцептно-рамбурсном кредитовании используются аккредитив и переводный вексель. Основными условиями выступают лимит, срок кредита, процентная ставка, порядок оформления, использования, погашения. На основе предварительной межбанковской договоренности определяются

уполномоченные банки экспортера и импортера, первоклассный банк (гарант). Обеспеченность его обусловлена реализацией товаров. Если такой кредит не связан с товарными поставками, он приобретает чисто финансовый характер.

Банки предоставляют *кредиты под залог товаров,* которые принадлежат заемщику или будут куплены им. Хотя в основном такие кредиты ассоциируются с импортерами, они могут быть предоставлены любому торговцу товарами, приемлемыми в качестве обеспечения. Товары поступают в залог по залоговому письму, а банк будет контролировать их, складируя от своего имени или владея товарораспорядительными документами. Кредиты под залог товаров погашаются из средств, полученных от продажи товаров. Как только начнется торговля, соответствующая доля товаров будет отпущена клиенту для доставки покупателям. Перед тем как выдать разрешение на распоряжение товарами, от клиента потребуют расписку в получении их в доверительное управление, согласно которой все вырученные от продажи деньги будут выплачены банку в погашение кредита. Для облегчения контроля кредит будет учитываться на отдельном ссудном счете, сальдо которого должно отражать стоимость непроданных товаров.

Аналогичное кредитование экспортеров осуществляется посредством выдачи им *подтоварных ссуд,* а также предоставления *кредитов по контокоррентным счетам.* Выдача подтоварных ссуд сопровождает все стадии реализации экспортной поставки. Обеспечением ссуд служат, как правило, товарораспорядительные документы: коносаменты, варранты. Экспортер погашает свою задолженность банку по мере поступления от покупателя валютного платежа за поставленный ему товар.

*Кредиты под долговое обязательство* в качестве залога своевременного возврата кредита предусматривают использование векселей, банковских гарантий, облигаций займов и др. В качестве залога от российских заемщиков принимаются страховые полисы иностранных страховых компаний на морские суда, самолеты и т.д., а также гарантии и поручительства первоклассных иностранных банков. Такие ссуды оформляются, как правило, через срочные обязательства заемщика по ссуде банку.

В международной практике финансирования экспортно-импортной деятельности распространен *кредит под инкассо.* Инкассо может использоваться не только как

метод платежа, но и как метод получения финансирования со стороны коммерческого банка. Экспортер, который дает распоряжение об инкассировании через свой банк (банк-ремитент), может запросить банковское финансирование для международной торговли, пока платеж еще не осуществлен, чтобы таким образом быстро получить оплату, например, в случае если условием платежа за экспортные товары являются «документы против акцепта» (D/A) и методом расчета служит переводный вексель. Коммерческий банк может в этом случае предложить кредит экспортеру под инкассо, т.е. под обеспечение в форме самого векселя или чека, а не учитывать его.

Коммерческим банком может быть выдан *кредит под документарный аккредитив*. Аккредитив, как и инкассирование, может выступать не только как средство платежа, но и как особая форма финансирования экспортеров и импортеров.

Аккредитив позволяет предоставлять импортеру кредит на определенный срок, а экспортеру в то же время позволяет получить платеж сразу после представления документов согласно условиям аккредитива. Термин «акцептный аккредитив» используется в этом случае для описания документарного аккредитива, когда бенефициар выписывает срочные векселя на исполняющий банк. Банк акцептует эти векселя и возвращает бенефициару, который может учесть их для получения немедленного платежа.

Еще одна разновидность кредита с участием документарного аккредитива — *кредит под обеспечение в виде импортируемых товаров*. Такой вид кредита применяется, когда импортер собирается перепродать товар и желает отложить платеж до того, как он будет перепродан третьей стороне. В этом случае банк соглашается акцептовать переводный вексель под соглашение об аккредитиве (что отличает эту форму кредитования от обычной ссуды под залог товаров) и ожидает денежных поступлений от перепродажи товаров до наступления срока платежа по акцептованному векселю.

В области долгосрочного инвестиционного финансирования коммерческие банки тоже играют определенную роль. Как правило, инвестиционными можно считать долгосрочные банковские кредиты, выдаваемые коммерческими банками под крупные объекты, строящиеся за рубежом. Отличительная особенность инвестиционных кредитов — именно их долгосрочный характер. Данный вид заемных средств реа-

лизуется в двух основных формах: непосредственно в форме банковской ссуды или в форме размещения долгосрочных ценных бумаг (облигаций).

Функции банка при предоставлении инвестиционного кредита включают:

- выяснение характера и размеров ресурсных потребностей заемщика;
- согласование условий займа;
- выбор вида ценных бумаг;
- определение срока выпуска ценных бумаг с учетом состояния рынка, их эмиссии и последующего размещения среди инвесторов.

При этом банк выступает не просто посредником между заемщиком и инвестором, а гарантом эмиссии и организатором первичного рынка: он покупает и продает крупные пакеты акций и облигаций за свой счет, предоставляет кредиты покупателям ценных бумаг.

Долгосрочными кредитами инвестиционного характера выступают банковские *кредиты по компенсационным сделкам,* продолжительность которых достигает 10—15 лет. Особенность подобной формы кредита состоит в том, что импортер, получая значительные средства для закупок оборудования, реконструкции производства, погашает сумму кредита и выплачивает проценты по нему не в виде валютных платежей, а в виде поставок продукции, изготовленной на предприятиях, построенных за счет этих кредитов.

Продукция с этих объектов используется страной-импортером для расширения своего экспорта и для нужд национального хозяйства. Компенсационные соглашения часто основываются на соответствующем межправительственном соглашении. Компенсационное соглашение предполагает крупномасштабность сооружаемого объекта и долгосрочность связей между контрагентами. Предоставление банковских ссуд увязывается со строящимся объектом, но их погашение может быть прямо не связано с поставками товаров, производимых на этом объекте. В таком случае поставка товаров выступает как источник средств для создания фонда в валюте, направляемой на погашение кредита, осуществляемое независимо от поставок товаров с построенного объекта. Средства для создания фонда, направляемого на погашение кредита, могут создаваться не только от поставок товаров, производимых на объекте, но и от поставок аналогичных товаров, выпускаемых на других предприятиях.

## 9.2. Операции кредитного характера в сфере финансирования внешнеэкономической деятельности: международный факторинг, форфейтинг, лизинг

Мировая экономическая практика широко использует для пополнения предприятиями основных средств и расширения ими рынка сбыта производимой продукции операции кредитного характера в сфере финансирования внешнеэкономической деятельности: международный факторинг, форфейтинг, лизинг. Для экспортера использование подобных операций служит дополнительной возможностью развить сферу реализации, а для импортера — без крупных капиталовложений, используя иностранные кредиты, приобрести иностранное оборудование и по мере получения прибыли от его эксплуатации оплачивать процентные платежи.

### 9.2.1. Международный факторинг

**Факторинг** (от англ. *factoring*; *factor* — агент, посредник) — это покупка банком или специализированной факторинговой компанией денежных требований поставщика к покупателю и их инкассация за определенное вознаграждение. В законодательстве Российской Федерации факторинг регулируется ст. 824—833 Гражданского кодекса РФ. Отношения в области международного факторинга регламентируются Оттавской конвенцией (1988 г.).

Суть международного факторинга состоит в том, что факторинговая компания (или фактор-фирма) покупает у своих клиентов их платежные требования к покупателям на условиях немедленной оплаты 50—90% от суммы акцептованного счета-фактуры в виде авансового платежа сразу после фактической отгрузки, а остаток средств (соответственно от 15%, за вычетом комиссии) поставщик получает от банка на свой расчетный счет по мере того, как покупатель фактически оплачивает поставку на специально открываемый банком транзитный (факторинговый) счет. Таким образом, банк выступает в качестве лица, авансирующего товарный кредит, предоставляемый поставщиком покупателю с последующим возвратом ему остатка суммы поставки.

В соответствии с Оттавской конвенцией о международном факторинге операция считается факторингом в случае, если она удовлетворяет хотя бы двум требованиям из следующих четырех:

1) наличие кредитования в форме предварительной оплаты долговых требований;

2) ведение бухгалтерского учета поставщика, прежде всего учета реализации;

3) инкассирование его задолженности поставщика;

4) страхование поставщика от кредитного риска.

Факторинговое обслуживание наиболее эффективно для вновь выходящих на рынок фирм, а также малых и средних предприятий, которые не всегда располагают необходимой информацией о платежеспособности своих покупателей и к тому же имеют ограниченный доступ к кредитам. Следует отметить, что не всякое малое или среднее предприятие может воспользоваться услугами факторинговой компании, которые очень осторожны в отношениях с клиентами повышенного риска, а именно: предприятиями с большим количеством дебиторов; предприятиями, занимающимися производством нестандартной и узкоспециализированной продукции; строительными и другими фирмами, работающими с субподрядчиками; предприятиями с послепродажным обслуживанием реализуемой продукции и практикующими компенсационные (бартерные) сделки. Факторинговые операции не производятся по договорным обязательствам физических лиц, филиалов или отделений предприятия.

Банк также заинтересован в проведении факторинговых операций, так как он получает вознаграждение в виде комиссионных платежей за управление счетами клиента, включая кредитный риск и факторинговый сбор.

Комиссионный сбор обычно составляет 0,5—3% от общей суммы купленных счетов. Его размер зависит от торгового оборота клиента, степени риска и объема необходимой конторской работы. Степень риска зависит от платежеспособности должников клиента, а объем конторской работы — от количества счетов-фактур. Кроме того, клиент уплачивает банку ссудный процент с ежедневного остатка предварительного платежа по счетам. Процент за факторинговый кредит обычно на 2—4% превышает официальную учетную ставку. Срок кредита составляет 90—120 дней. Соглашение о факторинге повышает кредитоспособность фирмы-экспортера и обеспечивает ей получение кредита в банке.

Факторинговые компании тщательно проверяют приобретаемые требования с точки зрения платежеспособности покупателя с помощью своих справочных отделов и банков. Нередко эти компании принимают на себя риски неоплаты

требований, в том числе финансовые риски, связанные с неплатежеспособностью импортера («делькредере»). Кроме кредитных и учетно-контрольных операций, факторинговые компании оказывают юридические, складские, информационные, консультативные услуги.

**Пример 1**

Фирма А отгрузила фирмам В и С продукцию и выставила счет на сумму 10 000 USD. Не дожидаясь оплаты своих требований, фирма А продает свою дебиторскую задолженность фактор-банку. Фактор-банк проверяет кредитоспособность дебиторов и выдает фирме А аванс 8000 USD в счет проданных требований.

Впоследствии фирмы В и С рассчитываются с фактор-банком по следующему графику:

3000 USD через 4 дня;

2000 USD через 3 дня;

5000 USD через 6 дней.

При окончательном расчете фактор-банка с фирмой А банк удерживает:

а) плату за аванс по кредитной ставке в 20%.

Итого: $\frac{20}{100 \times 360}(7700 \cdot 4 + 4700 \cdot 3 + 2700 \cdot 6) = 33{,}94$ USD;

б) плату за факторинговые услуги в размере 3% – 300 USD;

в) под расчет фирма А получает 2000 – 33,94 – 300 = 1666,06 USD.

Факторинговые операции подразделяются:

- на внутренние, если поставщик, покупатель и фактор-фирма находятся в одной стране, и международные, если какая-то из трех сторон находится в другом государстве;
- открытые, если должник уведомлен об участии в сделке факторинговой компании, и закрытые (конфиденциальные);
- с правом регресса, т.е. обратного требования к поставщику вернуть уплаченную сумму, или без права регресса;
- с условием о кредитовании поставщика в форме предварительной оплаты или оплаты требований к определенной дате.

Мировая практика знает несколько типов факторинговых соглашений в зависимости от требований поставщика к фактор-компании. Соглашение о полном открытом факторинге без права регресса обычно заключается при регулярных и проверенных практикой контактах между поставщиком и факторинговой компанией. Полное обслуживание включает: полную защиту от появления сомнительных долгов и гарантированную оплату платежных документов; управле-

ние кредитом; учет реализации; кредитование в форме предварительной оплаты или к определенной дате. Как правило, полное обслуживание осуществляется при условии, что поставщик переуступает факторинговой компании долги всех своих клиентов, без отбора (надежных — себе, ненадежных — факторинговой компании).

При соглашении о полном факторинге с правом регресса факторинговая компания не страхует кредитный риск. Его продолжает нести поставщик. Компания имеет право вернуть поставщику долговые требования, не оплаченные клиентами в течение определенного срока. Помимо кредитных и учетно-контрольных операций фактор-компании оказывают юридические, информационные, складские и консультационные услуги. Они располагают обширной информацией о мировых рынках.

При факторинговом обслуживании учет состояния и движения дебиторской задолженности поставщика осуществляет банк. Он регулярно предоставляет поставщику отчеты по ряду позиций состояния дебиторской задолженности: отчет о переводе средств продавцу; о состоянии просроченной задолженности; о поставках, зарегистрированных за определенный период; о статистике платежей дебиторов; о поступлении средств от дебиторов; об использовании закупочных лимитов (в случае выплаты досрочных платежей); о перечислении сумм финансирования (в случае досрочных платежей) и т.п.

Кредитный риск поставщика возрастает при поставках товаров на экспорт. Это связано с гораздо большими трудностями оценки платежеспособности иностранных клиентов, более длительными сроками документо- и товарооборота, а значит, и предоставления коммерческого кредита; политической и экономической нестабильностью страны-импортера. К этому добавляется и валютный риск, связанный с изменением курса национальной валюты по отношению к иностранным.

Пока доля международного факторинга невелика, но постепенно он набирает силу в связи с углублением интернационализации хозяйственной жизни.

Плата, взимаемая факторинговой компанией с поставщика, состоит из двух частей:

1) плата за управление, или комиссия за факторинговое обслуживание — ведение учета, страхование от появления сомнительных долгов и другие услуги. Размер этой платы

определяется в процентах от годового оборота поставщика и значительно колеблется в зависимости от масштабов и структуры сбытовой деятельности, объема работы банка, степени кредитного риска, кредитоспособности покупателей, специфики и конъюнктуры рынка, финансовых услуг страны. В большинстве стран он колеблется в пределах 0,5—3%. При наличии права регресса плата снижается на 0,2—0,5 процентных пункта. Плата за учет счетов-фактур составляет 0,1—1,0% годового оборота поставщика;

2) плата за кредит, предоставляемый поставщику в виде предварительной оплаты переуступаемых долговых требований. Ее величина, как правило, на 2—4 (в нормальных, неинфляционных условиях) процентных пункта выше текущей банковской ставки, используемой при краткосрочном кредитовании клиентов с аналогичным оборотом и кредитоспособностью. Это обусловлено необходимостью компенсации дополнительных затрат и риска факторинговой компании.

Договор о факторинговом обслуживании заключается между поставщиком и факторинговой компанией обычно на срок от одного года до четырех лет. Его действие может быть прекращено: по желанию любой из сторон с уведомлением контрагента за определенный в соглашении промежуток времени; по взаимному согласию сторон; ввиду фактической или ожидаемой неплатежеспособности импортеров.

Таким образом, международный факторинг обеспечивает предприятие реальными валютными средствами, позволяя сосредоточиться на основной производственной деятельности. Кроме того, он способствует ускорению оборота капитала, повышению доли производительного капитала и соответственно увеличению доходности. Кроме того, при факторинге банк покрывает значительную часть рисков поставщика — валютных, процентных, кредитных и ликвидных. Получая от банка большую часть денежных средств сразу после поставки, предприятие ограждает себя от риска девальвации рубля за период отсрочки платежа. Немаловажную роль играет и возможность покрытия процентных рисков, которые возникают у предприятий, привлекающих оборотные средства. В случае резкого изменения рыночной стоимости заемных ресурсов рост кредитных ставок приводит к дополнительному «давлению» на цену товара поставщика и тем самым снижает его конкурентоспособность. При факторинге банк, как правило, гарантирует пред-

приятию неизменность стоимости обслуживания в течение довольно длительного периода.

Переуступая банку право денежного требования по поставке, предприятие снимает с себя значительную часть ликвидных и кредитных рисков, связанных с нарушением сроков оплаты или неоплатой поставок с отсрочками платежей. Имеющийся у банка опыт позволяет ему самостоятельно провести оценку кредитоспособности клиентов с целью минимизации кредитного риска предприятия. А получение от банка денежных средств практически в момент поставки снимает с компании-поставщика риск кассовых разрывов и недостатка средств для покрытия неотложных текущих затрат. Одна из услуг, оказываемых в рамках административного управления дебиторской задолженностью, — предоставление поставщику программного обеспечения, позволяющего управлять информационными потоками между банком и клиентом.

В отличие от кредита, который выдается на фиксированный срок и в обусловленный кредитным договором день, факторинговое финансирование осуществляется в день поставки товара и на срок фактической отсрочки платежа. Кредит возвращается банку самим заемщиком, а авансовый платеж погашается из денег, выплачиваемых дебиторами клиента. Если кредит выдается на заранее обусловленную сумму, то размер факторингового финансирования не лимитирован и может безгранично увеличиваться по мере роста объема продаж клиента. Для получения кредита требуется оформление множества документов, в то время как финансирование в рамках факторингового обслуживания производится автоматически при представлении накладной и счета-фактуры. Кредитование не предусматривает никаких дополнительных услуг заемщику помимо перечисления денег, а факторинговое финансирование сопровождается управлением дебиторской задолженностью. При факторинге у банка нет необходимости требовать от поставщика залог, а также изучать степень обремененности компании кредитными обязательствами перед другими финансовыми институтами. Кроме того, оплата услуг банка по осуществлению факторинговых операций включается в себестоимость полностью, в то время как затраты на уплату процентов по банковскому кредиту относятся на себестоимость в зависимости от учетной ставки Центрального банка.

К выгодам факторинга следует отнести:

• появление возможности увеличения объема продаж;

• исчезновение затрат, связанных с получением кредит (проценты за кредит, расходы по оформлению);

• отсутствие необходимости в экстренной мобилизации денежных средств при наступлении срока погашения кре дита или выплаты процентов;

• создание предпосылок закупки товаров у своих постав щиков по более низким ценам за счет отсрочки платежа;

• обеспечение получения подробной отчетности благо даря адаптации с интернет-технологиями.

Недостатки факторинга:

• дороговизна факторинговых услуг;

• потеря контроля над должниками.

### 9.2.2. Международный форфейтинг

**Международный форфейтинг** – новая форма кредитования внешней торговли, которая появилась под влиянием быстрого роста экспорта дорогостоящего оборудования с длительным сроком производства, усиления конкурентной борьбы на мировых рынках и повышения роли кредита в развитии мировой торговли. Первоначально форфейтинг осуществлялся коммерческими банками. Но по мере быстрого расширения операций стали создаваться специализированные фирмы. Первой из них была акционерная фирма «Финанц АГ», созданная в 1965 г. в Цюрихе Швейцарским банком «Швейцарише Кредитанштальт». Форфейтинг получил сравнительно широкое распространение в Швейцарии, Германии, Франции, Великобритании; применялся Внешторгбанком СССР. Если форфейторный рынок в значительной мере (от 60 до 70% оборота, согласно частным оценкам) был связан с импортом стран Восточной Европы, то в меньших масштабах на той же основе осуществляются поставки в Западную Европу, на Ближний Восток и в Латинскую Америку.

*Форфейтинг* (от франц. *a forfe)* означает отказ от прав. Это кредитование экспортера путем покупки векселей или других долговых требований, своего рода форма трансформации коммерческого кредита в банковский. *Форфетирование* – форма рефинансирования среднесрочных и долгосрочных кредитов.

Термин «форфетирование» обозначает предоставление определенных прав в обмен на наличный платеж. В бан-

ковской практике это покупка на полный срок на заранее установленных условиях портфеля векселей. Банк при этом берет на себя коммерческие риски, связанные с неплатежеспособностью импортеров, без права регресса этих документов на прежнего владельца. В отличие от традиционного учета векселей, форфетирование применяется, как правило, при поставках оборудования на крупные суммы с длительной рассрочкой платежа — от 6 месяцев до 5—7 лет (сверх традиционных 90 или 180 дней) и содержит гарантию или аваль первоклассного банка, необходимые для переучета векселей. Форфейтор приобретает портфель векселей, за вычетом процентов за весь срок кредитования сделки. Тем самым экспортная сделка из кредитной превращается в наличную, что выгодно для экспортера. Экспортные операции на основе форфейтинга стали широко применяться с 1970 г., когда стал быстро расти торговый оборот между Востоком и Западом. Импортер из какой-либо страны Восточной Европы обычно просил кредит для закупки оборудования сроком на 3—5 лет, что превышало сроки, соответствовавшие возможностям западного экспортера, либо кредит не мог быть обеспечен его собственными ресурсами или по каналам обычного банковского финансирования. Кроме того, ни экспортер, ни его банкир не желали брать на себя риск по кредитам стране-импортеру, особенно на крупные суммы, которые часто требуются при заключении контрактов на поставку оборудования. В связи с этим образовался рынок среднесрочных ценных бумаг, представлявших обязательства по экспортным кредитам. Экспортеры при этом могли оставаться в стороне. Заключая с восточноевропейским импортером коммерческий договор, определявший, в частности, условия кредита, экспортер обязывал своего партнера выдать обычные векселя на срок каждого предстоящего платежа в счет погашения кредита. Стороны договаривались о десяти полугодовых выплатах; срок первого платежа наступал через шесть месяцев после выпуска векселей, так что полный расчет предусматривался в течение пяти лет.

Схема форфейтинговой операции выглядит следующим образом.

1. Под торговый контракт выписывается портфель тратт, которые будут погашаться периодически в течение всего периода кредитования экспортером сделки.

2. Импортер акцептует векселя и получает аваль на эти векселя у своего банка.

3. Импортер передает портфель векселей взамен товаро-распорядительных документов.

4. Экспортер заключает договор со своим банком на форфетирование и получает взамен портфеля векселей наличные в сумме цены контракта. При этом экспортер оплачивает комиссионные за форфетирование.

5. Импортер выплачивает долг, зафиксированный портфелем векселей в сумме, которая превышает сумму контракта на величину кредитного платежа банку.

При крупных операциях может быть образован банковский консорциум, причем пилотный (головной) банк этого синдиката несет риск выбора партнеров, т.е. в случае их выхода он берет на себя обязательство по совершению операции. Продавцом при форфейтинге обычно выступает экспортер, выполнивший свои обязательства по контракту и стремящийся инкассировать расчетные документы импортера с целью получения наличных средств. В качестве покупателя (форфетора) обычно выступает банк или специализированная компания. Покупатель (банк) берет на себя коммерческие риски, связанные с неплатежеспособностью импортеров, без права регресса (оборота) этих документов на экспортера.

Если импортер не является первоклассным заемщиком, пользующимся несомненной репутацией, форфетор требует по приобретаемым долговым обязательствам безусловную гарантию банка страны-импортера. Форфетор приобретает долговые требования за вычетом процентов за весь срок, на который они выписаны. Тем самым экспортная сделка превращается в наличную. Форфетор может хранить купленные документы у себя. В этом случае затраченные им средства рассматриваются как капиталовложения. Но он может продать их другой форфейтинговой фирме также на безоборотной основе. С наступлением срока платежа конечный держатель документов предъявляет их в банк для оплаты.

Форфейтинг как метод трансформации коммерческого кредита в банковский представляет для экспортера ряд преимуществ:

- многократно ускоряет поступление средств за экспортируемый товар, а значит, и оборот всего капитала;
- освобождает от риска неплатежа, валютного риска;
- упрощает баланс предприятия за счет частичного освобождения от дебиторской задолженности;
- освобождает от рисков, связанных с колебанием процентных ставок.

Рассматривая главные условия форфейтинговой сделки, основное внимание следует уделить механизму погашения портфеля векселей. Сущность форфейтинговой операции состоит в учете нескольких векселей (портфеля) в счет некоторой суммы долга. Учет такого портфеля осуществляется единовременно, а погашение — несколькими периодами. Сроки погашения векселей с определенным шагам распределены во времени. При этом кредитором импортера выступает не экспортер товара, а банк, учитывающий векселя.

Сумма каждого векселя, подлежащего форфетированию, складывается из части суммы долга (части стоимости товара, в счет оплаты которой выписан вексель) и процентов за оплату товаров в кредит.

**Задача 1**

В уплату за товар стоимостью 200 000 EUR выписано четыре векселя, которые погашаются по полугодиям. Ставка за кредит — 12% годовых. Определите номинальную стоимость портфеля векселей, подлежащих форфетированию, если проценты начисляются на остаток долга.

*Решение*

$t_1$ = 6 мес.: $I_1$ = 12 000, $P_1$ = 62 000;
$t_2$ = 12 мес.: $I_2$ = 9 000, $P_2$ = 59 000;
$t_3$ = 18 мес.: $I_3$ = 6 000, $P_3$ = 56 000;
$t_4$ = 24 мес.: $I_4$ = 3 000, $P_4$ = 53 000;
Сумма = 230 000.

Необходимо соблюдение двух предварительных условий, чтобы данная серия векселей могла попасть в число «форфеторных» ценных бумаг, принимаемых на рынке:

а) каждый вексель должен иметь подпись всемирно известного банка;

б) платежные обязательства импортера не должны быть связаны ни с условиями выполнения договора экспортером, ни с поставкой товара.

Поскольку покупатель векселей может иметь лишь незначительные связи с экспортером, для него исключительно важно, чтобы в случае неплатежа со стороны импортера оплата долгового обязательства была произведена неукоснительно. В качестве дополнительной гарантии для покупателя «форфеторной» ценной бумаги в ней обычно представлена сумма, равная лишь 80—90% стоимостного объема экспортной операции, тогда как остальные 10—20% сохраняются в виде доли ответственности импортера и могут служить средством, обеспечивающим выполнение поставок. Если

эти условия соблюдены, экспортер может продать вексель какому-либо банку. Если банк обязуется учесть все векселя, он получает комиссионные (порядка 1% в год). И наконец, предусматривается повышение процентной ставки с целью возместить возможные потери банка в случае неблагоприятного для него изменения рыночных ставок, которое может произойти в период между покупкой векселя и сроком его оплаты.

### 9.2.3. Международный лизинг

Одна из наиболее новых и стремительно развивающихся форм кредита — лизинг. Слово «лизинг» английского происхождения *(leasing)*, точного его аналога в русском языке не существует. **Лизинг** согласно Федеральному закону от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» — это совокупность экономических и правовых отношений, возникающих в связи с реализацией договора лизинга, в том числе приобретением предмета лизинга.

*Договор лизинга* — договор, в соответствии с которым арендодатель (далее — лизингодатель) обязуется приобрести в собственность указанное арендатором (далее — лизингополучатель) имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование. Договором лизинга может быть предусмотрено, что выбор продавца и приобретаемого имущества осуществляется лизингодателем.

Предметом лизинга согласно закону могут быть любые непотребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности. Предметом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральными законами запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения. Предмет лизинга, переданный во временное владение и пользование лизингополучателю, является собственностью лизингодателя. Амортизационные отчисления производит сторона договора лизинга, на балансе которой находится предмет лизинга.

Обычно и в нашей стране, и за рубежом под лизингом понимают долгосрочную аренду машин, оборудования, транспортных средств и другого движимого и недвижимого

имущества производственного назначения. Но это не обычная аренда, а специфическая, приближающая лизинг к кредиту. В отличие от аренды в нем участвуют, как правило, не два, а три и более субъектов: поставщик оборудования, лизинговая (финансовая) компания и пользователь. Кроме того, могут быть посредники, гаранты и др. Сам процесс классического лизинга можно разбить на несколько стадий.

1. Предприятие-лизингополучатель (клиент) самостоятельно подбирает себе требующееся имущество (оборудование, недвижимость, другие основные средства), заключает с лизинговой компанией договор лизинга и перечисляет первоначальный лизинговый платеж (30—40% от стоимости имущества).

2. Лизинговая компания в случае, если у нее не хватает собственных средств, получает кредит в банке под залог приобретаемого имущества.

3. Лизинговая компания приобретает имущество у указанного клиентом поставщика.

4. Клиент (лизингополучатель) по доверенности от лизинговой компании самостоятельно получает у поставщика оборудование и подписывает с лизинговой компанией акт передачи имущества в лизинг.

5. Клиент производит ежемесячные лизинговые платежи лизинговой компании.

6. Лизинговая компания в случае, когда сделка осуществлялась за счет банковского кредита, из суммы полученных лизинговых платежей (за минусом своей комиссии и накладных расходов — налога на имущество, налогов с оборота) осуществляет ежемесячную уплату банку процентов по кредиту и частичное погашение кредита.

7. По окончании договора лизинга после уплаты последнего лизингового платежа лизинговая компания передает имущество по акту клиенту в собственность.

Таким образом, лизинг включает отношения купли-продажи и отношения аренды. Но стержнем отношений служит кредитная операция, а ключевой фигурой — лизинговая компания, которая оказывает арендатору финансовую услугу. Лизингодатель покупает имущество в собственность за полную стоимость, но не для себя, а для пользователя, который получает и использует это имущество, не выкладывая деньги «на бочку», а периодически выплачивая за это соответствующие взносы. Следовательно, лизинг можно рассматривать как передачу имущества во временное пользование на усло-

виях возвратности, срочности, платности, т.е. квалифицировать как кредит в основной капитал. Поэтому с экономической точки зрения лизинг есть трансформация банковского кредита в товарный путем предоставления лизингодателем лизингополучателю имущества в пользование в форме аренды.

Лизинг классифицируют по следующим признакам:

- составу участников;
- типу арендуемых активов;
- степени окупаемости;
- условиям амортизации;
- объему обслуживания;
- сектору рынка;
- целевому назначению;
- организационным формам управления;
- платежам;
- намерениям участников;
- способу финансирования;
- степени окупаемости;
- продолжительности;
- характеру взаимодействия участников;
- методам ведения бухгалтерского учета.

В зависимости от состава участников различают:

- прямой лизинг, при котором собственник имущества (поставщик) самостоятельно, без посредников, сдает объект в лизинг (двусторонняя сделка);
- косвенный лизинг, когда передача имущества в аренду происходит через посредника — одного (лизинговую фирму) или нескольких (многосторонняя сделка).

Частным случаем прямого лизинга является возвратный лизинг. Он имеет место тогда, когда собственник имущества или производитель продает его своему будущему лизингодателю, а затем получает его в аренду, т.е. получает товарный кредит. Это особенно наглядно показывает кредитную сущность лизинга.

По *типу имущества* различают: лизинг движимости; лизинг недвижимости; лизинг имущества, бывшего в употреблении; по *степени окупаемости имущества* — лизинг с полной окупаемостью, когда в течение срока действия одного договора происходит полная выплата лизингодателю стоимости арендуемого имущества; лизинг с неполной окупаемостью, когда в течение срока действия одного договора окупается только часть стоимости арендуемого имущества.

В зависимости от степени окупаемости имущества лизинг подразделяется на оперативный и финансовый. *Финансовый* лизинг — это лизинг с полной окупаемостью, когда лизингодатель получает полную стоимость сдаваемого в аренду имущества (а также прибыль от лизинговой операции). Срок аренды в данном случае совпадает со сроком полной амортизации имущества, а лизингополучатель может оформить арендованное имущество в свою собственность. Объект лизинга — специализированное индивидуальное оборудование. Для покрытия амортизационной стоимости (полностью или частично) требуется один лизингополучатель, который может выкупить оборудование в собственное распоряжение и владение согласно специальному договору. Хозяйственные риски несет лизингополучатель.

При *оперативном* лизинге срок договора короче, чем экономический срок службы имущества. Следовательно, это лизинг с неполной амортизацией и окупаемостью. Объект лизинга — универсальное либо стандартное оборудование, созданное в массовом производстве. Для покрытия амортизационной стоимости требуется несколько периодов и лизингополучателей. Хозяйственные риски несет лизингодатель.

При обоих видах лизинга лизингодатель остается полноправным собственником объекта лизинга на протяжении действия договора о лизинге.

Кроме того, эти виды лизинга, как правило, различаются и по объему обслуживания.

Ввиду этого по объему оказываемых услуг лизинг подразделяется:

- на чистый лизинг, когда все обслуживание арендуемого имущества берет на себя лизингополучатель;
- лизинг с полным набором услуг, когда полное обслуживание имущества возлагается на лизингодателя;
- лизинг с частичным набором услуг, когда на лизингодателя возлагается только часть функций по обслуживанию имущества.

В зависимости от сектора рынка, в котором осуществляются лизинговые операции, различают:

- внутренний лизинг, когда все его участники представляют одну страну;
- международный лизинг, когда хотя бы один из участников является представителем другой страны.

По характеру лизинговых платежей различают:

• лизинг с денежным платежом, когда все платежи осуществляются в денежной форме;

• лизинг с компенсационным платежом, когда платежи осуществляются поставками товаров, произведенных на арендуемом оборудовании;

• лизинг со смешанным платежом, когда расчеты осуществляются комбинированием названных выше форм.

Лизинговые платежи относятся на себестоимость продукции лизингополучателя.

В лизинговые платежи включаются:

• амортизация имущества в течение срока договора лизинга;

• плата за оказание лизингополучателю со стороны лизингодателя предусмотренных договором услуг (обучение персонала получателя работе, оплата таможенных сборов, тарифов и т.д.);

• плата за пользование привлеченными средствами;

• налог на добавленную стоимость;

• страховые взносы, если страхование осуществляется лизингодателем;

• налог на имущество, если предмет лизинга учтен на балансе лизингодателя;

• доход лизингодателя, включая премию за риск.

Определение размера платежей по лизингу основано на методе современной величины денежных потоков. Сумма современных стоимостей всех выплат, входящих в лизинговые платежи, составляет стоимость предмета лизинга. Если указанная сумма будет превышать эту стоимость, то лизингополучателю выгоднее купить оборудование. Будем считать, что в стоимость оборудования входят все платы, перечисленные выше, кроме дохода лизингодателя. Лизингополучателю так или иначе придется провести все операции, обеспеченные этими выплатами.

Стоимость предмета лизинга вычисляется по формуле

$$A = Ra_{ni}^{(p)} = R\frac{1-(1+i)^{-n}}{p((1+i)^{1/p}-1)},$$

где $A$ — стоимость предмета лизинга, за вычетом остаточной стоимости предмета лизинга; $R$ — годовая выплата; $i$ — лизинговая годовая процентная ставка; $n$ — срок лизинга в годах; $p$ — количество выплат в году.

Если выплаты по лизингу производятся один раз в год, то величина выплаты по лизингу составит:

$$M = \frac{P - S(1+i)^{-n}}{pa_{ni}^{(p)}},$$

где $S$ — остаточная стоимость оборудования на момент окончания аренды.

**Задача 2**

Оборудование стоимостью 100 000 USD предоставлено в лизинг на пять лет. Остаточная стоимость оборудования на момент окончания аренды оценивается в 20 000 USD. Лизинговая годовая процентная ставка выбрана равной 18%.

Определите величину выплат по лизингу один раз в год.

*Решение*

$$a_{ni} = \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} = (1-1{,}18^{-5})/0{,}18 = 3{,}127171\ \text{USD},$$

$$p - S(1+i)^{-n} = 100\,000 - 20\,000 \cdot 1{,}18^{-5} = 91\,257{,}82\ \text{USD},$$

$$M = \frac{P - S(1+i)^{-n}}{a_{ni}} = \frac{91\,257{,}82}{3{,}127171} = 29\,182{,}23\ \text{USD}.$$

Чем же привлекателен лизинг с точки зрения лизингополучателя? Каковы его преимущества перед другими формами экономических связей между поставщиком и покупателем?

1. Лизинг дает возможность получить оборудование в пользование без его полной оплаты, организовать новое производство без мобилизации необходимых крупных финансовых ресурсов. С его помощью арендатор «убивает двух зайцев» — решает проблему приобретения и финансирования оборудования одновременно. А при международном лизинге смягчается проблема инвалютных средств.

2. Возможность опробовать оборудование до его полной оплаты, т.е. до приобретения в собственность.

3. Возможность использовать сезонное оборудование только в течение периода, когда оно необходимо.

4. Закупка предоставляемого по лизингу оборудования по оптимальным рыночным ценам. Не только лизингополучатель, но и лизингодатель заинтересованы в минимизации цены на оборудование. Как правило, арендодатель имеет

больше возможностей для достижения минимальных контрактных цен, чем арендатор.

5. Не привлекается заемный капитал. Лизинг не «утяжеляет» активы предприятия и помогает поддерживать оптимальное соотношение собственного и заемного капиталов.

6. Широкий спектр сопутствующих товару услуг по наладке и обслуживанию приобретаемого оборудования.

7. Более гибкий порядок осуществления лизинговых платежей. Арендатор сам принимает участие в процессе заключения сделки, совместно с лизинговой компанией определяет основные условия финансирования: срок и сумму аренды, объем дополнительных услуг, периодичность арендных платежей, фиксированную или плавающую процентную ставку, условия закупки объекта лизинга у поставщика и условия расчетов с лизингодателем.

8. Лизинговые платежи могут производиться из выручки от продажи производимой на арендуемом оборудовании продукции, и не только в денежной, но и в товарной форме (компенсационный лизинг).

9. Налоговые выгоды: арендная плата пользователя оборудования в лизинговой сделке относится на издержки производства и соответственно снижает облагаемую налогом прибыль, а значит, и размер налога, изымаемого в бюджет; как правило, налоговое законодательство предусматривает для лизинговых сделок систему ускоренной амортизации, т.е. дополнительных налоговых льгот не только арендатору, но и арендодателю.

10. Лизинг освобождает арендатора от процедур и расходов, связанных с владением имуществом, поскольку юридическим собственником остается арендодатель.

11. Выгоды для арендатора, вытекающие из возможности выкупить оборудование по номинальной или остаточной стоимости по истечении срока договора лизинга.

12. Лизинг расширяет возможности сбыта продукции для фирм-производителей. Достаточно отметить, например, что крупнейшая в мире компания по производству компьютеров IBM реализует посредством лизинга более 80% всей производимой продукции.

13. Лизинг в сочетании с амортизационными льготами направлен на ускорение обновления техники и технологии производства, а значит, подключение всех составляющих повышения эффективности национальной экономики (про-

изводительность труда, ресурсоемкость, капиталоемкость, качество продукции, ускорение оборачиваемости капитала).

Вместе с тем в процессе анализа вопросов о возможности использования лизинга необходимо учитывать, что:

- лизинг дает лишь временное право арендатору пользоваться оборудованием;
- краткосрочный лизинг может быть экономически невыгоден для арендодателя, а при определенных условиях — и для арендатора;
- лизинг может быть и более дорогостоящим, чем банковский кредит на покупку такого же имущества. Поэтому исключительно важное значение имеют расчет уровня и график выплаты лизинговых платежей.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Онкольный кредит** — краткосрочный кредит, предоставляемый фирме-заемщику без указания срока его использования с обязательством заемщика погасить его по первому требованию кредитора. Этот кредит подлежит возврату в фиксированный срок после поступления официального уведомления от кредитора.

**Контокоррентный кредит** — кредит, при предоставлении которого банк открывает фирме-заемщику специальный счет-контокоррент. На этом счете учитываются одновременно как кредитные, так и расчетные операции заемщика. По контокоррентному счету заемщик пользуется кредитом в пределах заранее установленного лимита.

**Ролловерный кредит** — долгосрочный кредит с периодически пересматриваемой процентной ставкой.

### Контрольные вопросы и задания

1. Каковы особенности и условия использования факторинга в международных операциях кредитных учреждений?
2. Приведите классификацию и виды факторинговых операций.
3. Проанализируйте практику реализации факторинговых операций.
4. Раскройте экономическое содержание форфейтинга, его преимущества и недостатки, применение в международной практике.
8. Каков порядок реализации форфейтинговых операций?
5. В чем состоит отличие факторинга от форфетирования?
6. В чем заключается сущность лизинга как формы кредитования внешнеэкономической деятельности? Каковы преимущества и сложности осуществления лизинговой операции?

7. Каковы основные виды лизинга? Укажите особенности их применения в международной практике.

8. Проанализируйте практику реализации лизинговой сделки.

9. Опишите лизинговую схему.

## Практические задания

1. Проанализируйте преимущества и недостатки банковского кредитования во внешнеэкономической деятельности.

2. Экспортер, продающий товар на сумму 120 000 USD, соглашается принять оплату в виде равных платежей с полугодовым интервалом. В этой связи достигнута договоренность о выпуске на всю сумму долга 10 соло-векселей, которые экспортер намеревается продать форфейтинговой компании с дисконтом 8% годовых.

Рассчитайте дисконт всей серии векселей в целом и сумму к выплате экспортеру.

3. Внешнеторговое объединение заключило с факторинговой фирмой договор на факторинговое обслуживание на сумму 1,5 млн USD. В соответствии с условиями договора авансовые платежи по предварительной оплате счетов-фактур составляют 80% суммы счета. Комиссионное вознаграждение за факторское обслуживание определено в размере 3% годовых суммы оборота счетов. Поступление платежей от дебиторов происходит по следующему графику: 500 тыс. через 30 дней, 700 тыс. через 20 дней и остаток через 10 дней. Процентная ставка по банковскому кредиту – 12% годовых.

Рассчитайте сумму дохода факторинговой фирмы от облуживания внешнеторгового объединения. Укажите преимущества, которые получает внешнеторговое объединение при факторинговом обслуживании.

4. Машиностроительное предприятие обратилось в лизинговую компанию с просьбой предоставить в аренду оборудование стоимостью 5 млн USD сроком на 5 лет. Срок возможной эксплуатации данного оборудования – 7 лет. Норма амортизации оборудования подобного типа – 10% в год. При расчете арендной платы лизинговая компания исходит из лизингового процента, равного 20% годовых. Процентная ставка по среднесрочным кредитам составляет 12%. Текущие расходы в стоимости затрат лизинговой компании – 3%. Арендные платежи будут уплачиваться ежеквартально.

По условиям договора первый лизинговый платеж будет уплачен авансом.

По окончании срока лизинга предусмотрена продажа оборудования лизингополучателю по остаточной стоимости.

Требуется:

1) определить вид лизинга, который может предоставить лизинговая компания;

2) рассчитать сумму арендных платежей.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Проблемы кредитования основного и оборотного капиталов в международной практике.

2. Целесообразность использования современных нетрадиционных форм кредитования.

3. Особенности функционирования мирового рынка лизинга на современном этапе.

4. Особенности использования факторинга в международных операциях банка.

5. Международная практика осуществления форфейтинговых операций на современном этапе.

6. Перспективы применения операций кредитного характера в сфере финансирования внешнеэкономической деятельности России.

## Литература

*Антонов, В. А.* Международный финансовый бизнес: сущность, участники и рынок как экономическая среда // Мировая экономика и международный бизнес : учебник / колл. авт. ; под общ. ред. В. В. Полякова и. Р. К. Щенина. — 5-е изд., стер. — М. : КноРус, 2009.

Банковское дело / под ред. О. И. Лаврушина. — М. : Финансы и статистика, 2005.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. — М. : Финансы и статистика, 2008.

*Павлов, В. В.* Кредитование внешнеэкономической деятельности / В. В. Павлов, И. П. Хоминич. — М. : ФБК-ПРЕСС, 1998.

Положение ЦБ РФ от 31 августа 1998 г. № 54-П «О порядке предоставления (размещения) кредитными организациями денежных средств и их возврата (погашения)».

*Смитиенко, Б. М.* Международный бизнес : учеб. пособие. — М. : Финансовый ун-т, 2011.

Федеральный закон от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О лизинге».

## Периодические издания

Журналы «Банковское дело», «Банковские услуги», «Международный бизнес России», «Деньги и кредит».

# Глава 10
# МИРОВОЙ КРЕДИТНЫЙ РЫНОК

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• масштабы и значение современного рынка капиталов;

• эволюцию мирового рынка капиталов;

***уметь***

• анализировать факторы и тенденции развития мирового рынка капиталов, а также роль промышленно развитых стран в создании региональных и финансовых центров концентрации спроса и предложения на ссудный капитал;

***владеть***

• техникой операций с основными инструментами мирового рынка ссудных капиталов.

## 10.1. Мировой кредитный рынок: сущность и структура

Важным механизмом международного движения капиталов является мировой рынок ссудных капиталов. Выход на него связан с необходимостью получения дополнительных ресурсов государством и частными корпорациями, которые невыгодно или невозможно взять на национальных рынках. Многообразие кредитных основных и производных инструментов, представленных на мировом рынке капиталов, дает возможность всем субъектам международных кредитных отношений не только получать прибыль, но и сохранять финансовые ресурсы от обесценения, вложив их в надежные активы. Исторически мировой рынок ссудных капиталов возник на базе международных операций национальных рынков ссудных капиталов. Затем по мере интернационализации хозяйственных связей и развития международного кредита формировались региональные рынки ссудных капиталов. Первостепенная роль в этом процессе принад-

лежала промышленно развитым странам, ссудные капиталы которых все больше становились интегрированной частью мирового рынка ссудных капиталов, т.е. теснее сращивались с региональными и мировым рынком. Мировой рынок ссудных капиталов возник на базе национальных рынков таких развитых стран, как США, Англия, Франция, Германия, Швейцария, на территории которых были сформированы система и механизм перелива капиталов в масштабах всего мирового хозяйства.

Динамичное развитие современного мирового рынка ссудных капиталов относится к началу 1960-х гг. До этого рынок был парализован в результате мирового экономического кризиса 1929—1933 гг., Второй мировой войны, введения системы валютных ограничений в ряде стран и оставался неликвидным. В этот период рынок развивался медленно и преимущественно как мировой денежный рынок, на котором в основном осуществлялись краткосрочные операции (сроком до года). Такое положение было связано: с неустойчивостью валютных курсов, вводимыми ограничениями на движение капитала, которые сделали наиболее предпочтительной формой хранения денежных средств краткосрочные вклады. В результате рынок оказался перенасыщенным краткосрочными капиталами в ущерб долгосрочным, что привело к появлению так называемых горячих денег, блуждающих по миру в поисках спекулятивного приложения.

В то же время спрос на средне- и долгосрочные ссуды оставался высоким. Пролонгация ссуд способствовала активизации мирового рынка ссудных капиталов. В конце 1960-х гг. темпы его развития увеличились, а в 1970-х — 1990-х гг. масштабы рынка ссудных капиталов стали огромными. Основные потоки денежных ресурсов распределялись между развитыми государствами. Этому способствовали, помимо наличия относительного избытка капитала, политическая стабильность и предоставление государственных гарантий на репатриацию капиталов и прибылей. Начиная с 1970-х гг. доступ к мировым источникам капитала получили развивающиеся страны, а позднее и страны с переходной экономикой. Начиная с 1980-х гг. наиболее динамично развивающимся сегментом мирового рынка ссудного капитала становится рынок средне- и долгосрочных ценных бумаг. С 1990-х гг. рынок ссудных капиталов по существу превратился в определяющий фактор глобализации мировой экономики. Основу функционирования международного

рынка ссудных капиталов составляет еврорынок, на котором операции осуществляются в евровалютах в экстерриториальных центрах.

*Мировые центры денежных рынков* — места сосредоточения и обращения крупных международных краткосрочных капиталов и масштабного проведения разнообразных операций с ними. Именно они становятся фундаментом функционирования мирового рынка ссудных капиталов. Основу инфраструктуры мировых центров составляют национальные и транснациональные банки, как правило, тесно связанные с крупнейшими биржами, оперирующими кредитными инструментами. Важное значение имеют также крупные брокерские конторы и инвестиционные фонды. Эта финансовая инфраструктура дополняется информационной (консалтинговые агентства, организации, занимающиеся составлением листинга, и т.д.). Исторически мировые центры возникли на базе национальных рынков ссудного капитала. До Первой мировой войны доминировал Лондон, что было обусловлено высоким уровнем развития экономики Великобритании, ее широкими торговыми связями с другими странами, относительной устойчивостью фунта стерлингов, развитой кредитной системой страны. Капиталы из разных стран концентрировались на лондонском рынке, который кредитовал значительную долю международной торговли. Средством краткосрочного кредитования внешней торговли служил «стерлинговый вексель», акцептованный в Лондоне. Около 80% международных расчетов осуществлялось в фунтах стерлингов. По окончании войны мировым центром ссудных капиталов стали США, которые удерживали эту монопольную позицию до 1960-х гг., хотя Лондон продолжал играть важную роль в международных валютных, кредитных и финансовых операциях.

В 1960-х гг. монопольное положение США как мирового центра ссудных капиталов было подорвано возникновением новых центров в Западной Европе и Японии. Для повышения конкурентоспособности и рейтинга национальных банков, занимающихся международными операциями, промышленно развитые страны провели дерегулирование их деятельности, постепенно отменив ограничения, прежде всего валютные. США первыми в середине 1970-х гг. начали либерализацию национальных кредитных рынков. В 1978—1986 гг. постепенно были отменены ограничения на выплату процентов по депозитно-ссудным операциям, введены

проценты по вкладам до востребования. В 1984 г. отменен 30%-ный налог на доход по облигациям, выпущенным в США и принадлежащим нерезидентам. С конца 1981 г. в США действует свободная банковская зона, в пределах которой иностранные банки освобождены от американского налогообложения и банковской регламентации. Либерализация деятельности американских банков, их концентрация дали толчок развитию финансовых инноваций, секьюритизации. Мировой рынок ссудных капиталов постоянно растет, увеличиваются количество используемых инструментов и их объем. Если в 1986 г. европейский денежный рынок составлял 44,5 млрд долл. США, в 1996 г. — 834,1 млрд долл., то в 2001 г. — 2133,5 млрд долл., а в 2011 г. приблизился к обороту в 12 673 млрд долл.

Основными операторами современных мировых денежных центров выступают крупные транснациональные банки, сосредоточенные в Лондоне, Токио, Нью-Йорке, Париже, Цюрихе, Франкфурте-на-Майне, Люксембурге, Сингапуре, Гонконге. Исторически Токийский и Нью-Йоркский центры сложились как относительно универсальные рынки, тогда как другие мировые центры отличаются специализацией. Лондон связан прежде всего с рынками евровалютных операций и ценных бумаг. Цюрих предоставляет наиболее надежные варианты инвестиций капитала и является вторым после Лондона ведущим рынком золота. Люксембург выделяется своей фондовой биржей и как центр долгосрочных инвестиций. На его долю приходится около 1/4 всех евровалютных кредитов. Сингапур играет роль главного фондоаккумулирующего рынка Азиатско-Тихоокеанского региона. В Гонконге (КНР) сосредоточен центр международного синдицированного кредитования.

Мировой рынок ссудных капиталов имеет два сегмента:

• первичный рынок, на котором осуществляется эмиссия кредитных инструментов непосредственно эмитентами или через посредников;

• вторичный — рынок купли-продажи уже обращающихся инструментов. Процедура размещения кредитных инструментов на первичном рынке через посредников называется *андеррайтингом*. В роли посредника-андеррайтера может выступать брокер или инвестиционный банк. Как правило, инвестиционный банк гарантирует эмитенту размещение всего нового выпуска инструментов или оговоренной части. Доход андеррайтера складывается за счет

спреда — разницы между ценой эмитента и ценой андеррайтера, по которой инструменты предлагаются инвесторам.

Операционный механизм мирового рынка ссудных капиталов работает следующим образом. Для расчетов по сделкам используется электронная система межбанковских клиринговых платежей (СВИФТ — SWIFT). Эта организация управляет самой эффективной частной сетью телекоммуникаций в мире, к которой подключено более 5 тыс. учреждений. С помощью нескольких десятков региональных узлов и двух суперкомпьютеров в засекреченных пунктах вблизи Амстердама и Вашингтона СВИФТ ежегодно обрабатывает свыше 500 млн платежных поручений по всему миру. Только здесь, пользуясь кодами на уровне военных стандартов, банки обмениваются между собой и клиентами соглашениями, имеющими юридическую силу. Лишь после двойного подтверждения СВИФТ-сообщения имеет место реальная сделка в виде дебетов и кредитов по различным счетам. Например, кредиты в иенах не покидают Японии, а просто меняют владельцев на счетах зарегистрированных банков. Торговля ограничивается учреждениями с высокой кредитоспособностью. Сделки заключаются без соблюдения формальностей и без заключения предварительного контракта. Операции совершаются в течение нескольких минут, что подтверждается с помощью телекса всеми их участниками. Кредитная сделка на мировом денежном рынке является бланковой, т.е. не имеет обеспечения.

Мировой рынок ссудных капиталов развивается менее динамично, чем валютный или финансовый рынки. В основном он используется инвесторами как вспомогательный механизм при необходимости решения краткосрочных проблем в рамках долгосрочно выстроенной инвестиционной стратегии на других рынках. Поэтому инструментарий рынка ссудных капиталов имеет четко ограниченную сферу использования, очерченную сроком и спросом со стороны участников кредитных отношений. Основными инструментами мирового денежного рынка являются депозитные сертификаты, евровекселя и банковские акцепты.

Современный рынок ссудного капитала функционально делится на три взаимосвязанных сектора:

- рынок краткосрочных капиталов, или денежный рынок; с конца 1950-х гг. возник рынок евровалют;
- рынок среднесрочных и долгосрочных капиталов; с конца 1960-х гг. сформировался рынок еврокредитов;

• рынок ценных бумаг, который отличается тем, что денежные ресурсы на нем привлекаются посредством выпуска и купли-продажи ценных бумаг различных типов и сроков действия. Он подразделяется на рынки облигационных займов, коммерческих векселей и других ценных бумаг; с 1970-х гг. сформировался рынок евробумаг (рис. 10.1).

*Рис. 10.1.* **Структура современного рынка ссудных капиталов**

В основе мирового рынка ссудных капиталов лежат кредитные отношения. Расширение международных кредитных отношений, а с ними и мирового рынка ссудных капиталов происходило параллельно с эволюцией банковского дела и ростом мобильности капиталов. Развитие мирового рынка ссудных капиталов происходило волнообразно в зависимости от динамики процессов в мировой экономике. Кредит как одна из составляющих экономического развития и источник финансирования проектов в разных странах наиболее активно был востребован в период инвестиционных бумов. Важными факторами развития мирового рынка ссудных капиталов стали глобальная финансовая либерализация, товарное перепроизводство, новые технологии и низкие процентные ставки.

*Глобальная финансовая либерализация,* начало которой приходится на 1970-е гг., создала условия для развития и распространения международных кредитных отношений без ограничений. К концу 1995 г. страны с переходной (трансформируемой) экономикой также полностью открыли свои финансовые системы для иностранного капитала. Активная приватизация способствовала глубокой интеграции этих стран в мировую экономику, что повысило их привлекатель-

ность для международного кредита. Значительную поддержку глобальной финансовой либерализации оказали международные организации. Например, ВТО включила условие финансовой либерализации в соглашения по финансовым услугам в 1997 г., и к марту 1998 г. 70 стран — членов ВТО присоединились к этому документу. Статья VIII Устава МВФ декларирует условия конвертируемости валютных операций по текущему счету платежного баланса, и в 1970 г. под этой статьей подписались 35 стран, в настоящее время — более 140.

С начала 1980-х гг. многие развивающиеся страны столкнулись с проблемой *товарного перепроизводства* как следствием слабого присутствия на мировых товарных и финансовых рынках. Страны Юго-Восточной Азии решили эту проблему, переориентировав свои экономические системы с производства на финансовый сектор. Увеличение инвестиций в финансовый сектор потребовало дополнительных кредитных ресурсов, которые стали доступными на мировом рынке ссудных капиталов.

*Новые технологии*, особенно в сфере коммуникаций, значительно повысили скорость передачи финансовой информации, способствуя развитию мирового рынка ссудных капиталов. Развитие мирового рынка ссудных капиталов не в последнюю очередь обусловлено разницей *процентных ставок*. Низкие ставки в развитых странах по сравнению с развивающимися государствами стимулировали инвесторов к поиску альтернативных рынков для вложения своих капиталов. Так, если процентные ставки по казначейским облигациям США варьировались в 1980-е — 1990-е гг. от 4 до 5%, то долгосрочные процентные ставки в Японии ранее были (наверное, самые низкие в мире) менее 1%. Таким образом, процентная политика развитых стран способствовала миграции международного кредита в страны с более высокими процентными ставками.

Каждый прилив международного кредитования имел заметные последствия как для национальных хозяйств, так и для мировой экономики в целом. Во-первых, волны международного кредита сопровождались банковскими инновациями и изменениями в структуре кредитных систем. Во-вторых, международные кредиты увеличивали денежную массу в стране, что способствовало динамичному экономическому развитию стран, регионов и в целом мирового сообщества. В-третьих, экономический рост, сопровождавшийся инфляцией и доступностью финансовых ресурсов, повышал инвестиционные аппетиты и приводил к спекуляциям. В-четвертых, спекулятивные операции повышали

риск невозврата кредита, создавали условия для долговых кризисов, сокращая тем самым международное кредитование и сворачивая международные рынки ссудных капиталов.

*Мировой денежный рынок* — это механизм мобилизации и распределения краткосрочных ссуд (от 1 дня до 1 года), с помощью которого осуществляется движение ссудного капитала между странами. Вместе с тем денежный рынок — это прежде всего рынок межбанковских операций с излишками ликвидных средств, где каждый банк в зависимости от своей кассовой позиции имеет возможность покрыть дефицит в наличности или избавиться от ее излишков. Банки предоставляют друг другу займы в ликвидной форме — в виде либо обычных ссуд, либо ссуд, обеспеченных государственными или частными ценными бумагами. Денежный рынок — это виртуальный рынок, который функционирует с помощью системы средств связи, соединяющей участников рынка со специализированными посредниками, которые помогают продавцам и покупателям найти друг друга. Ежедневный оборот денежного рынка — 100 млн USD.

Денежный рынок следует отличать от рынка капиталов, который представляет собой рынок долгосрочных кредитных операций. На денежном рынке ссудный капитал выступает не столько как капитал, сколько как сумма покупательных и платежных средств, а на рынке капиталов ссужаемая сумма — не столько деньги, сколько капитал (табл. 10.1).

*Таблица 10.1*

**Отличия мирового денежного рынка и мирового рынка капиталов**

| Критерии | Мировой денежный рынок | Мировой рынок капиталов |
|---|---|---|
| Форма экспорта капитала | В виде денег (депозитов), т.е. международного покупательного и платежного средства | В виде самовозрастающей стоимости — банковские кредиты и займы |
| Сроки кредитов | Краткосрочный характер (до 1 года) | Среднесрочный и долгосрочный характер (более 1 года) |
| Цель кредитов | Для пополнения оборотных средств | Для пополнения основного капитала |
| Сфера применения кредита | Обслуживание сферы обращения международной торговли | Обслуживание процесса расширенного производства |

Важное значение в разделении денежного рынка и рынка капиталов имеет используемый на них инструментарий. Если денежный рынок насыщен векселями, акцептами, депозитными сертификатами, то рынок капиталов более неоднороден. Он напрямую связан с рынком финансовых инструментов, например облигационными займами, и поэтому иногда называется финансовым рынком. Ввиду этого наше внимание будет уделено технике проведения операций на мировом денежном рынке, на рынке среднесрочных и долгосрочных кредитов, а рынок ценных бумаг будет проанализирован в главе 12. Для предоставления краткосрочных операций часто используются операции РЕПО. Кроме того, косвенно рынок капиталов связан с ипотечным рынком (если кредиты выдаются под недвижимость). Вмешательство финансовых активов в краткосрочные операции на денежном рынке несколько ограничено, поэтому иногда рынок ссудных капиталов отождествляется с денежным рынком. Вместе с тем механизм трансформации краткосрочных кредитов в долгосрочные (как правило, с помощью банковских и государственных гарантий) способствует стиранию границ между денежным и финансовым рынками.

Главными участниками денежного рынка США являются:

- Казначейство США, которое выпускает краткосрочные казначейские векселя для финансирования дефицита, возникающего в период до получения налоговых поступлений;
- Федеральная резервная система, которая традиционно держит более 75% своих финансовых активов в форме государственных облигаций. Будучи финансовым агентом Казначейства, ФРС распространяет государственные облигации на первичном рынке, тем самым проводя монетарную политику в стране;
- дилеры государственных ценных бумаг, которые приобретают государственные облигации у ФРС и продают их покупателям на рынке;
- коммерческие банки – крупнейшие участники денежного рынка. Они выпускают более 80% всех депозитных сертификатов, и на них приходится около 60% сделок РЕПО;
- нефинансовые корпорации. Они играют важную роль на рынке ссудных капиталов США, обслуживая до 25% коммерческих бумаг.

Структура вексельных рынков в различных странах схожа с принятой в США, однако рынки имеют и свои особенности. В Великобритании, например, учетные дома

являются посредниками на денежном рынке между правительством и коммерческими (клиринговыми) банками. Эти организации приобретают векселя Казначейства Великобритании, берут займы у Банка Англии, покупают депозитные сертификаты, а затем перепродают их на вторичном рынке. Используя учетные дома, Банк Англии проводит монетарную политику путем купли-продажи казначейских и коммерческих векселей. Аналогичную модель денежного рынка (с учетными домами в качестве посредников) имеют Сингапур и Нигерия. Правительство Японии выдало лицензии шести компаниям, которые выступают посредниками на всех секторах рынка ссудных капиталов, кроме сделок РЕПО. Эти шесть негосударственных компаний реализуют монетарную политику Банка Японии на денежном рынке, а также служат посредниками при межбанковской торговле.

*Мировой рынок среднесрочных и долгосрочных кредитов* — это финансово-экономический механизм международного перелива среднесрочных и долгосрочных кредитов. Данные кредиты охватывают период от 1 года до 15 лет. Различия между краткосрочными и среднесрочными кредитами постепенно утрачивают значение, так как на практике краткосрочные кредиты трансформируются в средне- и долгосрочные займы.

С конца 1970-х гг. наиболее стремительно растущим сегментом международного рынка ссудных капиталов стал именно мировой рынок средне- и долгосрочных ценных бумаг. На этом рынке активный рост продолжался и в 1980-е гг., когда банки переживали проблемы, связанные с мировым долговым кризисом. Бурный рост мирового рынка ценных бумаг связан с процессом *секьюритизации* кредитных отношений. Данный механизм стал использоваться банками с целью организации привлечения средне- и долгосрочных средств через выпуск долговых обязательств и отразил стремление крупных кредиторов к диверсификации инвестиционных рисков, снижению риска заемщика и улучшению качества портфельного инвестирования. Преимущества секьюритизации по сравнению с традиционными формами привлечения средств заключаются в том, что первая предполагает выпуск новых долговых обязательств, своего рода «обязательств под обязательства», позволяющих избавиться от рисков дебиторов и дающих возможность привлечения дополнительных ресурсов для оплаты своих обязательств, а также возможность получения заемщиками

доступа к кредитным ресурсам на рынке капиталов. Ценные бумаги стали рассматриваться как более выгодное капиталовложение, чем традиционное кредитование, так как оно не привязывает финансово-кредитный институт неизменно к одному заемщику. В результате в банковской сфере произошли существенные изменения: сократилась доля депозитов в пассивах банков с одновременным ростом количества ценных бумаг, а также снизилась доля кредитов в активах банков за счет увеличения вложений в ценные бумаги.

*Рынок еврокредитов* — это часть мирового рынка ссудных капиталов, на которой осуществляются кредитные операции в евровалютах. Он возник и развивался параллельно с рынком евровалют с середины XX в. Главными участниками этого рынка выступают банки, которые занимаются депозитно-ссудными операциями с долларом, евро, иеной, фунтом стерлингов и т.д. Межбанковскую евроторговлю ведут преимущественно банки развитых стран. Кроме банков участниками рынка еврокредитов являются центральные банки, казначейства, денежные брокеры и крупнейшие корпорации. Основными инструментами рынка еврокредитов являются синдицированные займы, краткосрочные коммерческие векселя, а также среднесрочные простые векселя.

Структура еврокредитного рынка определяется тем, что он подразделяется на три взаимосвязанных сектора:

1) евроденежный рынок, т.е. рынок краткосрочных еврокредитов;

2) рынок среднесрочных банковских еврокредитов;

3) рынок евробумаг, или еврозаймов.

Основную часть еврокредитов предоставляют международные консорциумы (синдикаты) банков.

*Стоимость еврокредита* включает проценты и различные комиссии. Специфика процентных ставок заключается в том, что они не фиксируются, а ежеквартально или раз в полгода корректируются в соответствии с рыночными ставками. Ставки еврорынка включают в качестве переменной Лондонскую межбанковскую ставку (Либор), по которой лондонские банки предоставляют краткосрочные необеспеченные ссуды (до 1 года) в евровалюте первоклассным банкам с размещением у них соответствующих депозитов, а в качестве постоянного элемента — надбавку «спред», т.е. премию за банковские услуги. Ее уровень колеблется от 0,75 до 3%.

Процентные ставки по еврокредитам обычно ниже ставок по иностранным (отечественным) банковским кредитам. Это обусловлено:

а) отсутствием резервных требований на евродепозиты;

б) отсутствием платежей комиссионных по страхованию депозитов;

в) отсутствием необходимости для евробанков кредитовать определенных заемщиков по ставкам ниже рыночных (что увеличивает доходы банков);

г) известностью большинства заемщиков на еврорынке (что снижает издержки сбора информации и кредитного анализа для банков);

д) предоставлением евровалютных займов в крупных суммах, что позволяет (в результате эффекта экономии на масштабах) устанавливать низкие маржи, снижает операционные издержки (в силу того что кредиты стандартизированы и осуществляются посредством использования телефона или телекса);

е) предоставлением еврокредитов филиалами евробанков, расположенными в «налоговых гаванях», что обеспечивает дополнительные доходы этим банкам.

Реальная возможность выхода на еврокредитный рынок в качестве суверенного заемщика появилась у Российской Федерации в 1996 г. Затем в течение 1,5 лет Россия разместила девять выпусков еврооблигаций в долларах, немецких марках и итальянских лирах, в том числе и наиболее долгосрочные 30-летние облигации с погашением в 2028 г. Летом 1998 г. было выпущено еще две серии облигаций по добровольному обмену ГКО—ОФЗ на сумму около 6,5 млрд долл. (с погашением в 2005 и 2018 гг.). Помимо государства в качестве официальных заемщиков на еврооблигационном рынке выступили российские субъекты Федерации: Москва, Санкт-Петербург, Нижегородская область. Главное достоинство еврооблигаций — их надежность. Наиболее ликвидные бумаги в данном секторе рынка: Мобильные Телесистемы — облигации, номинированные в долларах США, Сибнефть — облигации, номинированные в долларах США, Газпром — облигации, номинированные в долларах США, Газпромбанк — облигации, номинированные в евро, и т.д. В данном сегменте рынка есть свои особенности для отечественных инвесторов: практически все корпоративные российские еврооблигации эмитируются посредством компаний — нерезидентов Российской Федерации. Например, Роснефть, МТС эмитировали еврооблигации в Люксем-

бурге. Чаще всего эмиссии регистрируются на офшорные фирмы. Это обусловлено требованиями листинга на западных фондовых рынках. Еще одна особенность зарубежной эмиссии российских корпоративных еврооблигаций заключается в том, что, согласно инструкциям ЦБ РФ, при инвестировании в бумаги, эмитированные в офшорных зонах, банку необходимо создавать резерв (50%). Поэтому с еврооблигациями работают в основном крупные банки.

С 1 октября 2002 г. торги по еврооблигациям в России проводятся ежедневно. Сделки с еврооблигациями можно заключать во всех режимах торгов на ММВБ как с полным предварительным обеспечением, так и без, со сроками исполнения обязательств от 1 до 30 календарных дней после даты заключения сделки на бирже. Стандартные лоты по еврооблигациям установлены на уровне 1000 долл. по номиналу. Расчеты по результатам торгов с еврооблигациями осуществляются после проведения клиринга на ММВБ с обязательным контролем соблюдения принципа «поставка против платежа».

## 10.2. Инструменты современного мирового рынка ссудных капиталов

Как известно, важнейшая функция рынка — ценообразующая. Для того чтобы понять, как реализуется данная функция на мировом рынке ссудных капиталов, выделим из большого многообразия инструментов на этом рынке три группы, под которые подпадают все виды инструментов. В соответствии со сложившейся практикой котировки все инструменты разделяют на следующие категории (рис. 10.2).

### 10.2.1. Купонные инструменты

**Купонные инструменты** — это инструменты денежного рынка, по которым держатель (или кредитор) регулярно в течение всего срока получает процентные выплаты. Некоторые инвестиционные инструменты, такие как *депозитные сертификаты,* выпускаются с купоном. Это означает, что эмитент обещает возвратить инвестору номинальную стоимость финансового инструмента (т.е. сумму, инвестированную вначале) плюс величину процентного дохода в соответствии с фиксированной ставкой (купонной ставкой) или каким-то другим показателем, задаваемым перед началом эмиссии.

*Рис. 10.2.* **Структура инструментов рынка ссудного капитала**

Депозит денежного рынка используется на межбанковских рынках. Распространены в основном депозиты двух типов: *срочный* — депозит с фиксированной процентной ставкой и сроком; *до востребования* — депозит, ставка и срок которого могут меняться или который может быть погашен по требованию через определенное число рабочих дней после предоставления уведомления.

Основной инструмент мирового рынка ссудных капиталов — *депозитный сертификат* (certificate of deposit, CD) — свидетельство размещения срочного депозита в банке. При использовании срочного депозита депонент вкладывает средства на определенный период времени под процент. Депозитные сертификаты различаются по срокам: суточные, месячные, трехмесячные, шестимесячные, годовые. По истечении срока средства могут быть получены немедленно или в течение двух рабочих дней. Депозитные сертификаты, как правило, номинированы в долларах США, фунтах стерлингов, японских иенах и евро. При выпуске депозитного сертификата на нем указываются объем депозита, дата истечения, процентная ставка и условия начисления. В 1961 г. *Citibank* выпустил первые такие сертификаты в 100 тыс. долл. США и в более крупных круглых номиналах. С 1966 г. депозитные сертификаты, номинированные в долларах, вышли за пределы США и стали обращаться еще и в Лондоне. В 1968 г. появился первый сертификат в фунтах стерлингов, а в 1970-х гг. сертификаты стали номинироваться в местных валютах (например, в 1975 г. в Сингапуре, в 1977 г. в Гонконге). Первый передаваемый депозитный сертификат в иенах появился в 1979 г. При заключении сделки по межбанковскому депозиту заемщик и кредитор должны зафиксировать следующие ее условия (табл. 10.2).

*Таблица 10.2*

**Спецификация депозитного сертификата**

| Дата сделки | Дата заключения сделки |
|---|---|
| Дата валютирования | Начало заемного периода. В этот день кредитор поставляет заемщику основную сумму сделки. С этого момента начинают начисляться проценты по депозиту |
| Срок погашения | Конец заемного периода. В этот день заемщик возвращает кредитору основную сумму и выплачивает начисленный процент. Последним днем периода, в течение которого начисляются проценты, является день перед сроком погашения |

*Окончание табл. 10.2*

| Дата сделки | Дата заключения сделки |
|---|---|
| Процентная ставка | Согласованная ставка, выраженная как процент в годовом исчислении. Она также может называться *доходностью* |
| Годовая база | Число дней в году для расчета процента. В большинстве стран мира годовая база составляет 360 дней, т.е. считается, что в году 360 дней. В таких странах, как Канада, Ирландия, Сингапур, Гонконг, Бельгия и Великобритания, годовая база составляет 365 дней |
| Валюта | Валюта депозита |
| Сумма | Сумма депозита |
| Банк, привлекающий средства | Банк-заемщик. Депозит отражается в пассиве баланса банка |
| Банк, размещающий средства | Банк-кредитор. Депозит отражается в активе баланса банка |
| Платежные инструкции | Точные реквизиты банка, привлекающего средства, для перечисления основной суммы на дату валютирования и банка, размещающего средства, для перечисления основной суммы и процентов при наступлении срока погашения |
| Метод сделки | Метод осуществления сделки (прямой, через брокера и т.п.) |
| Подтверждение | Распечатка проверенных условий сделки, направляемая каждым из контрагентов друг другу |

Процентный платеж по депозиту рассчитывается с учетом *основной суммы депозита* (*P*); согласованной *процентной ставки (R)*, выраженной в виде десятичной дроби; *годовой базы (B)* — 360 или 365 дней и *числа дней (N)* заемного периода. Формула для расчета выглядит следующим образом:

$$I = \frac{P \cdot R \cdot N}{B \cdot 100}.$$

Процент по депозиту, срок которого не превышает 12 месяцев, выплачивается только при наступлении срока. По займам большей продолжительности проценты выпла-

чиваются регулярно через равные промежутки времени, обычно раз в полгода.

Купонные инструменты имеют две стоимости:

• текущую стоимость (present value – PV) – обоснованную рыночную стоимость в какой-либо момент до наступления срока;

• будущую стоимость (future value – FV) – суммарную стоимость выплаты при наступлении срока, включая процент:

$$FV = P \cdot \left[1 + \left(\frac{R \cdot N}{B \cdot 10}\right)\right]$$

*База денежного рынка*: ACT/360

Фактическое число календарных дней в периоде на продолжительность года, равную 360 дням (как на денежном рынке USD).

*Облигационная база*: ACT/365

Фактическое число календарных дней в периоде на продолжительность года, равную 365 дням (как на денежном рынке фунтов стерлингов)/ Иногда такая база называется *ACT/365-F* или *ACT/365-Fixed.*

*Облигационная база*: 30(E)/360

Соответствует еврооблигационному европейскому варианту базы 30/360. Считается, что в каждом году (даже високосном) 360 дней, а в каждом месяце – ровно 30 дней. Иногда эта база называется также 360/360.

*Облигационная база*: ACT/ACT

Период инвестирования принимается равным фактическому числу дней в периоде. Год принимается равным фактическому числу календарных дней в текущем купонном периоде облигации, умноженному на ежегодное число купонных выплат.

**Пример 1**

Если объявленная процентная ставка по депозиту на срок с 15 декабря 2012 г. по 1 июня 2013 г. составляет 10% при использовании базы ACT/365, то эквивалентная ей ставка для базы 30(E)/360 находится следующим образом:

$$10{,}00\% \cdot (168/365) \cdot (360/166) = 9{,}98\%.$$

Использование годовой базы не регламентировано международными договорами и по традиции используется в каждом государстве по своему усмотрению. Практику применения различных вариантов годовой базы в отдельных государствах см. в приложении 2.

Отметим, что процентный доход, выплачиваемый по депозиту при наступлении срока, является *простым процентом*. Сложные проценты, которыми иногда пользуются на рынках капиталов, предполагают увеличение основной суммы займа на выплаченный процент после каждого процентного периода.

Банки предпочитают распространять свои депозитные сертификаты напрямую клиентам, хотя часто и пользуются услугами дилеров для изменения предложения сертификатов на рынке, чтобы повлиять на процентную ставку. *Стоимость депозитного сертификата,* или процентная ставка, на первичном рынке определяется отделом казначейства банка. Процент, выплачиваемый по депозитному сертификату, зависит от таких факторов, как валюта сертификата, текущая процентная ставка по межбанковским депозитам и кредитное качество банка, предлагающего депозит. С крупными клиентами банки часто обсуждают стоимость депозитного сертификата, тем самым завязывая договорные отношения. Депозитный сертификат может продаваться также посредникам, покупателям вторичного рынка или иным участникам кредитных отношений. Тогда он называется *передаваемым депозитным сертификатом* (transferable certificate of deposit или negotiable certificate of deposit — NCD).

Каким образом назначается приемлемая цена за депозитный сертификат на вторичном рынке? Важнейшим критерием оценки депозитного сертификата на вторичном рынке является *доходность при погашении* (yield to maturity — YTM), которую называют также доходностью денежного рынка (money market yield — MMY).

Таким образом, доходность денежного рынка краткосрочных инвестиций равняется доходу от этих инвестиций, отнесенному к их номинальной сумме, и обычно выражается в виде годовой процентной ставки. Именно эта ставка непрерывно, т.е. в любой момент времени, объявляется рынком или подразумевается текущей рыночной ценой инвестиций, в отличие от купонной доходности, выплачиваемой эмитентом долгового обязательства и зависящей от купонной ставки и номинальной суммы инвестиций.

Для того чтобы можно было сравнивать стоимость депозитных сертификатов с процентными ставками по депозитам и другим инструментам, маркет-мейкеры котируют депозитные сертификаты по *доходности при погашении* (YTM, или MMY), а не по стоимости в денежном выражении.

Итак, *доходность при погашении* — это ставка дохода по инструменту, если его держат до наступления срока погашения. Однако краткосрочные инвесторы нередко ликвидируют свои позиции до наступления срока погашения. Таких инвесторов интересует так называемый доход в настоящее время. Продавая и покупая депозитный сертификат, маркет-мейкер не назовет его стоимость, он предложит двустороннюю котировку, например 6,92/6,87. Это означает, что он готов купить депозитный сертификат у вас (бид) за сумму, доходность которой составляет 6,92%, или продать вам (офер) сертификат за сумму, доходность которой равна 6,87%.

**Задача 1**

Банк дает следующую котировку по месячным (31 день) евродолларовым депозитам при годовой базе 360 дней: 6,6875–6,5625. Определите, какую общую сумму придется выплатить при наступлении срока, если вы привлечете 5 млн USD.

*Решение*

Вы покупаете кредит по ставке 6,6875.

Общая сумма при выплате кредита составит: 5 000 000 (1+ + (6,6875 · 31/100 · 360)) = 5 000 000 · 1,0057586 = 5 028 793 USD.

Таким образом, плата за кредит составит: 28 793 USD.

Для балансирования операций банк часто использует *операции РЕПО*. Это форма заимствования под обеспечение, осуществляемая в следующей последовательности.

1. Продавец в сделке РЕПО продает активы (обычно казначейские векселя) за наличные средства и одновременно принимает обязательство выкупить их в будущем по согласованной цене.

2. Помимо денежных средств продавец получает процентный доход в течение срока сделки по ставке, называемой ставкой РЕПО.

3. При наступлении срока погашения продавец выкупает казначейские векселя за наличные средства. В случае обратного РЕПО покупатель приобретает казначейские векселя за наличные средства и одновременно принимает обязательство продать их в определенную дату в будущем по согласованной цене. В течение срока сделки покупатель выплачивает продавцу процент по ставке РЕПО.

Сделка может основываться на конкретной сумме заимствуемых денежных средств или на конкретной номинальной стоимости ценных бумаг, используемых в качестве обеспечения. Первая часть сделки РЕПО обычно осущест-

ляется по текущей рыночной цене облигации плюс накопленный купонный доход. Однако может быть согласована и иная цена, или же сумма обеспечения может округляться, например, без учета экономических аспектов сделки, так как то же самое обеспечение вернется продавцу по завершении операции.

Какой бы ни была сумма одалживаемых средств на первом этапе сделки, на втором этапе используется та же сумма с учетом процентной ставки РЕПО, которая рассчитывается с учетом соответствующей базы денежного рынка; накопленный купонный доход по облигации на данном этапе не принимается во внимание.

**Пример 2**

Дилер заимствует денежные средства в евро под 4% посредством сделки на срок с 18 июля по 15 августа 2001 г. (28 дней), используя для этого принадлежащую ему облигацию номинальной стоимостью в 60 000 000 EUR. Эта облигация имеет следующие параметры.

Купон: 8,5% годовых (используется база ACT/ACT).

Дата выплаты по купону: 27 марта.

Чистая цена облигации на рынке: 108,95.

Накопленный купонный доход на 18 июля 2001 г. = 113/365 · · 8,5 = 2,631.

Грязная цена = 108,95 + 2,631507 = 111,581507.

Цена покупки = 60 000 000 · 111,581507/100 = 66 948 904,20 EUR.

Поток средств 18 июля 2011 г.

Облигация номиналом 60 000 000 EUR поступает покупателю.

Денежные средства на сумму 66 948 904,20 EUR поступают продавцу.

По окончании срока соглашения РЕПО продавец возвращает денежные средства с учетом процента, рассчитанного по ставке 4% годовых:

номинал плюс процентный доход = 66 948 904,20 · (1 + (0,04 · · 28/360)) = 67 157 189,68 EUR.

Поток средств 15 августа 2011 г.

Облигация номиналом 60 000 000 EUR возвращается продавцу.

Денежные средства на сумму 67 157 189,68 EUR поступают покупателю.

### 10.2.2. Дисконтные инструменты

Основную конкуренцию сегменту мирового денежного рынка депозитных сертификатов составляют векселя, главным образом евроноты, выпускаемые банками и коммерческими организациями.

Евровекселя — векселя в евровалютах — бывают несколь ких видов:

- с плавающей процентной ставкой (FRN — floating-rate notes);
- коммерческие краткосрочные евровекселя (ECP — euro commercial paper);
- среднесрочные евровекселя (EMTN — euro medium-term notes);
- евроноты (NIF — note issuance facilities, RUF — revolving underwriting facilities);
- казначейские векселя.

*Евровекселя с плавающей процентной ставкой* банковские учреждения начали выпускать в 1980-х гг. с целью расширения банковских услуг и получения дополнительного финансирования с мирового рынка ссудных капиталов. Срок действия евровекселей с плавающей ставкой может достигать 10 лет, но процент меняется каждые 90 дней в зависимости от изменения трехмесячной ставки LIBOR. Например, стоимость векселя равняется LIBOR (4,5%) плюс спред 1/8%. В течение 90 дней цена векселя может изменяться под воздействием рыночных сил спроса и предложения, но по истечении этого срока она возвращается к своей первоначальной стоимости LIBOR плюс спред. Инвестору предоставляется выбор: приобрести трехмесячный депозитный сертификат со ставкой, например, 4,3% или же евровексель с плавающей ставкой 4,625%. При этом инвестор осознает риск того, что, купив евровексель, он, возможно, не сможет реализовать его через три месяца по указанной стоимости. Поэтому разница стоимости с депозитным сертификатом, составляющая 0,325%, включает страховой резерв от падения цены и комиссии.

*Коммерческие краткосрочные евровекселя* представляют собой краткосрочные (до 9 месяцев) необеспеченные обязательства, выпускаемые, как правило, крупными и наиболее кредитоспособными корпорациями в евровалютах. Минимальный размер краткосрочных коммерческих евровекселей составляет 500 тыс. долл. Коммерческие евровекселя активно используются в США с 1960-х гг. В Европе они впервые появились в 1970-х гг. Организация рынка коммерческих евровекселей была связана с необходимостью американских компаний финансировать свои внешние инвестиции с помощью иностранных займов. Планировалось, что создание такого рынка станет альтернативой банковским заимствованиям. Однако инвесторы еврорынка сомнева

лись в качестве появлявшихся коммерческих евровекселей, поскольку компании-эмитенты были малоизвестны. Когда в 1974 г. американское правительство ввело ограничения по зарубежному финансированию компаний, рынок коммерческих евровекселей практически перестал существовать. Новая, уже успешная попытка создания рынка коммерческих евровекселей была предпринята в 1980-х гг. Стремясь стать независимыми от банковского кредитования, инвесторы решили диверсифицировать инвестиционный портфель небанковскими кредитными инструментами, которые обещали более высокие и стабильные доходы. Поводом для возобновления работы масштабного рынка коммерческих евровекселей стали действия рейтинговых агентств *Standard & Poor's Corporation (S&P), Moody's Investor Service* и *Fitch Investor Service*, которые повысили кредитные рейтинги коммерческих евровекселей. На рубеже 1990-х гг. активно заработали рынки коммерческих евровекселей в Германии, Франции, Японии и Великобритании. С целью повышения надежности коммерческих векселей нередко для переводного коммерческого векселя у надежного банка приобретается банковский акцепт.

*Среднесрочные векселя* представляют собой обязательства со сроком от 9 месяцев до 30 лет, но чаще всего используются векселя со сроком два-три года. Эмитентами являются крупные корпорации, а объемы выпуска колеблются от 100 млн долл. до 1 млрд долл. Впервые среднесрочные векселя были введены на внутреннем рынке США в 1978 г. компанией General Motors Acceptance Corporation. На мировой рынок они вышли в 1986 г. Тогда годовой объем торговли ими на европейском денежном рынке составлял 400 млн долл., к 2001 г. он вырос до 1,7 млрд долл. Эмитентами среднесрочных евровекселей стали государственные агентства и крупные транснациональные корпорации. Покупателями среднесрочных евровекселей являются государственные органы разных стран, а также международные финансовые организации, в частности Международная финансовая корпорация, входящая в Группу Всемирного банка, и Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР). Сформировавшийся на основе мирового рынка коммерческих краткосрочных евровекселей рынок среднесрочных евровекселей несколько расширил понимание рынка ссудных капиталов. Фактически этот новый рынок стал связующим звеном между денежным рынком и рынком капиталов, а операции на нем стали

трансформировать краткосрочные инструменты в средне- и долгосрочные.

Рынки краткосрочных и среднесрочных коммерческих евровекселей обратили на себя внимание международной банковской сферы, когда клиенты мирового денежного рынка стали предпочитать коммерческие евровекселя банковским займам. Чтобы не потерять своих клиентов, банки вышли на рынок коммерческих евровекселей. Для этого были созданы специальные программы по выпуску евронот (NIF&RUF).

*Евроноты в программе* NIF представляют собой краткосрочные коммерческие и банковские евровекееля, выпуск и гарантия которых, как правило, является прерогативой банковских синдикатов, а потому эти инструменты весьма надежны. Кроме того, все евроноты в программе NIF имеют наивысший кредитный рейтинг ведущих рейтинговых агентств. Высокий оборот и ликвидность евронот на вторичном рынке обеспечивают их привлекательность на мировом рынке ссудных капиталов.

*Евроноты в программе* RUF — один из видов евронот NIF. От последних они отличаются тем, что эмитентом евровекселя или его гарантом, предоставляющим займ, является не весь синдикат, а только один банк — глава синдиката. Он определяет банк-агент, который станет эмитентом, распространителем или гарантом евроноты.

Инструментарий мирового денежного рынка, помимо векселей коммерческих организаций и банков, включает векселя государственных органов власти отдельных стран — *казначейские векселя*. Самые популярные на мировом денежном рынке — векселя Казначейства США. Эмитентами являются также казначейства Великобритании, Сингапура, Гонконга и пр. Казначейские векселя могут выпускаться двумя способами: с помощью тендера на аукционе, где определяется цена векселя, или с помощью системы «тэп», когда выпускаются только те векселя, на которые есть высокий и устойчивый спрос на рынке. Инвесторы активно вкладывают свои средства в казначейские векселя как минимум по двум причинам. Во-первых, это надежные активы, гарантированные правительствами развитых стран, выполнение их обязательств не вызывает сомнения. Во-вторых, они являются высоколиквидными инструментами, и инвесторы спекулируют на процентных ставках и валютных курсах. Основными дилерами казначейских векселей на мировом рынке ссудных капи-

талов выступают Chase Securities Inc., Citicorp Securities Inc., Deutsche Bank Securities Corporation, Fuji Securities Inc., Goldman Sachs & Co, Lehman Brothers Inc., Merrill Lynch Government Securities Inc., J. P. Morgan Securities Inc., Morgan Stanley & Co Incorporated, Salomon Brothers Inc. и др.

*Казначейский вексель* (treasury bill) — основной вид краткосрочных обязательств государства. Выпускаются сроком на 3, 6 и 12 месяцев, обычно на предъявителя, не имеют процентных купонов. Реализуются преимущественно среди банков со скидкой с номинала, а выкупаются по полной нарицательной стоимости. Широко используются на межбанковском денежном рынке, являются одним из наиболее высоколиквидных активов; ставки по ним обычно значительно ниже, чем по другим денежно-кредитным инструментам.

Проанализируем котировку дисконтных инструментов на примере казначейского векселя. Дисконтные инструменты выпускаются и торгуются с дисконтом против номинальной стоимости, который связан с краткосрочной процентной ставкой. Это позволяет кредитору, покупающему инструмент с дисконтом, получить эквивалентный проценту доход при погашении этого инструмента по более высокой цене.

Покупатель казначейского векселя фактически предоставляет кредит правительству на срок действия такого векселя. При наступлении срока погашения правительство выплачивает заимствованные средства в размере номинальной суммы казначейского векселя. Казначейские векселя выпускаются центральными банками, т.е. кредиторами последней инстанции, и поэтому являются базой для определения процентных ставок по другим инструментам.

При наступлении срока погашения держатель казначейского векселя получает номинальную сумму этого инструмента, которую называют также *ценой погашения*. Таким образом, рыночную стоимость казначейского векселя определяет получаемый по нему процент, или *учетная ставка*, что соответствует доходу, приносимому ценной бумагой, отнесенному к ее номинальной стоимости, которая выплачивается при погашении ценной бумаги, — а не как отношение дохода к начальной сумме инвестиций. Рыночная стоимость казначейского векселя — это *текущая стоимость цены, выплачиваемой при погашении*. Другими словами, цена казначейского векселя равна цене погашения, дисконтированной по преобладающей на рынке учетной ставке. *Учетная ставка* обеспечивает альтернативный метод рыночной

котировки, используемый в отношении некоторых ценных бумаг (например, американских и английских казначейских векселей). Соответствует доходу, приносимому ценной бумагой, отнесенному к ее номинальной стоимости, которая выплачивается при погашении ценной бумаги, — а не как отношение дохода к начальной сумме инвестиций.

Расчетная цена казначейского векселя определяется по формуле

$$S = P \cdot \left[1 - \left(\frac{R \cdot N}{B \cdot 100}\right)\right],$$

где $S$ — расчетная цена векселя; $P$ — цена погашения; $R$ — учетная ставка; $B$ — годовая база; $N$ — срок действия векселя.

Покупатель казначейского векселя фактически предоставляет кредит правительству на срок действия такого векселя. При наступлении срока погашения правительство выплачивает заимствованные средства в размере номинальной суммы казначейского векселя.

Казначейские векселя выпускаются центральными банками, т.е. кредиторами последней инстанции, и поэтому являются базой для определения процентных ставок по другим инструментам.

Преобразовав формулу расчета цены, определим учетную ставку (%):

$$R = \left(\frac{P - S}{P}\right) \cdot \left(\frac{B \cdot 100}{N}\right).$$

**Задача 2**

Определите расчетную цену казначейского векселя США со следующими характеристиками за 50 дней до срока погашения.

Номинал — 100 000 USD; расчетная дата — 9 мая;
дата погашения — 28 июня;
учетная ставка — 8,12%;
годовая база — 360 дней.

В соответствии с формулой определим:

$$S = 100\,000 \cdot \left[1 - \left(\frac{8{,}12 \cdot 50}{360 \cdot 100}\right)\right] = 98\,872{,}22 \text{ USD}.$$

Расчетную цену можно представить также и в виде процента — 98,87% от номинала. Если учетная ставка остается постоянной, то с приближением срока погашения векселя (уменьшением числа $N$) его расчетная цена стремится к номиналу.

### 10.2.3. Кредитные деривативы

**Кредитный деривати**в — 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 деривати**в** — это инструмент, стоимость которого меняется при изменении базовой процентной ставки. По сути, деривати**в** представляет собой соглашение между двумя сторонами, согласно которому они принимают обязательство передать определенный актив в установленную дату в будущем по согласованной цене. При заключении соглашения о покупке деривати**в**а покупатель уплачивает продавцу комиссионные в различной форме (в виде биржевого депозита, премии за опцион).

К наиболее распространенным кредитным деривативам следует отнести соглашения о будущей процентной ставке (forward rate agreement — FRA), процентные фьючерсы, процентные свопы (interest rate swap — IRS), процентные опционы и опционы на процентные фьючерсы, опцион на соглашение о будущей процентной ставке (гарантия процентной ставки), своп-опцион.

*Соглашение о будущей процентной ставке* — это контракт между сторонами, фиксирующий процентную ставку по условиям будущего займа или депозита, которая начинает действовать в зафиксированные в контракте будущие даты. *Процентные фьючерсы* — это торгуемые на бирже соглашения о будущей процентной ставке со стандартным размером контракта и со стандартными сроками, расчеты по которым производятся наличными ежедневно в течение срока действия контракта.

*Опцион на процентный фьючерс* — это соглашение, согласно которому покупатель опциона, выплатив продавцу премию, получает право, но не принимает на себя обязательство купить или продать процентные фьючерсы на определенную сумму в установленную дату или до ее наступления по согласованной цене.

*Процентный своп* — это соглашение между сторонами об обмене процентными платежами по условной основной сумме в согласованные даты в течение всего срока действия соглашения.

*Своп-опцион* — это соглашение, согласно которому покупатель опциона, выплатив продавцу премию, получает право,

но не принимает на себя обязательство купить или продать процентный своп с согласованными условиями (процентная ставка, срок действия, сторона с фиксированной и плавающей ставкой) в установленную дату или до ее наступления.

Ведущими торговыми площадками процентных деривативов являются внебиржевой рынок долговых обязательств, CME (Чикагская товарная биржа) и CBOT (Чикагская срочная товарная биржа). Также деривативы обращаются на основных биржах тех или иных стран. Наибольшие объемы торгов сосредоточены на следующих контрактах: T-Bonds (США), T-Notes (США), T-Bills (США), EuroDollar (депозитные сертификаты на доллары США, размещенные на депозитах в коммерческих банках вне США), Gilt (Великобритания), EuroBobl (Европа), EuroBund (Европа), JGB (Япония).

Деривативы иначе называют условными требованиями *(contingent claims)*, поскольку величина выплат по ним при наступлении срока зависит от цены или курса базового актива. Рассматривая основные кредитные деривативы, мы напоминаем о маржинальных принципах их обращения, когда для приобретения контракта инвестор вносит залоговый депозит, намного меньший, чем суммы самого контракта. Обычно это доллары США (редко — другие ключевые валюты: евро, английские фунты стерлингов или японские иены). Однако залоговый депозит в ряде случаев может быть внесен ценными бумагами, например акциями или облигациями. При этом в зависимости от степени риска вносимых бумаг устанавливается так называемый дисконт — скидка от текущей стоимости вносимых ценных бумаг. Чем выше риск, тем больше будет дисконт.

Среди целей, в которых могут использоваться деривативы, на первом месте стоит защита от неблагоприятных колебаний процентных ставок, например по займам. Операции по защите открытых позиций называются *хеджированием*. Хеджеры пытаются снизить риск изменения будущей цены или процентной ставки с помощью продажи форвардных контрактов, которые гарантируют будущую цену актива. Хеджер защищает себя от убытка в случае падения цены актива в будущем путем осуществления форвардной сделки, которая гарантирует получение цены, установленной в день продажи до того, как цена начнет падать. Однако если будущая цена растет, хеджер теряет возможность получения дополнительной прибыли, так как он зафиксировал

цену в начале хеджевой операции. Таким образом, с одной стороны, хеджирование снижает риск, но с другой — уменьшает возможность получения дохода при противоположном развитии событий. Оно повышает определенность будущих потоков наличности, что облегчает участникам рынка планирование денежных поступлений. Хеджирование не увеличивает и не понижает ожидаемые доходы участника рынка, а лишь изменяет профиль риска.

Принцип хеджирования состоит в том, что движение цен денежного рынка компенсируется равным и противоположным движением цены хеджевого инструмента, в качестве которого практически всегда используется производный инструмент. Основное отличие хеджирования от других видов операций заключается в том, что его цель — не извлечение дополнительной прибыли, а снижение риска потенциальных потерь. Поскольку за снижение риска практически всегда приходится платить, то хеджирование обычно сопряжено с дополнительными издержками (в виде прямых затрат и недополучения прибыли).

Перечислим несколько источников таких издержек: заключая сделку, хеджер передает часть риска контрагенту; таким контрагентом может выступать другой хеджер (также снижающий свой риск) или спекулянт, цель которого — закрыть в будущем позицию по более выгодной для себя цене. Иными словами, спекулянт принимает на себя дополнительный риск, за что получает компенсацию в виде реальных денежных средств (например, при продаже опциона) или возможности их получения в будущем (в случае с фьючерсным контрактом). Вторая причина издержек на хеджирование заключается в том, что любая совершаемая сделка сопряжена с расходами в форме комиссионных платежей и разницы цен покупки и продажи. Еще одна статья затрат при осуществлении хеджирования с помощью срочных биржевых инструментов — это гарантийный депозит, взимаемый биржей для обеспечения выполнения своих обязательств участниками сделки. Величина этого депозита обычно составляет от 2 до 20% объема хеджируемой позиции и определяется, в первую очередь, изменчивостью цены базового товара. Гарантийное обеспечение требуется только для тех срочных инструментов, по которым у их владельца возникают или могут возникнуть определенные обязательства, т.е. для фьючерсов и проданных опционов. Наконец, еще один источник расходов на осуществление

хеджирования — это вариационная маржа, рассчитываемая ежедневно по фьючерсным, а в некоторых случаях — и по опционным позициям. Вариационная маржа снимается с биржевого счета хеджера, если фьючерсная цена движется против его срочных позиций (т.е. в сторону его позиции на реальном рынке) и вносится на счет, если фьючерсная цена движется в другую сторону. Именно в виде вариационной маржи хеджер компенсирует свои возможные убытки на рынке реального товара. Однако необходимо учитывать, что движение средств по срочной части сделки обычно предшествует движению средств по ее наличной части. Например, в случае хеджирования фьючерсными контрактами, если хеджер несет убытки на рынке реального товара и получает прибыль на срочном рынке, то вариационную маржу по открытым фьючерсам он получает до фиксации убытков на реальном рынке (т.е. ситуация для него благоприятная). Однако в противоположном случае (убыток по срочным контрактам и прибыль на рынке спот) хеджер выплачивает вариационную маржу также до получения прибыли по реальной поставки актива, что может увеличить стоимость хеджирования.

*Хеджирование длинной позиции.* Если инвестор владеет активом наличного рынка или собирается приобрести такой актив, например казначейский вексель, говорят, что он занимает длинную позицию. Для хеджирования этой позиции необходимо открыть компенсирующую короткую позицию. С этой целью можно продать соглашение о будущей процентной ставке или процентный фьючерс на соответствующую сумму, обеспечивающую компенсирующие потоки наличности (более подробно это будет рассмотрено в следующих двух подразделах). Прибыли или убытки по инструментам наличного рынка и деривативам погашают друг друга так, что на итоговую позицию движение процентных ставок влияния не оказывает. Такую позицию называют рыночно нейтральной.

*Хеджирование короткой позиции.* Если заемщик привлекает средства на наличном рынке или намерен прибегнуть к этому, выпустив коммерческую бумагу, говорят, что он занимает короткую позицию. Для ее хеджирования необходимо открыть длинную позицию. С этой целью можно купить соглашение о будущей процентной ставке или процентный фьючерс на соответствующую сумму. Здесь также встречные потоки наличности приводят к появлению рыночно нейтральной позиции. Для хеджирования процент-

ной ставки чаще всего используются процентные биржевые фьючерсы и опционы, получившие название «гарантия процентной ставки».

Из всего разнообразия кредитных деривативов мы рассмотрим только соглашение о процентном биржевом фьючерсе. Процентный фьючерсный контракт *(futures contract)* — договор купли-продажи определенного количества финансового инструмента по фиксируемой в момент заключения контракта цене со сроком исполнения в определенное время в будущем. Цена устанавливается на бирже между продавцом и покупателем в открытой форме. Данное соглашение обязывает покупателя купить указанный инструмент, а продавца продать его, если контракт не будет продан кому-либо другому до наступления срока его исполнения, что обычно происходит, если участник сделки рассчитывает получить прибыль или уменьшить убытки. Процентный фьючерсный контракт отличается от опциона, поскольку покупатель опциона может по своему выбору либо осуществить опцион при наступлении его срока, либо отказаться.

Спецификация фьючерсных контрактов меняется в зависимости от их вида и той биржи, где они торгуются. Рассмотрим, например, спецификацию контракта Чикагской срочной товарной биржи на казначейские облигации США (табл. 10.3).

*Таблица 10.3*

**Спецификация фьючерсных контрактов на казначейские облигации**

| Единица торговли | Казначейская облигация с номиналом 100 000 USD | Стандартный размер контракта |
|---|---|---|
| Месяцы поставки | Март, июнь, сентябрь, декабрь | Торговый цикл контракта в месяцах |
| День поставки | 7-й рабочий день, предшествующий последнему рабочему дню месяца | День расчетов по контракту |
| Последний торговый день | Последний рабочий день месяца поставки | Последний день и время, до которого может производиться торговля |
| Способ котировки | 100 минус процентная ставка | Цена котируется в зависимости от вида фьючерса |

*Окончание табл. 10.3*

| Единица торговли | Казначейская облигация с номиналом 100 000 USD | Стандартный размер контракта |
|---|---|---|
| Минимальные цены (размер и стоимость «тика») | Пункты и 32-е доли пункта (1/32) (31,25 USD) | Наименьшая величина, на которую могут измениться стоимость контракта и размер «тика» |
| Часы торговли | 7:20—14:00 по чикагскому времени | Часы работы биржи — открытого торга |
| Время работы системы APT | 14:30—16:00<br>22:30—06:00 | Часы работы автоматизированной системы торговли в «яме» (Automatic Pit Trading — APT) |

Процентный фьючерс — это контракт на условную сумму в 100 000 USD (единицу торговли), которую помещают на депозит сроком на 3 месяца в день поставки (исполнения) контракта под процент, который определяется ценой фьючерса, установленной в момент заключения сделки.

Месяцами поставки для финансовых фьючерсов обычно являются четыре месяца в году: март, июнь, сентябрь и декабрь. Конечно, дата исполнения может быть отнесена на несколько лет, однако контракты с «дальним месяцем» существенно менее ликвидны, чем контракты с «ближайшими месяцами». Это означает, что не всегда возможно получить цены для «дальних месяцев».

Краткосрочные фьючерсы котируются не по величине процентной ставки процента. Их цена определяется следующим образом: 100 минус подразумеваемая процентная ставка.

Размер прибыли и убытка по фьючерсам можно вычислить следующим образом.

1. Определите число «тиков», на которое цена поднялась или опустилась. Оно равно числу сотых долей прокотированной цены.

2. Умножьте число «тиков» на стоимость «тика» и число контрактов.

**Пример 3**

Два 3-месячных контракта CBOT на казначейские облигации США были куплены, когда процентная ставка составляла 6,25%, т.е. по цене 100 – 6,25 = 93,75.

На день поставки 3-месячная ставка LIBOR была на уровне 6,10%, т.е. цена была равна:

100 – 6,10 = 93,90.

Следовательно, цена контракта повысилась, а число «тиков» в ее изменении составляет:

93,90 – 93,75 = 0,15.

Прибыль = 15 · 31,25 USD · 2 = 937,50 USD.

Оценка стоимости кредитных деривативов связана с довольно сложными математическими вычислениями, которые выходят за рамки настоящей книги. Предложенные примеры выполняли лишь демонстрационную роль.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Банковский акцепт** на переводном векселе — письменное обязательство, которым банк принимает документ к платежу и становится должником первой очереди.

**Бенефициар** — лицо, приобретающее депозитный или сберегательный сертификат у банка-эмитента.

**Гарантия процентной ставки** — это соглашение, которое можно рассматривать как опцион на серию соглашений о будущей процентной ставке. Различают два вида подобных опционов: кэп и флор. Покупатели кэпа выплачивают продавцу премию и получают защиту от увеличения процентных ставок выше установленного уровня в течение определенного периода. Покупатели флора выплачивают продавцу премию и получают защиту от падения процентных ставок ниже установленного уровня в течение определенного периода.

**Коммерческие бумаги** — краткосрочные платежные необеспеченные обязательства, выпускаемые компаниями с высоким кредитным рейтингом для финансирования текущих расходов.

**Кредитный деривати**в — 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.

**Хеджирование** — это забалансовая операция по покупке производных инструментов (деривативов). Принцип хеджирования состоит в том, что движение цен денежного рынка компенсируется равным и противоположным движением цен на дериватив.

### Контрольные вопросы и задания

1. Чем различаются рынки капиталов, денежный, ценных бумаг и ссудных капиталов?

2. Что такое рынок еврокредитов?

3. Раскройте специфику рынков ссудных капиталов США, Великобритании и Японии.

4. Назовите мировые центры ссудных капиталов.

5. Как функционирует операционный механизм мирового денежного рынка?

6. Как определяется стоимость кредита на мировом денежном рынке?

7. Назовите виды депозитных сертификатов и охарактеризуйте их.

8. Какой вид векселей наиболее привлекателен для инвестора на мировом рынке ссудных капиталов?

9. Чем различаются евроноты в программах NIF и RUF?

10. Какие факторы способствовали возрождению и развитию еврокредитного рынка после Второй мировой войны?

11. Определите отличие срочного евродепозита от депозитов межбанковского валютного рынка.

## Практические задания

1. Простой вексель на сумму 100 000 USD с оплатой через 90 дней учитывается в банке за 60 дней до погашения. Учетная ставка банка – 15%. Определите величину дисконта в пользу банка и сумму, полученную владельцем векселя.

2. Компания IBM 1 июня размещает депозит в банке Paribas в размере 5 млн евро со ставкой 3% и сроком до 31 июля. Рассчитайте, какие проценты получит IBM.

3. Депозитный сертификат с номиналом 1 млн евро и 5%-ным купоном бы выпущен 15 марта со сроком погашения 15 сентября (184 дня). Определите, чему равна стоимость сертификата 15 апреля (153 дня до погашения), если рыночная доходность составляет 5,3%.

4. Коммерческая бумага номиналом 1 млн евро была выпушена 15 марта сроком погашения 15 сентября (184 дня). Определите, чему равна стоимость бумаги 15 апреля (за 153 дня до погашения), если рыночная доходность составляет 5,3%.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Мировой рынок ссудных капиталов в условиях глобализации мировой экономики.

2. Инструменты мирового рынка ссудных капиталов и их развитие.

3. Новые участники мирового рынка ссудных капиталов.

4. Развитые страны на мировом рынке ссудного капитала.

5. Развивающиеся страны на мировом рынке ссудного капитала.

6. Страны с переходной экономикой на мировом рынке ссудного капитала.

7. Особенности развития современного мирового денежного рынка.

8. Россия на мировом рынке ссудного капитала.

## Литература

IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. — Wash. — 2011. Sept.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. — М. : Финансы и статистика, 2008.

*Панфилов, И. Д.* Финансы и кредит: от эпохи перестройки до эры глобализации. — М. : Экон-Информ, 2010.

*Шуркалин, А. К.* Современные международные валютно-кредитные отношения : учеб. пособие. — М. : Логос, 2009.

# Раздел 4
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ

# Глава 11
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ И МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

- сущность международных финансовых отношений;
- роль финансовых отношений в мировой экономике;

***уметь***

- анализировать функции мировой финансовой системы;

***владеть***

- навыками выявления тенденций развития государственных и частных международных финансовых отношений.

## 11.1. Международные финансовые отношения: сущность и функции

Международные финансовые отношения — особая сфера международных экономических отношений, тесно связана с валютными и кредитными отношениями. Возникновение международных финансов связано с появлением товарно-денежных отношений и созданием государства. Первые налоги в денежной форме представляли собой денежные отношения с участием государства. С развитием государственных и частных денежно-кредитных отношений финансы расширили сферу своей деятельности, охватив, кроме национальных, межгосударственные финансовые отношения.

**Международные финансы** представляют собой совокупность валютно-кредитных отношений между разными странами и их хозяйственными субъектами по поводу формирования и управления международными потоками капи-

тала, которое осуществляется в виде финансовых ресурсов (ценные бумаги, международные кредиты, иностранные инвестиции). Движущим мотивом международного размещения финансовых ресурсов за рубежом выступает защита национальных финансовых ресурсов от инфляции, а также получение более высокой прибыли при оптимальном риске вложения. При этом необходимо учитывать таможенные барьеры, различия в налогообложении, ограничения в правах собственности и в репатриации полученной прибыли.

Финансовые инструменты, выпущенные эмитентами разных стран, как правило, выражаются в валютах других стран (долларах, евро, иенах) и приобретают статус валютно-финансовых. Эти финансовые инструменты тесно переплетены с финансированием международной торговли, производственной кооперации и инвестиционным сотрудничеством. Особое значение приобретают международные финансовые отношения при функционировании транснациональных корпораций, которым присущи трансфертные международные цены, широкое участие в офшорном бизнесе. Инвестиционное сотрудничество включает портфельное инвестирование, т.е. инвестиции в такие финансовые ресурсы, как ценные бумаги.

Главные *функции* международных финансов:

• *распределительная*, которая позволяет распределять финансовые ресурсы через международные финансовые рынки, а также посредством прямого и портфельного инвестирования;

• *мобилизация капитала*. Крупные капиталы в процессе распределения аккумулируются в отраслях, сферах и странах, приносящих наибольшую прибыль.

**Международная финансовая система** — это организационная форма международных финансовых отношений, которая включает рынки, посредников, фирмы, предоставляющие финансовые услуги, и другие институты, с помощью которых частные компании и правительственные организации реализуют принимаемые ими финансовые решения. В некоторых случаях рынок для работы с конкретными финансовыми инструментами расположен в определенном месте. Это относится, например, к Нью-Йоркской фондовой бирже (New York Stock Exchange) или к Осакской бирже фьючерсов и опционов (Osaka Options and Futures Exchange), которые находятся соответственно в Нью-Йорке (США) и Осаке (Япония). Вместе с тем существуют внебиржевые рынки (over the counter

markets) акций, облигаций и валюты, которые в основном представлены глобальными компьютерными и телекоммуникационными сетями, объединяющими торговцев ценными бумагами всего мира и их клиентов в единую структуру.

К *объективным элементам* мировой финансовой системы относятся:

- международные финансовые ресурсы;
- международные финансовые фонды;
- органы международного финансового надзора;
- участники международных финансовых отношений;
- финансовые механизмы международной финансовой деятельности.

*Международные финансовые ресурсы* — это валютные средства и ценные бумаги, используемые в международной финансовой деятельности. Международные финансовые ресурсы могут быть собственными, заемными и привлеченными. *Собственные* ресурсы создаются самим субъектом в процессе внешнеэкономической деятельности, например, амортизационные отчисления и фонд накопления, которые идут на обновление оборотных фондов. *Заемные* внешние ресурсы поступают от нерезидентов на принципах платности, возвратности, срочности (например, международные кредиты). *Привлеченные* международные финансовые ресурсы — это ресурсы, получаемые безвозмездно (международная финансовая помощь, участие в зарубежном акционерном капитале и т.д.). Международные финансовые ресурсы существуют как в денежной форме, так и в форме ценных бумаг. Ресурсы в денежной форме представляют собой средства в ключевых валютах (доллар США, евро и др.). Ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами, приобретаемые зарубежными инвесторами, обращающиеся на мировом финансовом рынке, являются международными финансовыми инструментами, которыми оперируют субъекты международных финансовых отношений.

*Международные финансовые фонды* представляют собой фонды международных финансовых ресурсов. Они могут быть централизованными и децентрализованными. К *централизованным фондам* (публичным финансам), т.е. с участием центральных органов власти, относятся:

- *международные специализированные фонды* (Международный валютный фонд и др.) — создаются под эгидой ООН. Ресурсы таких фондов распределяются исходя из целей этих организаций;

• *региональные бюджеты* — централизованные международные финансовые фонды нескольких стран, входящих в интеграционное объединение. Эти бюджеты формируются за счет отчислений из государственных бюджетов стран-участниц, а также за счет специальных региональных налогов, таможенных платежей. Средства расходуются на региональные программы, финансовую поддержку менее развитых стран региона и пр. Наиболее известным примером регионального фонда является бюджет ЕС;

• *специальные межгосударственные фонды*, учреждаемые небольшим количеством стран для финансирования временных целевых программ. Они могут формироваться за счет отчислений ряда стран (например, «Большой восьмерки») и расходоваться на программы, принятые на заседании министров финансов государств данной группы.

К *децентрализованным* международным финансовым фондам (частным финансам) относятся международные фонды корпораций, которые образуются в процессе международной финансовой деятельности за счет фонда оплаты труда, амортизационного фонда, фондов потребления и накопления, резервного фонда, фонда страхования валютных рисков и пр.

К *органам международного финансового надзора* относятся Международный валютный фонд, Группа Всемирного банка, Банк международных расчетов, Парижский и Лондонский клубы кредиторов и т.д. Национальными органами международного финансового надзора, контролирующими и регулирующими международные финансовые отношения, являются министерства финансов, казначейства, специальные комитеты, например Комитет по ценным бумагам, Комитет открытого рынка.

*Участниками международных финансовых отношений* являются практически все субъекты внешнеэкономической деятельности, поскольку без финансов не обходится ни один экономический процесс. *Основными* участниками международных финансов (которые распределяют международные финансовые ресурсы и управляют ими) являются транснациональные корпорации и банки, государственные финансовые институты, международные финансовые организации. Государственные финансовые институты выступают органами не только надзора, они также участвуют в международных финансовых отношениях, в том числе на мировом финансовом рынке, проводя эмиссию государ-

ственных ценных бумаг. Кроме того, к активным участникам международных финансовых отношений относятся банковские учреждения, небанковские кредитно-финансовые институты, частные и государственные корпорации, индивидуальные предприниматели.

*Второстепенные* участники (посредники) обслуживают международные финансовые процессы, обеспечивая их эффективность. К ним относят биржи, информационные службы, в частности аналитические и статистические журналы, рейтинговые агентства, консалтинговые фирмы, высшие учебные заведения и пр.

*Финансовые механизмы* как элементы мировой финансовой системы представляют собой совокупность различных форм и методов международной финансовой деятельности. Последние зависят от финансового субъекта (государство, частные компании и т.д.). *Международная государственная финансовая деятельность* концентрируется преимущественно на пополнении государственного бюджета и финансировании государственных программ. При этом существуют отличия в формах международной финансовой координации и интеграции различных государств, в методах привлечения международных финансовых ресурсов, международного государственного инвестирования и международной финансовой деятельности государственных компаний.

*Международная частная финансовая деятельность* основана на принципах конкуренции и имеет целью прибыль. Ее формы и методы зависят от возможностей максимизировать прибыль. Это могут быть высокие доходы от использования финансовых ресурсов в разных странах и в разные периоды времени, минимизация налогообложения с помощью офшорного бизнеса, расширение круга клиентов и сокращение издержек транснациональной корпорации.

Функции международных финансов реализуются с помощью различных *направлений международной финансовой деятельности.* Приоритетным направлением является инвестирование: прямое и портфельное. *Прямое* инвестирование представляет собой вложения в уставный фонд предприятия и предполагает участие инвестора в непосредственном управлении фирмой. *Портфельное* — это инвестирование в ценные бумаги. Помимо инвестирования к отдельной отрасли международной финансовой деятельности можно отнести международные займы, предоставляемые на мировом финансовом рынке, специфичным сегментом которого

выступает рынок долговых ценных бумаг. К международной финансовой помощи относят предоставление льготных международных кредитов (беспроцентных, с привилегированным сроком погашения), безвозмездной целевой помощи, даров, грантов, списание долгов и т.д.

Таким образом, международная финансовая деятельность может выступать в следующих формах:

- инвестиции (портфельные и прямые);
- международные займы на мировом финансовом рынке;
- международная финансовая помощь.

Последние два десятилетия российское руководство постоянно подчеркивает необходимость привлечения в отечественную экономику иностранных инвестиций. Предполагалось, что эти инвестиции, с одной стороны, будут дополнительным источником капиталовложений и позволят восполнить недостаток инвестиционных ресурсов в стране, с другой — станут тем каналом, по которому в Россию будут поступать новейшие технологии и передовой управленческий опыт. Казалось бы, иностранный капитал должен был активно устремиться в Россию, учитывая такие ее преимущества, как колоссальный внутренний рынок, наличие месторождений нефти и газа, относительная дешевизна рабочей силы, высокий научный потенциал, идущие в государстве приватизационные процессы и т.д. Однако этим надеждам не суждено было сбыться. В первые годы рыночных реформ иностранные капиталовложения в российскую экономику были весьма незначительными даже по сравнению с инвестициями в посткоммунистические страны Центральной и Восточной Европы (Венгрию, Польшу, Чехию), а приток иностранных инвестиций в Россию за 1992—2002 гг. был в 1,7 раза меньше их притока в Китай за один только год. Затем их объем стал постепенно увеличиваться, однако в 2008 г. начался масштабный отток иностранного капитала с российского фондового рынка.

По состоянию на конец 2012 г. накопленный иностранный капитал в экономике России составил 362,4 млрд долл., что на 4,4% больше по сравнению с предыдущим годом. Наибольший удельный вес в накопленном иностранном капитале приходился на прочие инвестиции, осуществляемые на возвратной основе, — 60,1% (на конец 2011 г. — 57,1%), доля прямых инвестиций составила 37,5% (соответственно 40,1%), портфельных — 2,4% (2,8%). В 2012 г. в экономику России поступило 154,6 млрд долл. иностранных инвестиций, что на 18,9% меньше, чем в 2011 г.

Следует отметить, что в общем объеме привлеченных инвестиций преобладают кредитные и прочие инвестиции (табл. 11.1).

*Таблица 11.1*

**Поступление иностранных инвестиций по типам**

| Инвестиции | 2012 г. | | | Справочно 2011 г. в % к: | |
|---|---|---|---|---|---|
| | млн долл. США | в % к: | | | |
| | | 2011 г. | итогу | 2010 г. | итогу |
| Всего | 154 570 | 81,1 | 100 | 166,1 | 100 |
| Из них: | | | | | |
| – прямые инвестиции | 18 666 | 101,4 | 12,1 | 133,3 | 9,7 |
| В том числе: | | | | | |
| – взносы в капитал | 9248 | 101,8 | 6,0 | 117,9 | 4,8 |
| – реинвестирование | 740 | 32,0 | 0,5 | в 3,1 раза | 1,2 |
| – лизинг | 3 | 2,0 | 0,0 | 150,7 | 0,1 |
| – кредиты, полученные от зарубежных совладельцев организаций | 7671 | 102,4 | 5,0 | 162,6 | 3,9 |
| – прочие прямые инвестиции | 1744 | 104,0 | 1,1 | 120,5 | 0,9 |
| Портфельные инвестиции | 1816 | в 2,3 раза | 1,2 | 74,9 | 0,4 |
| В том числе: | | | | | |
| – акции и паи | 1533 | в 2,7 раза | 1,0 | 167,6 | 0,3 |
| – долговые ценные бумаги | 282 | 129,0 | 0,2 | 32,2 | 0,1 |
| Прочие инвестиции | 134 088 | 78,2 | 86,7 | 171,7 | 89,9 |
| В том числе: | | | | | |
| – торговые кредиты | 28 049 | 101,0 | 18,1 | 157,9 | 14,6 |
| – прочие кредиты | 97 473 | 69,7 | 63,1 | 176,8 | 73,4 |
| Из них: | | | | | |
| – на срок до 180 дней | 44 543 | 48,7 | 28,8 | в 2,2 раза | 48,0 |
| – на срок свыше 180 дней | 52 930 | 109,3 | 34,3 | 127,8 | 25,4 |
| – прочее | 8566 | в 2,3 раза | 5,5 | 119,1 | 1,9 |

Весьма значительная доля иностранных инвестиций в России представляет собой ранее вывезенный из страны капитал, реинвестируемый через офшорные зоны (Кипр, Люксембург, Виргинские острова) (табл. 11.2).

*Таблица 11.2*

**Объем накопленных иностранных инвестиций в экономике России по основным странам-инвесторам (млн долл. США)**

| Инвестиции | Накоплено на конец декабря 2012 г. | | В том числе | | | Справочно поступило в 2012 г. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | всего | в % к итогу | прямые | портфельные | прочие | |
| Всего[1] | 362 366 | 100 | 136 018 | 8716 | 217 632 | 154 570 |
| Из них: | | | | | | |
| – по основным странам-инвесторам | 307 930 | 85,1 | 104 602 | 7026 | 196 302 | 84 036 |
| В том числе: | | | | | | |
| – Кипр | 76 739 | 21,2 | 52 769 | 1795 | 22 175 | 16 455 |
| – Нидерланды | 61 490 | 17,0 | 21 248 | 64 | 40 178 | 21 126 |
| – Люксембург | 42 774 | 11,8 | 1285 | 261 | 41 228 | 11 523 |
| – Китай | 27 922 | 7,7 | 1460 | 4 | 26 458 | 740 |
| – Соединенное Королевство (Великобритания) | 26 677 | 7,4 | 3315 | 3059 | 20 303 | 13 490 |
| – Германия | 24 913 | 6,9 | 11 388 | 12 | 13 513 | 7202 |
| – Ирландия | 14 310 | 3,9 | 281 | 1 | 14 028 | 4671 |

[1] Объем инвестиций из России, накопленных за рубежом, на конец 2012 г. составил 117,8 млрд долл. В 2012 г. из России за рубеж направлено 149,9 млрд долл. иностранных инвестиций, или на 1,2% меньше, чем в 2011 г.

*Окончание табл. 11.2*

| Инвестиции | Накоплено на конец декабря 2012 г. | | В том числе | | | Справочно поступило в 2012 г. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | всего | в % к итогу | прямые | портфельные | прочие | |
| Виргинские о-ва (Британские) | 12 506 | 3,5 | 8357 | 1794 | 2355 | 3501 |
| Япония | 10 779 | 3,0 | 1239 | 6 | 9534 | 1135 |
| Франция | 9820 | 2,7 | 3260 | 30 | 6530 | 4193 |

*Источник*: Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d01/41inv27.htm.

## 11.2. Финансовые инновации

Отличительной особенностью развития современных международных финансов является глобальный характер взаимодействия, который обеспечивается за счет внедрения финансовых инноваций. Под **финансовой инновацией** понимается появление новых финансовых продуктов, технологий или организационных форм бизнеса, позволяющих снизить издержки и (или) риски экономических агентов. *Глобализация продуктов финансового рынка* означает сближение цены и качества одного и того же финансового продукта. Благодаря стандартизации и гибкости потоков капитала произошли глубокие изменения в финансовом мире. Появляются новые финансовые технологии, которые принимают формы глобальных финансовых стратегий корпораций, глобальных электронных финансовых сетей, глобальной системы информационного обеспечения и др.

Предпосылкой появления современных финансовых продуктов выступают современные информационные технологии. Нововведения на валютно-финансовых рынках сопровождаются прогрессом в компьютерной технологии. Современные финансовые системы нельзя и представить себе без компьютера. С его помощью осуществляется торговля, ведется эффективная бухгалтерия, своевременно производятся расчеты и регулируются сделки, в режиме реаль-

ного времени ведется сбор данных, их крупномасштабная обработка, а также принимаются решения с учетом условий рынка и управления рыночной ситуацией. Компьютеры используются для моделирования поведения финансовых ценных бумаг и основных рыночных индексов, оценки стоимости финансовых инструментов и поиска комбинаций этих инструментов, способных обеспечить получение дохода, соответствующего выбранному уровню риска.

Повсеместно средством коммуникации между иностранными банками и биржами является телексная компьютеризированная связь. Ныне широкой известностью и популярностью пользуется компьютерная система СВИФТ — это аббревиатура швейцарской фирмы, которая расшифровывается как «Общество международных межбанковских финансовых телекоммуникаций» (Society for World in the Interbank Financial Telecommunications).

Другое важное нововведение в организации международных расчетов — платежная система CLS (Continuous linked settlement), представляющая собой международную систему конверсионных валютных операций. Данная платежная система создана ведущими дилерами валютного рынка (так называемая «Большая двадцатка») в 1997 г. и представляет собой один расчетный банк — CLS Bank. С ноября 2002 г. его акционерами стали 67 крупных финансовых институтов из 17 стран мира. Первоначально банк обслуживал расчеты по семи ведущим валютам: доллару США, евро, японской иене, британскому фунту стерлингов, швейцарскому франку, канадскому и австралийскому долларам. Позднее к ним присоединились шведская, норвежская и датская кроны, гонконгский, новозеландский и сингапурский доллары, а также израильский шекель, южноафриканский ранд, южнокорейская вона, мексиканский песо. Согласно данным Банка международных расчетов, на долю CLS приходится более 55% всех международных конверсионных операций с иностранной валютой. В среднем CLS ежедневно производит расчет по 579 тыс. конверсионных операций на общую сумму 3,3 трлн долл. США. В 2008 г. CLS впервые за всю свою историю осуществила более чем 142 млн конверсионных операций на общую сумму 1 квадриллион долл. США.

Классификация некоторых особо важных финансовых инноваций приведена в табл. 11.3.

*Таблица 11.3*

**Классификация финансовых инноваций (по К. Перес)**

| Тип финансовых инноваций | Характеристика и примеры инноваций |
|---|---|
| A | Финансовые инструменты для продвижения технологических инноваций (венчурное финансирование) |
| B | Финансовые инструменты, обеспечивающие расширение применения технологических инноваций (корпоративные облигации) |
| C | Модернизация финансовых технологий (интернет-банкинг, банкоматы) |
| D | Финансовые инструменты для привлечения массовых инвесторов (IPO, взаимные фонды) |
| E | Финансовые инструменты для рефинансирования и мобилизации активов (свопы, выпуск облигаций для выкупа акций) |
| F | «Спорные» инновации (налоговые гавани, забалансовые операции с финансовыми инструментами, производные инструменты «высоких порядков» (оторванные от базисных активов) |

*Венчурное финансирование* — это разновидность денежного капитала, которая возникла под влиянием системы субсидирования научно-исследовательских работ по индивидуальным проектам и программам. Фактически венчурное финансирование может быть охарактеризовано как источник долгосрочных инвестиций, предоставляемых обычно на 5–7 лет предприятиям, находящимся на ранних этапах своего становления, а также действующим предприятиям для их расширения и модернизации.

Венчурное финансирование имеет ряд особенностей:

1) оно невозможно без принципа «одобренного риска». Это означает, что вкладчики капитала заранее соглашаются с возможностью потери средств при неудаче финансируемого предприятия в обмен на высокую норму прибыли в случае ее успеха;

2) такой вид финансирования предполагает долгосрочное инвестирование капитала, при котором вкладчику приходится ожидать в среднем от 3 до 5 лет, чтобы убедиться

в перспективности проекта, и от 5 до 10 лет, чтобы получить прибыль на вложенный капитал;

3) рисковое финансирование размещается не как кредит, а в виде паевого взноса в уставный капитал венчура. Вновь учреждаемые предприятия, как правило, пользуются юридическим статусом партнерств, а вкладчики капитала становятся в них партнерами с ответственностью, ограниченной размерами вклада. В зависимости от доли участия, которая оговаривается при предоставлении денег, рисковые инвесторы имеют право на соответствующее получение будущих прибылей от финансируемого предприятия;

4) венчурный предприниматель в отличие от стратегического партнера редко стремится захватить контрольный пакет акций компании. Обычно это пакет акций порядка 25—40%;

5) высокая степень личной заинтересованности инвесторов в успехе нового предприятия. Это вытекает как из высокой рискованности проекта, так и из статуса совладельца учреждаемого венчура. Поэтому рисковые инвесторы часто не ограничиваются предоставлением средств, а оказывают различные консультационные, управленческие и прочие услуги созданным венчурам.

К финансовым инструментам, обеспечивающим расширение применения технологических инноваций, относятся корпоративные облигации. *Корпоративная облигация* — это ценная бумага, удостоверяющая отношения займа между ее владельцем (кредитором) и лицом, ее выпустившим (заемщиком). В качестве последнего выступают акционерные общества, предприятия и организации других организационно-правовых форм собственности. Корпоративные облигации преобладают в структуре источников финансирования экономики, занимая более 70% всех средств, привлекаемых через рынок ценных бумаг. Их приоритет обусловлен долгосрочностью и постоянством отношений собственности. На рынке первичного размещения корпоративных облигаций можно обобщенно выделить три группы участников: эмитент, андеррайтер и инвестор.

*Эмитент* — это субъект, эмитирующий облигационный займ. Цель эмиссии — привлечь заемные средства для пополнения оборотных средств (краткосрочные займы) либо профинансировать долгосрочный проект, например программу модернизации предприятия (долгосрочные займы). Эмитент заинтересован в привлечении средств под наименьший про-

нент на долгий срок. В чем заключается привлекательность выпуска корпоративных облигаций для эмитента? В отличие от эмиссии акций, займы путем выпуска облигаций обладают неоспоримыми преимуществами. Например, корпоративные облигации позволяют, не изменяя и не перераспределяя собственность, обеспечивать предприятиям доступ к рынку капитала. Стоимость размещения облигационных займов зависит от двух составляющих: кредитной истории эмитента (развитости фондового рынка ценных бумаг) и его кредитоспособности (устойчивости финансового положения). Снижение стоимости заимствований есть также результат развития вторичного рынка облигаций и повышения доверия инвесторов к эмитенту.

*Андеррайтеры* – это финансовые структуры, обеспечивающие размещение облигаций эмитента. Функции андеррайтинга выполняют инвестиционные компании и банки. В процессе размещения ценных бумаг могут участвовать несколько андеррайтеров, образующих консорциум. Подобный облигационный кредит называется синдицированным. Цель создания консорциума – диверсифицировать риски андеррайтеров по размещению облигационного займа (увеличивается число потенциальных инвесторов за счет вовлечения в процесс размещения нескольких андеррайтеров, имеющих свои клиентские базы). Среди группы андеррайтеров эмитентом выбирается генеральный менеджер, который координирует размещение эмиссии и с которым эмитент устанавливает параметры предстоящей эмиссии (вид облигации, срок обращения, процентная ставка и пр.). Генеральный андеррайтер, как правило, берет на себя функции финансового консультанта эмитента по данному выпуску. Инвесторы в конечном счете покупают облигации. Корпоративные облигации интересны институциональным инвесторам, надолго аккумулирующим денежные средства. Основной объем инвестиций в корпоративные облигации сегодня осуществляется банковскими структурами, на которые приходится 90–95% рынка. Корпоративные облигации приобретаются организациями для диверсификации инвестиционного портфеля и в качестве инструмента, позволяющего получить доходность выше, чем по государственным ценным бумагам. Для активных игроков фондового рынка (инвестиционных компаний) корпоративные облигации малоинтересны в силу низкой ликвидности вторичного рынка. Следующая особенность такого вида облигаций заключается в том, что компания может

создать «выкупной фонд», который будет использоваться в процессе погашения. Это означает, что каждый год компания откладывает определенную сумму денежных средств, которые она использует для выкупа некоторых облигаций на открытом рынке. Одним из следствий использования такого подхода (в соответствии с законом спроса и предложения) является то, что кредитор будет готов получать более низкую процентную ставку.

В настоящее время широко распространена модернизация финансовых технологий (интернет-банкинг, банкоматы). *Интернет-банкинг* — общее название технологий дистанционного банковского обслуживания, при котором доступ к счетам и операциям по ним предоставляется в любое время и с любого компьютера, имеющего выход в Интернет. Как правило, услуги интернет-банкинга включают: выписки по счетам, предоставление информации по банковским продуктам (депозиты, кредиты и т. д.), заявки на открытие депозитов, получение кредитов, банковских карт, внутренние переводы на счета банка, переводы на счета в других банках, конвертацию средств, оплату услуг.

Финансовые инструменты для привлечения массовых инвесторов (IPO, взаимные фонды), финансовые инструменты для рефинансирования и мобилизации активов (свопы, выпуск облигаций для выкупа акций) более подробно будут охарактеризованы в главе 12.

Специфической международной финансовой сферой выступает офшорная деятельность. Так, в последние годы от трети до половины мировых денежных потоков проходило через офшорные центры; они обслуживали до 50% мирового движения капитала. По данным ФБР США, на счетах банков и инвестиционных компаний, зарегистрированных в 42 офшорных центрах мира, сосредоточено около 5 трлн долл.

Первые офшоры появились в 1960-е гг., когда бывшие колониальные государства, получив независимость, начали предоставлять налоговые льготы компаниям-нерезидентам с целью привлечения капиталов. Изначально офшорный бизнес был прерогативой банковского дела, но по мере развития международных финансовых отношений стали появляться иные офшорные структуры — страховые, инвестиционные и др. В итоге в 1990-е гг. начался настоящий бум офшорного бизнеса. *Офшорная зона* (offshore area) — территория, на которой установлен валютно-финансовый режим наибольшего благоприятствования (льготное нало-

гообложение, свободный вывоз прибыли, мягкий валютный регламент, таможенные льготы для иностранных инвесторов). Немалую роль играет для потенциального клиента офшора и низкий порог уставного капитала. Он зачастую лишь декларируется, но реально не оплачивается. Налог на прибыль в офшоре составляет менее 5% либо заменяется небольшим (до 1000 долл.) взносом, не зависящим от размера доходов.

Привлекателен офшор и своей стабильностью. Как правило, в подобных финансовых анклавах цикл стабильности растянут на 10—25 лет, т.е. владелец компании может быть уверен, что за этот период в выбранном им офшоре не произойдет непредвиденных неблагоприятных изменений в политическом строе, законодательстве и макроэкономических тенденциях. Личности владельцев компаний при этом не разглашаются, а процедура регистрации упрощена максимально. Правда, по законодательству раскрывать анонимность инвестиций можно в случае уголовного преследования данного лица. Факт владения скрывается использованием услуг либо номинальных директоров, либо держателей акций на доверительной основе. От компаний зачастую не требуют отчета по счетам, налоговых деклараций, внешнего аудита. Счета компании могут быть проверены лишь по решению владельцев. Единственная практикуемая форма отчетности для многих компаний — ежегодный балансовый отчет.

**Справка.** Общее число офшорных зон в мире определяется весьма условно. Процесс их возникновения и исчезновения относительно динамичен. Специалисты называют на сегодняшний день около 100 устойчивых комплексных офшорных центров, где традиционно функционируют офшорные компании. Из европейских центров наиболее известны Гибралтар, Лихтенштейн, Андорра, Монако, Кипр, Мальта и др.; в Центральной Америке — Панама, Коста-Рика, Бермудские, Виргинские, Каймановы, Багамские острова, Барбадос, Антигуа и Барабуда, а также острова Тёрке и Кайокс, Аруба, Кюрасао; на Африканском континенте крупнейшими офшорными зонами являются Либерия и Маврикий; в Тихоокеанском регионе — Науру, Фиджи, Западный Самоа; в Юго-Восточной Азии — Гонконг (до недавнего времени) и малайзийский остров Лабуан; в зоне Персидского залива — султанат Бахрейн.

Наиболее активно российскими участниками внешнеторговой деятельности используются такие офшорные центры, как острова Мэн, Джерси, Гернси, Виргинские (Британские) острова, штат Делавер (США), Лихтенштейн, Мальта, Кипр, Сингапур, Ирландия.

В настоящее время получили распространение следующие юридические формы офшорной деятельности (юрисдикции): налоговые гавани; страны с льготным режимом налогообложения; офшорные территории.

Государства, освобождающие или устанавливающие фиксированную плату при регистрации компании (обычно не выше 1000 долл. в год), называются *налоговыми гаванями*. Они предоставляют статус офшор, т.е. определенные налоговые льготы, чтобы извлечь максимальную выгоду из совокупности возможностей: географического положения, интеллектуального капитала и т.п. При отсутствии природных ресурсов и условий для развития промышленности наиболее эффективным способом оживления деловой активности и привлечения иностранного капитала является практика налоговых льгот. Как правило, это островные государства: в Европе – остров Мэн, Гибралтар (22 тыс. компаний), острова Гернси, Джерси (Великобритания), Мальта и др.; в Африке – Либерия, Маврикий; в Тихоокеанском бассейне – Западное Самоа, остров Фиджи; в Центральной Америке и Карибском бассейне – Панама (120 тыс. компаний), Коста-Рика, Виргинские (Британские) острова (20 тыс. компаний), Бермудские острова, острова Тёрке и Кайокс.

В странах с *льготным режимом налогообложения* (их еще называют центрами офшорных компаний) также отсутствует валютный контроль, но остаются таможенные и налоговые ограничения. Именно в этих странах в последнее время отмечается значительный рост числа офшорных компаний. Обычно они сохраняют высокую ставку налогов для собственных компаний, которые не могут от них уклониться, и льготную – для иностранных инвесторов, чтобы привлечь их. Эти страны сочетают низкие налоги с сетью договоров об исключении двойного налогообложения. По большей части в данную группу входят государства континентальной Европы – кантон Женева (Швейцария), Люксембург, Нидерланды и др. Очень часто льготы предоставляются компаниям с каким-то определенным видом деятельности. Например, в Люксембурге выгодно создавать холдинговую компанию-нерезидента. Интересным в налоговом плане государством представляется Швейцария, которую считают страной с высоким уровнем налогообложения. Однако вследствие того, что в кантоне Женева снижена ставка кантонального налога для некоторых компаний, там выгодно учреждать компании финансового профиля. Если во всем мире

финансовый бизнес строго лицензируется, в Женеве этот вид деятельности не требует от учредителей специальных процедур. Компании, учрежденные в странах с льготным налогообложением, более престижны и кредитоспособны, чем фирмы из налоговых гаваней с фиксированным налогом, однако они и более сложны в управлении.

В третью группу входят административно-территориальные образования, в которых действует офшорный режим, хотя сами они являются частью государства, поэтому их можно назвать *офшорными территориями*. В основном такие образования характерны для стран, имеющих федеральное устройство. К офшорным территориям можно отнести штаты Делавэр, Вайоминг, Невада в США; Калмыкию, эколого-экономический район «Алтай» в России и др. Для подобной офшорной юрисдикции характерно то, что она может выполнять функции налоговой гавани в случае ведения международного бизнеса и в то же время позволяет осуществлять офшорные финансово-хозяйственные операции, не выходя за национальные границы одной страны. Действительно, для федераций характерны три уровня налогообложения: федеральный, региональный и местный. Как правило, налоговые льготы предоставляются предприятиям, которые зарегистрированы на офшорной территории, но ведут деятельность и получают доход за ее пределами.

Офшорные компании характеризуются следующими основными признаками: их владельцы — иностранные юридические или физические лица (нерезиденты по отношению к законодательству страны регистрации); они не имеют права осуществлять производственно-коммерческую деятельность в стране регистрации. Подобные компании имеют льготы в налогообложении при проведении валютной, кредитной и финансовой деятельности. Офшорные компании регистрируются в одной стране, а предмет их деятельности находится в других странах. При этом все международные финансовые операции проходят через офшорную территорию.

Любая офшорная компания независимо от места регистрации имеет строго определенную законом *структуру*. С юридической точки зрения офшорные компании чаще всего представляют собой акционерные общества закрытого типа. Уставный капитал варьируется от 2 до 50 тыс. долл. Необходимость полной оплаты капитала отсутствует, существует понятие «частично выплаченный капитал». На практике это означает, что, приобретя две-три долларовые акции, такой «владелец»

может контролировать офшорную компанию. Каждая офшорная компания должка иметь секретаря, в роли которого выступает специализированная секретарская компания. Местные власти требуют, чтобы у офшорной компании был секретарь из местных граждан или юридических лиц, реально следящий за текущей деятельностью фирмы. В круг обязанностей секретаря входят подготовка документации (кроме бухгалтерской) для местных властей, выполнение всех условий законодательства для обеспечения жизнедеятельности офшорной компании и контроль за своевременной выплатой ежегодных пошлин. По данным журнала Offshore Express, сейчас в мире насчитывается почти 3 млн офшорных компаний.

Офшорная деятельность — одна из самых дискуссионных форм международных финансовых отношений частных компаний. Используя механизм минимизации налогообложения, она по сути балансирует между легальными инструментами налогового планирования и криминальным уклонением от обязательных поступлений в бюджет. Сегодня офшорный бизнес стал, к сожалению, естественной практикой сохранения налогооблагаемой прибыли за рубежом, «отмывания» незаконно заработанных денег. Государства, пытаясь защитить свои интересы, устанавливают различные ограничения на ведение офшорного бизнеса. В большинстве развитых стран созданы налоговые барьеры для вывоза доходов в налоговые гавани. Такие страны неохотно идут на подписание налоговых соглашений с государствами, предоставляющими льготы на налог на прибыль. Как следствие, при объявлении о переводе дохода в адрес налоговой гавани доходы облагаются в полном объеме. Особо негативное отношение к офшорной деятельности наметилось после теракта 11 сентября 2001 г. в США. Офшорные компании и банки стали рассматриваться мировым сообществом как возможные каналы финансирования террористических организаций. Поэтому появились предложения если не по полной ликвидации офшорного бизнеса, то хотя бы по повышению прозрачности (транспарентности) деятельности офшорных компаний. Таким образом, в связи с противодействием многих государств в целом наблюдается сокращение сферы офшорной деятельности.

Серьезный удар по популярности офшорного бизнеса в мире нанес долговой, финансовый, бюджетный и экономический кризис в Республике Кипр, который в марте 2013 г. привел к параличу банковской системы страны и вверг ее экономику в преддефолтное состояние.

**Справка.** Кипр вступил в еврозону 1 января 2008 г. В связи с ухудшением макроэкономических показателей в мире началось постепенное ухудшение показателей в экономике греческой части острова, которое совпало с ухудшением экономических показателей в других странах периферии зоны евро. При этом банковские проценты по вкладам на Кипре (+4,45%) в несколько раз превышают процентные ставки в той же валюте в Германии (+1,5%); около 55% вкладов в системе содержат сумму, превышающую 100 000 евро, около трети всех иностранных вкладов — российские. Эти высокие проценты выплачивались большей частью за счет новых вкладчиков, т.е. имела место финансовая пирамида. Эти и другие проблемы приблизили экономику республики к краху, и страна стала перед необходимостью получения финансовой помощи от международных кредиторов.

На очередном совещании Еврогруппы было принято решение ввести единовременный налог на все банковские вклады в стране в качестве обязательного условия для получения помощи. К этому времени доля капиталов, содержащихся в банковском секторе Республики Кипр, достигла 835% от размера кипрского ВВП. Почти треть всех вкладов в кипрских банках принадлежала иностранцам. Итоговый антикризисный план после переговоров с ведущими странами ЕС включает беспрецедентную меру, когда депозиты в размере более 100 000 евро будут облагаться налогом. При этом потери крупных вкладчиков будут различаться в зависимости от того, в каком именно банке были размещены их депозиты. Кроме того, крупнейший банк страны — Bank of Cyprus (Банк Кипра) будет реструктурирован, а второй по величине банк страны — Cyprus Popular Bank (Кипрский народный банк, действующий под торговой маркой Laiki Bank) — ликвидирован. Потери его вкладчиков, равно как и размеры увольнений, пока не определены. Хотя начальный суммарный объем национального антикризисного плана составил 5,8 млрд евро, ожидается, что с учетом поступлений от повышения налога на прибыль корпораций с 10 до 12,5%, а также от введения налога на доходы от процентов по банковским вкладам, он сможет достичь требуемого в итоге значения в 7 млрд евро. Эксперты рассматривают ограничения на движения капитала как фактический выход из еврозоны, а банковские каникулы и невозможность снятия вкладов — как фактический дефолт.

*Источник*: URL: http://ru.wikipedia.org/wiki.

## 11.3. Мировой рынок золота

Особую специфическую роль в международных финансовых отношениях играет мировой рынок золота. С прекращением обмена долларов США на золото в августе 1971 г. операции на официальном рынке золота значительно

сократились. В настоящее время физические запасы золота используются для поддержания ликвидности национальных валют путем создания государственных резервов в центральных банках, а также в технических целях (электронная промышленность), для изготовления ювелирных украшений и частично для зубного протезирования. Кроме золота на международных рынках торгуют также следующими драгоценными металлами: серебро, платина и металлы платиновой группы (палладий, родий, рутений, иридий, осмий), отличающиеся высокой стоимостью, химической стойкостью, красивым внешним видом в изделиях. Регулируемые сделки на рынке осуществляются с золотом, серебром, платиной (их еще называют банковскими металлами); другие металлы торгуются эпизодически и котируются чаще всего специализированными фирмами. Наибольший интерес ведущих стран мира остается за торговлей золотом, так как оно, перестав выполнять монетарную роль, остается символом поддержания валютной стабильности государства и высоколиквидным товаром.

Страны мира проводят различную политику в отношении формирования величины золотых резервов. Так, по данным World Gold Council, доля физического золота в стоимости общего объема золотовалютных резервов некоторых стран мира по состоянию на начало 2012 г. была следующей (в %): США — 74,7; Германия — 71,4; Франция — 71,1; Италия — 70,9; Нидерланды — 59,7; Швейцария — 16,2; Индия — 9,6; Россия — 8,9; Япония — 3,0; КНР — 1,6. Золото имеет крайне низкий удельный вес в авуарах КНР (1,6%), Японии (3%), Саудовской Аравии (2,7%), а также полностью отсутствует в резервах отдельных стран и некоторых международных организаций. По данным ЦБ РФ, золотые резервы России на 1 июля 2012 г. составили 917,45 т (29,5 млн унций).

В зависимости от объема проводимых операций, их разновидностей и режима, санкционированного государством, можно выделить три основных типа золотых рынков:

- международные (мировые);
- внутренние: свободные и регулируемые;
- теневые.

*Международные рынки золота* — это оптовые рынки с ограниченным количеством участников, в качестве которых выступают ведущие транснациональные банки и финансовые корпорации, обладающие отличной репутацией и мощ-

ными ресурсами. Совокупность международных рынков золота составляет мировой рынок золота. В настоящее время мировой рынок золота насчитывает более 50 крупных центров по торговле золотом: в Западной Европе — 11 рынков, наиболее крупные из которых находятся в Лондоне, Цюрихе, Париже, Женеве и Франкфурте; в Азии — 19 рынков, наиболее оживленные — в Токио и Бейруте, Гонконге; на американском континенте — 14 рынков, из которых 5 — в США; в Африке — 8 рынков. Главные международные центры торговли золотом сосредоточены в Лондоне, Нью-Йорке, Цюрихе, Франкфурте, Чикаго и Гонконге. Первое место среди них по праву принадлежит лондонскому рынку — самому объемному по операциям с наличным золотом. Знаменитый «лондонский фиксинг», устанавливаемый в 10:30 и в 15:00 London Bullion Brokers, является официальной мировой ценой золота, на которую ориентируются многие участники глобального рынка золота.

*Внутренние рынки золота* — это рынки одного или нескольких государств с менее существенными оборотами, ориентированные прежде всего на местных инвесторов и тезавраторов. В качестве средства расчетов параллельно с долларом США или вместо него могут использоваться местные валюты. Отличительной чертой является государственное регулирование рынка путем установления цен, налогов, акцизов, тарифов, квот на ввоз-вывоз, а также использование административных методов, мер и правил.

Внутри данной группы можно выделить *внутренние свободные рынки* с более мягким государственным регулированием (обычно налоговым), что формально не препятствует перемещению золота из страны в страну. Наиболее значимые внутренние свободные рынки сосредоточены в Гамбурге, Франкфурте-на-Майне, Вене, Амстердаме, Париже, Милане, Стамбуле. *Внутренние регулируемые рынки* отличаются более жестким государственным вмешательством, где свободный ввоз-вывоз запрещен, а регулирование имеет «жесткий» характер за счет установления таких экономических условий, когда свободная торговля золотом становится невыгодной в связи с тем, что операции подпадают под действие прогрессивных налогов, за счет которых цены на золото становятся выше мировых. Для стран с закрытым внутренним рынком золота используется государственный буфер в виде фискальной сдачи добытого золота по твердой цене Национальному банку, что призвано создать условия

для сохранения золотодобычи и инвестиционной привлекательности этой отрасли промышленности. Рынки золота данного типа имеют место в Афинах, Каире, Александрии, Саудовской Аравии.

*Теневые («черные») рынки золота* — это рынки нелегальной торговли золотом, функционирующие в условиях жесткого регулирования либо государственного вето на операции с золотом. Как правило, организация подобных рынков свойственна экономикам развивающихся стран с низким уровнем материального благополучия населения. Наиболее известный теневой рынок находится в Мумбаи (прежде — Бомбей).

Один из главных центров торговли физическим золотом — Лондон. В настоящий момент координирующим центром на лондонском рынке является Лондонская ассоциация рынка золота (The London Bullion Market Association), объединяющая участников рынка. Эта организация была основана в 1987 г. и сейчас насчитывает несколько десятков членов.

С 1970-х гг. серьезную конкуренцию Лондону в торговле физическим металлом составляет Цюрих. В начале 1980-х гг. Швейцария стала чистым нетто-импортером золота, так как внутреннее потребление металла в стране относительно невелико. С этого момента Цюрих выдвинулся в число мировых центров по торговле золотом: через него проходит около половины золота, предназначенного для удовлетворения промышленно-бытового спроса на металл в мире. Общий импорт золота Швейцарией оценивается примерно в 40% от совокупного мирового. Можно выделить две группы факторов, способствовавших превращению Швейцарии в крупнейший центр мировой торговли золотом. К первой группе относятся факторы экономического и политического характера, среди которых можно выделить: политическую и экономическую стабильность; свободную конвертируемость национальной валюты; низкие процентные ставки, что имеет важное значение, так как золотой бизнес требует больших затрат капитала; большой приток «нефтедолларов» в страну.

Либерализация торговли золотом в США привела к быстрому превращению Нью-Йоркской товарной и Чикагской товарной бирж в крупнейшие центры торговли золотыми фьючерсными контрактами. Именно в этих центрах заключается более 90% всех фьючерсных контрактов на поставку золота. Поэтому почти все европейские дилеры участвуют

в арбитражных сделках или хеджируют позиции, сделанные во время европейской сессии. Наряду с фьючерсной биржевой торговлей золотом в Нью-Йорке существует рынок золота в слитковой форме, откуда оптовые дилеры поставляют золото производственным и коммерческим потребителям, а также предлагают металл для тезаврации в различной форме (монет, медалей и т.д.). В торговле золотом в последнее десятилетие наряду с биржами принимают участие ведущие американские банки, являющиеся в настоящее время маркет-мейкерами на международном рынке золота (устанавливают цены самостоятельно), такие как Дж. П. Морган, Дж. Арон энд К°. Центром опционной торговли на золото стала в последнее время Канадская золотая биржа.

С конца 1980-х гг. интенсивно совершаются операции на Гонконгском золотом рынке. Объектом торговли являются как золотые слитки, так и монеты, пластины, листы, золотой лом. С 1980 г. Товарная биржа Гонконга начала осуществлять торговлю фьючерсными контрактами. К относительно новым внутренним свободным рынкам относится рынок золота в Турции. Другими важнейшими центрами торговли драгоценными металлами являются Дубай, Токио, Стамбул, где ежегодные операции с золотом оцениваются в несколько сотен тонн металла.

Среди участников рынка можно выделить следующие группы:

• *золотодобывающие компании.* Это важная категория участников рынка, так как они поставляют на рынок основное количество первичного золота;

• *промышленные потребители.* Эта категория участников включает промышленные предприятия, ювелирное производство, а также предприятия по очистке и облагораживанию золота (аффинаж);

• *биржевой сектор.* В ряде стран на крупнейших биржах существуют специальные секции по торговле золотом и другими драгоценными металлами. Там могут торговаться разнообразные инструменты, имеющие отношение к золоту: срочные контракты на металлы, слитки и монеты, ценные бумаги, номинированные в золоте;

• *инвесторы.* Имеют различные интересы, что порождает разнообразные формы вложений в инструменты, связанные с золотом;

• *центральные банки.* Их роль на рынке драгоценных металлов многогранна. С одной стороны, они являются

крупнейшими продавцами и покупателями золота; с другой — в их функции входит установление правил торговли золотом на рынках;

• *профессиональные дилеры и посредники.* Эту группу составляют прежде всего коммерческие банки и специализированные компании (торговые ассоциации, маркет-мейкеры, дилерские, брокерские и клиринговые конторы).

Совокупный мировой спрос на золото (табл. 11.4) по итогам 2011 г. составил около 4067,1 т общей стоимостью более 205,5 млрд долл. Увеличению потребления способствовал в основном инвестиционный сектор, запросы которого достигли 1640,7 т, что оказалось на 5% больше, чем в 2010 г. Объем приобретений этого драгоценного металла центральными банками по всему миру вырос до 440 т по сравнению с 77 т в предыдущем году. Этот факт свидетельствует о необходимости для банков диверсификации активов, снижения зависимости от иностранных валют и защиты национальных богатств.

*Таблица 11.4*

**Структура совокупного спроса на золото в мире (т)**

| Годы | 2011 | | | | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| Периоды | I кв. | II кв. | III кв. | IV кв. | V кв. |
| Реализовано, всего | 1150,7 | 1049,4 | 1225,9 | 1142,5 | 1097,6 |
| В том числе: | | | | | |
| – ювелирное дело | 554,7 | 473,6 | 468,9 | 475,7 | 519,8 |
| – промышленность | 115,5 | 118,6 | 115,1 | 103,5 | 107,7 |
| – электроника | 80,4 | 84,1 | 82,7 | 72,7 | 75,4 |
| – стоматология | 11,3 | 10,9 | 10,7 | 10,5 | 10,5 |
| – инвестиции | 343,8 | 392,9 | 499,8 | 450,6 | 389,3 |
| – слитки, монеты, медали | 405,6 | 340,8 | 422,2 | 355,8 | 337,9 |
| – ETF-фонды | 62,1 | 51,7 | 77,6 | 94,8 | 51,4 |
| – официальный сектор | 137 | 64,7 | 142,1 | 112,7 | 80,8 |

*Источник*: Gold Demand Trends/First quarter. 2012.

Самый высокий спрос в 2011 г. был зафиксирован в Индии, КНР и Европе, где крупными покупателями золота выступили Швейцария и Германия. Эксперты связывают

интерес к драгоценному металлу в Европе как к надежному вложению денег с продолжающимся кризисом в зоне обращения единой валюты и ожиданиями появления новых планов по финансовому стимулированию глобальных рынков. Использование золота в электронике в 2011 г. повысилось на 1,1% – до 330,4 т (16,7 млрд долл.). Совокупный спрос на драгоценный металл для использования в промышленности в 2011 г. составил 463,5 т (рост к предыдущему году на 28%) стоимостью 23,4 млрд долл. Мировое потребление золота в ювелирных изделиях в 2011 г. достигло рекордного стоимостного показателя в 99,2 млрд долл., хотя в физическом выражении оно сократилось на 3% – до 1962,9 т. В последние несколько лет КНР и Индия формируют более 50% мирового спроса на ювелирные изделия и почти 45% – совокупного мирового спроса на физическое золото. Глобальная золотодобывающая промышленность в 2011 г. достигла рекордных показателей – 2809,5 т, что на 4% больше, чем в 2010 г. Наибольшие объемы выпуска были зафиксированы в КНР (около 360 т), Австралии (270 т), США (237 т), России (211 т). Все эти государства в 2011 г. смогли нарастить производство золота в сравнении с 2010 г. В результате мировая добыча металла в 2011 г. составила около 2700 т, что на 5,4% выше показателей предыдущего года.

Объектом торговли при физической поставке металла является аффинированное золото в слитках определенных размеров. Эти слитки часто называют банковскими или финансовыми. Самым известным стандартом является London Good Delivery. Он содержит ряд основных требований:

- вес слитка – 350–400 унций (11,5–13 кг);
- аффинажная фирма, проставляющая клеймо на слитках, должна быть включена в специальный список лондонского рынка;
- чистота металла должна быть не менее 995 долей чистого золота на 1000 долей лигатуры;
- на слитке должен быть ряд обязательных отметок:

а) проба;

б) серийный номер;

в) клеймо изготовителя и органа пробирного надзора с указанием веса с точностью до 0,25 тройской унции.

Цена устанавливается в долларах США за одну тройскую унцию 100%-ного золота.

**Справка.** Одна тройская унция составляет 31,1034807 г. Цена на слиток пересчитывается в зависимости от пробы слитка.

Например: цена фиксинга — 1 тр. унц. = 1150 USD.

Проба слитка — 995.

Таким образом, цена 1 тр. унц. слитка = 99,5 · 1150/100 = = 1144,25 USD.

Цены на золото в последние годы значительно возросли в силу экономического кризиса, когда рядовые инвесторы пытаются вложить свои сбережения в высоколиквидные товары и наиболее надежные активы. Тем самым резко возрастает спрос на золото, в то время как предложение на золото стабилизировалось. По данным Всемирного совета по золоту (World Gold Council, WGC), мировые запасы золота оцениваются в 163 тыс. т, в том числе запасы золота в государственных резервах стран мира по состоянию на 1 января 2011 г. составляют 30,5 тыс. т.

Среднегодовые цены на золото в XXI в. росли практически ежегодно (табл. 11.5), а с 2005 по 2011 г. эта тенденция только усиливалась, несмотря на влияние кризисных явлений 2008—2009 гг. Так, в 2008 г. средняя годовая цена на металл на мировом рынке выросла к предыдущему году на 25,4%, в 2009 г. рост составил 11,5%, быстрый рост продолжился и по итогам 2010 и 2011 гг. Всего же за период с 2005 по 2011 г. в среднегодовом выражении золото подорожало почти в 3,5 раза, причем наибольший прирост в цене был отмечен в 2006 г., в кризисном 2008 г., в 2010 и 2011 гг.

Аналитики компании Barrick Gold полагают, что цены на золото уже устойчиво превысили 1500 долл./унц. Аналитики из Bank of America Merrill Lynch ожидают новые исторические максимумы по золоту, поскольку геополитический фактор всегда имел огромное значение на этом рынке. Некоторые аналитики не исключают вероятности подорожания золота до 2500 долл./унц., поскольку инвесторы «вкладываются» в него в ответ на неопределенности относительно реального состояния глобальной экономики и эффективности денежной политики.

*Таблица 11.5*

**Уровень роста цен на золото**

| Годы | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Долл. США/ тр. унц. | 444,74 | 603,46 | 695,39 | 871,96 | 972,35 | 1224,53 | 1571,52 |

*Источник*: Kitco Inc.

Тем не менее, реальное «замедление» экономик многих стран Европы способствует снижению цен на драгоценные металлы. До тех пор, пока проблемы в зоне евро будут усиливаться, тренд на рынке золота, сформированный в последние годы, сохранится. Однако если власти вновь решат прийти на помощь рынкам на фоне усугубления долговых проблем и опасности развала еврозоны, то падение сначала прекратится, а затем котировки вернутся в более приемлемый для участников рынка диапазон 1650—1700 долл./унц.

В последние годы в мировой золотодобыче произошли серьезные структурные изменения. Прежде всего, это касается ее географической структуры. Так, если традиционный лидер мировой добычи золота ЮАР добыла в 1980 г. 675 т золота, в 1990 г. — 605 т, то в 2006 г. — только 254 т, потеряв позиции крупнейшего мирового производителя золота. На смену ЮАР пришел новый лидер — Китай, добывший в 2006 г. 270 т золота. В 2009 г. объем производства золота в Китае достиг 313,98 т, в 2010—340,0 т, четвертый год подряд обеспечивая ему первое место в мире. Новые крупные производители золота появились также в юго-западной части бассейна Тихого океана: Филиппины, Папуа — Новая Гвинея, Индонезия, Латинская Америка. Например, Индонезия в 1992 г. производила 2 т золота, в 2005 г. — уже 114 т; в Перу золотодобыча увеличилась с 18 т в 1992 г. до 203 т в 2006 г. Одной из важнейших тенденций стал прирост добычи в беднейших странах, которые зачастую существуют в основном за счет экспорта золота. Например, доля золота в общем объеме экспорта в Гане составляет треть, а в Мали — половину. Мировое производство золота не является стабильным в последнее десятилетие. В дальнейшем соответствующий спрос будет определяться инвестиционными предпочтениями, обусловленными неопределенностью перспектив американской и китайской экономик, опасениями, связанными с решением европейской долговой проблемы, инфляционным давлением, нестабильностью на Ближнем и Среднем Востоке и в Северной Африке, угрозами развития военных конфликтов в Сирии и Иране. Таким образом, инвесторы интересуются данным драгоценным металлом в условиях неопределенности общего состояния мировой экономики и сомнений в эффективности проводимой рядом стран денежной политики. В последние годы понятие центра по торговле золотом претерпело определенные изменения в связи с переносом части

операций с золотом в Интернет. Широкое применение интернет-технологий и бурное развитие электронной коммерции способствуют частичному переходу розничной и мелкооптовой торговли в сеть «глобальной паутины». Главным связующим звеном на рынке драгоценных металлов, формирующим их экономический оборот, движение металла от производителя к потребителю, от одних владельцев к другим, являются банки. Банки выступают ключевым элементом в системе финансового посредничества на рынке драгоценных металлов, оставаясь его крупнейшими операторами. Сегодня банки осуществляют самые разнообразные операции с драгоценными металлами: сделки купли-продажи наличного и «бумажного» (безналичного) металла, привлечение денежных средств на металлические счета во вклады, размещение драгоценных металлов для хранения, предоставление ссуд под залог драгоценных металлов, доверительное управление и хранение драгоценных металлов. Однако основным видом банковских операций с золотом были и остаются торговые сделки, главным образом оптового характера, которые сосредоточены на международном межбанковском рынке драгоценных металлов. Всего через банки проходит около 90% мирового оборота драгоценных металлов.

Банковские операции купли-продажи драгоценного металла условно можно разделить на две большие группы: кассовые и срочные операции. *Кассовые (текущие) операции* купли-продажи металла осуществляются на условиях спот с датой валютирования (датой зачисления-списания металла и валюты) не позднее второго рабочего дня после дня заключения сделки. Международный рынок текущих операций называется спот-рынком (spot market). Целями проведения кассовых операций служат формирование либо реализация фонда драгоценных металлов банка, выполнение клиентских заявок, а также страхование инфляционного риска, т.е. риска обесценения национальной валюты. Отправной точкой для определения ценовых параметров с физическим золотом является цена лондонского рынка («локо», Лондон).

*Срочные операции* представляют собой договор, предусматривающий поставку драгоценного металла на срок, превышающий второй рабочий день (зачастую через 1—3 месяца и более), на условиях, которые оговариваются в момент его заключения. Эти условия включают в числе прочих цену, количество и сроки поставки металла. Основными видами срочных банковских операций с налич-

ным металлом являются форвардные сделки, а также сделки своп. Подобные сделки осуществляются банками напрямую, минуя биржевой рынок. Срочные операции обычно проводятся с целью страхования (хеджирования) рисков, связанных с неблагоприятным изменением цен в будущем, обеспечения гарантированного сбыта или поставок металлов, временного арбитража, а также в спекулятивных целях.

Объемы сделок типа своп на мировых рынках превышают объемы операций типа спот, ибо золотые свопы не так сильно влияют на состояние рынка драгоценных металлов, как сделки спот. Стандартная сделка по этим операциям обычно составляет не менее 1 т (32 тыс. унций металла). Наряду с чисто банковскими операциями с драгоценными металлами банки также осуществляют операции с драгоценными металлами, которые опосредует биржа. Основным видом срочных банковских операций купли-продажи «бумажного» металла являются *фьючерсные* и *опционные сделки*. В отличие от срочных сделок с наличным металлом, совершаемых главным образом на межбанковском рынке, срочные сделки с «бумажным» металлом (без поставки физического золота) осуществляются банками за свой счет или за счет клиентов преимущественно на биржевом рынке.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Контрольные вопросы и и задания

1. Что такое международные финансы?
2. Каковы функции международных финансов?
3. Назовите участников международных финансовых отношений.
4. Что такое международные финансовые ресурсы?
5. Определите специфику национальной, региональной и мировой финансовых систем.
6. Какова роль институциональных инвесторов в развитии международных финансовых отношений?
7. Какие виды финансовых инноваций вы знаете?
8. Назовите отличительные черты венчурного бизнеса.
9. Какие системы и технологии обеспечения международных расчетов вы знаете?
10. Охарактеризуйте офшорную деятельность компании.
11. Какую роль выполняет мировой рынок золота в современных условиях?
12. Какова структура мирового рынка золота?
13. От чего зависят мировые цены на золото?

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Современные рынки золота и их роль в глобальной экономике.
2. Функционирование рынка золота в России: проблемы и перспективы.

## Литература

*Борисов, С. М.* Золото в современном мире. — М. : Наука, 2006.

*Букато, В. И.* Современный рынок золота / В. И. Букато, М. Х. Лапидус. — М. : Финансы и статистика, 2004.

*Варламова, С. Б.* Банковские операции с драгоценными металлами и драгоценными камнями : учеб. пособие / под ред. О. И. Лаврушина. — М. : КноРус, 2010.

*Гаухман, О. Л.* Центральные банки на мировом рынке золота // Банковское дело. — 2009. — № 6.

*Геддес, Р.* IPO и последующие размещения акций : пер. с англ. / науч. ред. Д. Кушаев. — М. : Олимп-Бизнес, 2008.

## Интернет-ресурсы

URL: http://www.cbr.ru/.
URL: http://bankir.ru/.
URL: http://www. webeconomy.ru.
URL: http://www.globfin.ru.
URL: http://www.zolotodb.ru/gold.
URL: http://www.invest-profit.ru.
URL: http://www.GoldenFront.ru.

# Глава 12
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• роль международных рынков ценных бумаг в международном движении капитала;

***уметь***

• анализировать особенности функционирования международного рынка долговых ценных бумаг, рынка акций и фондовых деривативов;

***владеть***

• анализом операций на международных рынках долговых ценных бумаг, рынка акций и фондовых деривативов.

## 12.1. Международные рынки ценных бумаг: сущность и структура

*Рынок ценных бумаг* можно определить с двух позиций:

1) это совокупность социально-экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг;

2) это функционально-институциональный механизм перераспределения свободных денежных средств и капиталов между субъектами экономической системы, способствующий трансформации сбережений в инвестиции посредством купли-продажи финансовых активов, оформленных в различные ценные бумаги.

Ценные бумаги *(securities)* – это финансовые документы, удостоверяющие право собственности их владельца на активы и приносящие доход в виде дивиденда или процента *(акции, облигации, векселя, ваучеры, чеки, закладные* и т.п.); а также денежные документы, в которые могут

инвестироваться средства банков, доверительных фондов и др. (управляемые ими по доверенности). Ценные бумаги, как правило, обладают обращаемостью и являются специфическим «товаром» на одном из самых сложных, объемных финансовых рынков — рынке ценных бумаг.

Ценные бумаги, которые обращаются на рынке, — свидетельство того, что покупатель (инвестор) участвует в создании капитала предприятия, выпустившего ценные бумаги (эмитента). Если рассматривать ценные бумаги в качестве рыночного «товара», то они имеют следующие характеристики:

а) они должны иметь номинальную цену;

б) должен быть установлен срок их обращения;

в) должен быть установлен режим выплат дивидендного или процентного дохода.

Рыночный курс ценных бумаг зависит от нормы процента, размера выплат, срока функционирования и социально-психологических ожиданий участников рынка.

Все ценные бумаги подразделяются на:

а) на долговые (например, в облигации указано, что владелец данной ценной бумаги является кредитором, а не владельцем предприятия-эмитента). В ней также твердо указано обязательство выплатить номинал долга;

б) долевые ценные бумаги (например, акция показывает, что владелец этой ценной бумаги является совладельцем предприятия-эмитента). На ней указывается непосредственная доля держателя в реальной собственности.

Структура международных рынков ценных бумаг представлена на рис. 12.1.

*Рис. 12.1.* **Структура рынка ценных бумаг (мировой фондовый рынок)**

Мировой рынок средне- и долгосрочных ценных бумаг следует относить к денежному сегменту финансового рынка, так как на нем совершаются сделки с финансовыми инструментами в ликвидной форме, т.е. *они могут быть быстро* проданными на рынке и использоваться для оплаты текущих обязательств покупателя. Высокой ликвидностью обладают казначейские облигации, чеки, векселя, банковские сертификаты, коммерческие ценные бумаги и др. Но в силу процессов секьюритизации эти бумаги путем пролонгирования становятся из краткосрочных средне- и долгосрочными (см. подробнее в гл. 8).

Международные рынки капитального долевого финансирования и рынки долгового *капитального финансирования* являются частью рынка капитала, где совершаются относительно долгосрочные инвестиционные операции, которые обеспечивают формирование собственного (акционерного) капитала фирм и корпораций, привлечение инвестиций и перераспределение корпоративного контроля путем слияний и поглощений. Здесь обращаются акции и депозитарные расписки, долгосрочные корпоративные и государственные облигации и т.д.

Условно рынок ценных бумаг *можно разделить на облигационный* рынок и рынок титулов собственности (акций).

**Справка.** В 2003 г. объем мирового рынка облигаций составлял 51 304,7 млрд *долл.*, или 141% мирового ВВП. При этом на государственные облигации приходилось 19 993,6 млрд долл., на корпоративные — 31311,1 млрд долл. Мировой рынок акций в 2003 г. составил 31 202,3 млрд долл., или 86% мирового ВВП. К концу первого десятилетия XXI в., по данным Банка международных расчетов, величина ресурсов в виде наличных денег и средств на текущих и срочных счетах банков равнялась почти 54 трлн долл., размер мирового ВВП достигал примерно 62 трлн, а объем мировых рынков ценных бумаг составлял *около 154 трлн долл.*

*Источник*: McKinsey Global Institute; World Federation of Exchanges, BIS, Bankscope, IMF. 2011.

Главное предназначение рынка ценных бумаг — аккумуляция и перераспределение финансовых ресурсов между участниками экономических отношений, т.е. посредничество в движении временно свободных денежных средств от инвесторов к эмитентам ценных бумаг. Это предназначение выражается в процессе выполнения множества экономических задач. Среди них отметим главные: аккумулирование

временно свободных денежных ресурсов и направление их на развитие перспективных отраслей экономики; обслуживание государственного долга; трансформацию отношений собственности; обеспечение корпоративного и реального контроля над фондовым капиталом на основе государственного регулирования; формирование рыночной инфраструктуры, отвечающей мировым стандартам; прогнозирование перспективных направлений развития экономики в целом и рынка ценных бумаг в частности.

В процессе решения вышеназванных задач рынок ценных бумаг выполняет множество функций, которые условно можно разделить на две группы:

1) общерыночные функции, т.е. присущие любому рынку;

2) специфические функции, которые выполняет только рынок ценных бумаг.

К специфическим функциям рынка ценных бумаг относятся:

- *перераспределительная* (перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности, финансирование дефицита государственного бюджета, передел собственности);
- *инвестиционная* (перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной формы в инвестиционные ресурсы);
- *спекулятивная* (вложение средств в недооцененные ценные бумаги с целью получения большего дохода при их реализации).

Одной из важнейших функций рынка ценных бумаг является *функция страхования* ценовых, финансовых и инвестиционных рисков (хеджирование при помощи производных финансовых инструментов).

Таким образом, рынок ценных бумаг охватывает как кредитные отношения, так и отношения совладения, выражающиеся через выпуск ценных бумаг, которые имеют собственную стоимость, в связи с чем могут продаваться, покупаться и погашаться, а также огромный сегмент финансовых деривативов.

Существуют различные классификации рынков ценных бумаг. В табл. 12.1 представлены основные виды и подвиды рынков ценных бумаг в зависимости от классификационного критерия.

*Таблица 12.1*

**Классификация рынка ценных бумаг**

| Классификационный признак | Вид рынка | | | |
|---|---|---|---|---|
| По территориальному принципу | Международный рынок ценных бумаг.<br>Национальный рынок ценных бумаг нерезидентов.<br>Региональный рынок ценных бумаг | | | |
| По виду ценной бумаги | Рынок акций | | | |
| | Рынок облигаций.<br>Рынок финансовых деривативов | | | |
| По эмитентам ценных бумаг | Рынок государственных и муниципальных ценных бумаг | | | |
| | Рынок корпоративных ценных бумаг | | | |
| | Рынок ценных бумаг предприятий и корпораций | Рынок банковских ценных бумаг | Рынок ценных бумаг инвестиционных институтов и т.д. | Рынок ценных бумаг инвестиционных институтов и т.д. |
| | Рынок евробондов и евроакций | | | |
| По отраслевому признаку | Рынок ценных бумаг нефтегазового комплекса<br>Рынок ценных бумаг пищевой промышленности и т.д. | | | |
| По виду сделок с ценными бумагами | Кассовый рынок.<br>Срочный рынок | | | |
| По способу организации торговли | Биржевой рынок ценных бумаг.<br>Межбанковский рынок ценных бумаг.<br>Компьютеризированный рынок ценных бумаг | | | |

Число классификационных признаков не является исчерпывающим. Эту классификацию можно продолжить в зависимости от поставленных целей.

Учитывая существующие различия в способах первоначального размещения ценных бумаг и их последующего обращения, выделяют *первичный* и *вторичный* рынки ценных бумаг. Реализация экономических интересов эмитентов происходит на первичном рынке. Здесь эмитенты привлекают инвестиционные ресурсы путем выпуска (эмиссии) ценных бумаг. Таким образом, *первичный рынок ценных бумаг* — это рынок новых и повторных эмиссий (выпусков)

ценных бумаг, на котором происходит их первоначальное размещение среди первых инвесторов. В странах с развитой экономикой доля первичного рынка не превышает 5—15%, его ресурсы используются для регулирования структуры капитала корпораций и для размещения бумаг в ходе фирменных слияний и поглощений. Все последующие перепродажи ценных бумаг будут осуществляться на вторичном рынке ценных бумаг.

На *вторичном рынке ценных бумаг* уже не происходит аккумулирования новых финансовых ресурсов для эмитента, а наблюдается лишь перераспределение ресурсов среди последующих инвесторов. Следовательно, вторичный рынок является механизмом обращения ценных бумаг, позволяет инвесторам свободно покупать и продавать ценные бумаги, осуществлять свои цели на рынке (получение дохода, снижение риска, увеличение собственности). Отсутствие вторичного рынка ценных бумаг или слабая его организация сделали бы невозможным последующую перепродажу ценных бумаг инвесторами, снизили бы активность их участия в инвестиционном процессе, а предприятия, нуждающиеся в новых капиталах, остались бы без финансовой поддержки.

В структуре вторичного рынка выделяют биржевой и внебиржевой рынки. *Биржевой рынок* представлен обращением ценных бумаг на биржах. Фондовая биржа является механизмом, гарантирующим самую высокую ликвидность фондового рынка. По традиции фондовой биржей признается организатор торговли на рынке ценных бумаг, организующий торговлю между своими членами путем предоставления места для торговли, определения времени и правил торговли. В ходе биржевых торгов происходит *котировка* — установление рыночной цены обращающихся на бирже бумаг. На биржу допускаются бумаги крупных и надежных эмитентов, прошедшие *листинг,* т.е. процедуру включения в список торгующихся на данной бирже бумаг в соответствии с ее требованиями к эмитенту. Поэтому биржевые цены являются индикатором общеэкономической конъюнктуры.

*Внебиржевой рынок* охватывает обращение ценных бумаг вне бирж. В зависимости от общего уровня развития рынка ценных бумаг различают *развитые* и *формирующиеся* (развивающиеся) рынки. По классификации Международной финансовой корпорации (МФК), в основу деления фондовых рынков по степени зрелости положены многие показатели: объем, риск, степень регулируемости, насыщенность

финансовыми инструментами и финансовыми посредниками, в том числе принимается во внимание и уровень развития рынка акций. Развитых рынков, по классификации МФК, насчитывается 23: это фондовые рынки Австралии, Австрии, Бельгии, Великобритании, Германии, Дании, Ирландии, Исландии, Италии, Испании, Канады, Люксембурга, Нидерландов, Новой Зеландии, Норвегии, Сингапура, США, Сянгана (Гонконга), Финляндии, Франции, Швейцарии, Швеции, Японии. В этот список не попали такие развитые страны, как Греция, Португалия, Израиль, где рынки ценных бумаг развиты недостаточно.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется в основном на национальном уровне путем создания национальных комиссий по регулированию рынка ценных бумаг. На международном уровне регулирование осуществляют профессиональные объединения: Международная ассоциация первичных рынков; Ассоциация участников фондовых рынков; Ассоциация участников международного рынка капитала, объединившая 430 фирм из 50 стран мира. Внебиржевые сделки с 1989 г. фиксируются в специальной системе подтверждения сделок, а с 2000 г. действует торговая система для совершения операций с долговыми инструментами.

## 12.2. Международный рынок капитального долевого финансирования (акций)

Международный рынок акций возник в середине 1980-х гг. на основе развития национальных финансовых рынков, либерализации финансовых отношений, внедрения новых технологий в торговлю акциями. И в настоящее время международный рынок тесно связан с внутренним рынком, так как он формируется преимущественно акциями, которые выпущены в стране эмитента и поступили в международный оборот через приобретение нерезидентами. Компьютеризация национальных финансовых рынков Великобритании, Франции, Швейцарии и Германии привлекла инвесторов к новому типу компьютерной, «безбумажной» торговли. Круг инвесторов значительно расширился, он не ограничивался резидентами из США, Европы и Японии, а включал инвесторов из развивающихся рынков Мексики, Китая и других стран.

*Акция (stock)* — это эмиссионная ценная бумага без установленного срока обращения и без долговых обязательств перед инвестором, которая свидетельствует о внесении определенной доли в капитал акционерного общества и закрепляет права ее владельца на получение пропорциональной части прибыли в виде дивидендов, а также на участие в управлении акционерным обществом. Она удостоверяет также право ее владельца 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 акциями, имуществом или сочетать различные формы выплаты. *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 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.

*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 — на треть, в странах с формирующимися финансовыми рынками — в 2,5 раза.

*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, и 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.

Акции, обращающиеся на мировом финансовом рынке, могут быть выпущены как в стране эмитента *(иностранные акции)*, так и непосредственно на международных рынках (*международные акции*). Больше всего эмитентов иностранных акций в США, Японии и Великобритании. За 1995—2000 гг. объем покупок нерезидентами акций американских корпораций увеличился более чем в 10 раз. Иностранные акции обращаются главным образом в Лондоне. В 2000 г. они составили 58% всех акций, котируемых в Лондоне. В меньшей степени иностранные акции представлены на NYSE — 10% от всех акций на бирже, NASDAQ — 4%. Бóльшая часть иностранных акций торгуется в форме депозитарных расписок. Эта форма торговли появилась в период Великой депрессии 1929—1932 гг., но свое быстрое развитие она получила сразу же после Второй мировой войны на Лондонском рынке. Депозитарные расписки: ADR и GDR (соответственно американские и глобальные депозитарные свидетельства) представляют собой особого рода выписку из банка, свидетельствующую о депонировании в нем ценных бумаг иностранного эмитента.

**Справка.** *Американские депозитарные расписки — АДР (American Depository Receipts, ADRs)* — свободно обращающиеся расписки (свидетельства) на иностранные акции, депонированные в банке США (как правило, это Bank of New York или Morgan Guarantee Trust), форма международной торговли акциями с 1927. В настоящее время на Американской фондовой бирже и внебиржевых рынках ценных бумаг, включая европейские, продаются сотни видов ино-

странных акций в форме АДР. Одна АДР может представлять часть акции, одну или несколько акций иностранной компании-эмитента. Если АДР «гарантированные», компания-эмитент предоставляет банку финансовую отчетность и оказывает ему помощь, а также может субсидировать управление АДР. «Негарантированные» АДР не предполагают подобного рода помощи со стороны эмитента. Различают четыре уровня АДР — неспонсируемые АДР, АДР-1, АДР-2 и АДР-3. Неспонсируемые АДР, АДР-1 и АДР-2 выпускают на акции, уже имеющиеся в обращении, а АДР-3 — на акции новой эмиссии. Неспонсируемые АДР выпускают для продажи конкретным иностранным инвесторам, которые по каким-то причинам предпочитают купить данные акции за пределами своей исторической родины. Чем выше уровень расписки, тем выше требования к раскрытию информации и надежности компании, на акции которой АДР выпущены. АДР деноминируются в той же валюте, что и обеспечивающие их акции, а также наследуют все политические и экономические риски страны-эмитента. Курсовая стоимость всех типов АДР, скорректированная на отношение СДР (специальные права заимствования) к обыкновенным акциям, в обязательном порядке идентична. Похожей формой сертификации являются американские депозитарные акции (ADS)[1].

Рынок международных акций возник в 1983 г., когда канадская компания Алкан и Белл (Alcan and Bell) выпустила свои акции на международном рынке.

**Справка.** По данным Dealogic, в 2011 г. — первой половине 2012 г. в США прошло 215 IPO (размещения на первичном рынке) на общую сумму 66,9 млрд долл. Среди крупнейших сделок — Facebook, вышедший на публичный рынок в мае 2012 г. и привлекший 16 млрд долл., HCA Holdings — сентябрь 2011 г. (3,79 млрд долл.), Kinder Morgan — февраль 2012 г. (2,86 млрд долл.), а американский разработчик онлайн-игр Zynga — декабрь 2011 г. (1 млрд долл.). Крупнейшим азиатским IPO во втором квартале 2012 г. стал листинг малайзийского производителя пальмового масла Felda Global Ventures Holdings Bhd, который разместил свои бумаги на Hong Kong Stock Exchange, собрав 3,1 млрд долл. В мае прошлого года успешно завершилось IPO швейцарской трейдинговой компании Glencore International, разместившей свои акции на Лондонской бирже LSE и Гонконгской бирже Hong Kong и выручившей 10,3 млрд долл.

В России крупнейшим является публичное размещение акций владельца поисковика Яндекс — Yandex N. V., прошедшее в мае 2011 г. на торговой площадке NASDAQ, за счет чего было получено 1,3 млрд долл. Если говорить о количественном показателе сделок

---

[1] *Румянцева Е. Е.* Новая экономическая энциклопедия. 4-е изд. М. : ИНФРА-М, 2012.

IPO по странам, то, по данным Thomson Reuters, первая тройка лидеров выглядит так: Китай — 388, Польша — 137 и Соединенные Штаты Америки — 108. По привлеченному капиталу Китай занимает лидирующие позиции (72,3 млрд долл.), на 2-м месте — США (36 млрд долл.), 3-е место заняла Швейцария (10 млрд долл.). По этому показателю высокий уровень и у России — 4,7 млрд долл. На сегодняшний день крупнейшими площадками являются Лондонская фондовая биржа и Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE). Тем не менее, нельзя недооценивать фондовые биржи развивающихся стран BRICS, которые начинают набирать обороты, и, возможно, в ближайшей перспективе публичные компании начнут размещать акции на этих площадках[1].

Возможны три способа выпуска акций на международном рынке:

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;

3) выпуск настоящих международных акций, номинированных в евровалютах. В этом случае акции фирмы проходят листинг одновременно на местной бирже и на одной или нескольких международных биржах.

Объем рынка евроакций невелик, но его отличает высокая динамика; за 1990—2000 гг. годовой выпуск международных акций развитых стран возрос в 34,2 раза и составил 253 млрд долл. Рынок евроакций привлекателен для эмитентов из-за низкой степени регулирования, относительно невысокой стоимости процедуры выпуска, возможности осуществления крупных эмиссий. Основными эмитентами на рынке евроакций выступают европейские государственные институты, которые при проведении крупной приватизации промышленных корпораций нуждаются в привлечении инвесторов с достаточным объемом ликвидности. Более простая процедура листинга в Лондоне по сравнению с Нью-Йорком сделала английскую столицу главным биржевым центром международных акций и евроакций.

На первичном финансовом рынке осуществляются миллиардные сделки по купле-продаже акций. Крупные выпуски евроакций с привлечением нескольких международных кор-

[1] Мировой рынок IPO: вчера, сегодня, завтра // Рынок ценных бумаг. 2012. № 7. URL: http://www.bvaluation.ru/smi/RCB_SAR_Interview_IPO_20120924.pdf.

пораций к эмиссии по сути являются *мировыми выпусками акций*. Примером мирового выпуска акций является эмиссия аргентинской нефтяной компании YPF в июле 1993 г. объемом 2,76 млрд долл. С помощью Merryl Lynch & Co и CS First Boston Group эта эмиссия была размещена в США, на рынке евроакций и на местном рынке в Аргентине (25% выпуска).

Наиболее привлекательными отраслями, в которые инвестируют свои капиталовложения международные инвесторы, являются финансовый сектор (20% всех инвестиций на мировом рынке акций в 2002 г.), информационные технологии (14%), здравоохранение (13%), производство потребительских товаров (13%), промышленность (10%).

Динамика рынка акций определяется по капитализации рынка и по обороту торговли акциями (рис. 12.2). Капитализация (или объем) рынка акций рассчитывается по совокупной курсовой стоимости акций компаний, имеющих регулярную котировку. На динамику мирового рынка акций в долговременном периоде оказали влияние многие причины общеэкономического характера, преобразования в финансовой системе, развитие международных финансовых рынков и т.п. В целом по капитализации акционерного капитала лидируют США.

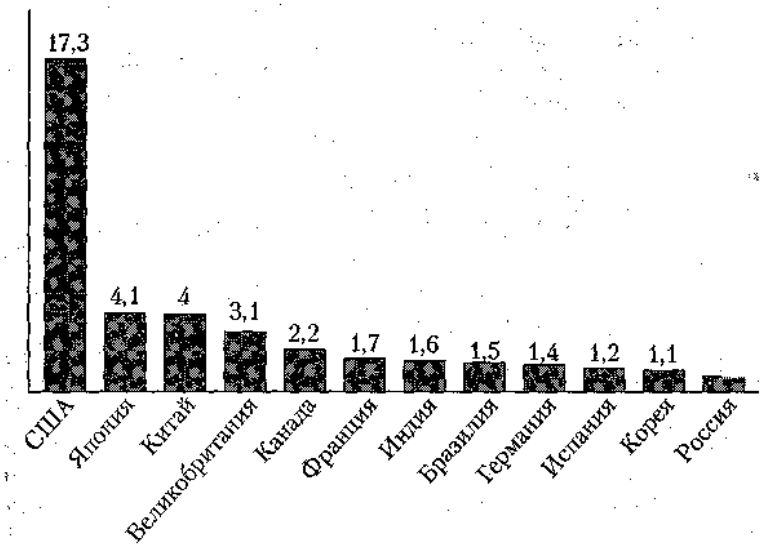



*Рис. 12.2.* **Капитализация национальных рынков акций на конец 2010 г. (трлн долл.)**

Существенное влияние на рынок акций оказала масштабная приватизация государственной собственности в 1980—1990-е гг., поскольку разгосударствление обычно сопровождается расширением компаний, образованием новых компаний-эмитентов и выпуском акций. Приватизация началась в 1980-е гг., и в 1990-е гг. она приняла массовый характер, охватив все страны. По некоторым оценкам, за 1980—1991 гг. было приватизировано 6800 крупных и средних предприятий в развитых и развивающихся странах; общая выручка от приватизации в развитых странах за 1990—2001 гг. составила около 1 трлн долл. Но основные приватизационные проекты осуществлялись в 1990-е гг.

Доля развитых стран в общей сумме доходов от приватизации равнялась 70%, в том числе стран ЕС — 42%, стран с формирующимися рынками — 30%. Другим важным фактором развития рынка акций является концентрация капитала посредством национальных и трансграничных слияний и приобретений (mergers and acquisitions — M&A). Бум на этом рынке был отмечен в 2005—2007 гг., когда объем сделок слияний и поглощений составил 1,6 трлн долл.

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 зависит от величины чистой прибыли, соответственно от дивидендов и темпов их роста, а также от уровня требуемой нормы доходности. Уровень требуемой нормы доходности акций определяется процентной ставкой по правительственным ценным бумагам (безрисковая норма доходности) плюс премия за риск. Величина премии за риск по рынку акций относительно стабильна (в США 6%); она почти равна разнице между доходностью акции и доходностью правительствен-

ных облигаций. В периоды экономического подъема обычно высокие прибыли сочетаются с низкими процентными ставками.

Котировки акций публикуются ежедневно. В *Wall Street Journal* им посвящены разделы *NYSE-Composite Transactions* (Сделки на Нью-Йоркской фондовой бирже), *AMEX - Composite Transactions* (Сделки на Американской фондовой бирже) и *NASDAQ National Market Issues* (Вопросы внебиржевого рынка NASDAQ). Данные о ценах акций публикуются в следующем формате (табл. 12.2).

*Таблица 12.2*

**Выборочная котировка акций на Нью-Йоркской фондовой бирже**

| YTD % Chg. | 52-Weeks | | Stock (Sym.) | Dlv. | Yld % | PE | Vol. 100's | Close | Net Chg |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | High | Low | | | | | | | |
| 0,6 | 23,85 | 15,50 | IntAlum IAL | 1,20 | 6,9 | 88 | 21 | 17,39 | 0,10 |
| 4,0 | 126,39 | 54,01 | IBM | ,60 | ,7 | 29 | 76523 | 80,57 | 3,07 |
| 1,9 | 37,45 | 26,05 | IntGameTch IGT | ,60 | 1,7 | 21 | 5952 | 35,78 | 0,68 |
| 2,9 | 80,10 | 47,75 | IntFlavor IFF | | | 24 | 9427 | 78,15 | 2,23 |

*Источник*: Wall Street journal. 2012. № 17.

Рассмотрим содержание каждого столбца на примере акции компании IBM:

YTD%Chg — процент изменения цены акции с начала календарного года, с учетом дробления акций и дивидендов, выше 10%;

52-Weeks Hi — самая высокая цена акции за последние 52 недели (126,39 для данной акции); 52-Weeks Lo — самая низкая цена акции за последние 52 недели (54,01 для данной акции);

Stock — наименование компании (в данном случае IBM), которое совпадает с сокращением, принятым для обозначения компании;

Dlv — годовая сумма дивидендов (0,60 долл. для данной акции);

Yld% — доходность акции, т.е. отношение суммы дивидендов к сегодняшней цене закрытия (для акции 0,6/80,57 = 0,7%);

PE — отношение цены акции к чистой прибыли компании в пересчете на одну акцию (29);

Vol. 100 s — количество акций (в сотнях), по которым заключены сделки в течение дня (7 652 300 акций компании IBM);

Close — цена закрытия (последняя цена торгового дня — 30,57 для акции IBM);

Net Chg — изменение цены закрытия по сравнению с предыдущим торговым днем (3,07 для акций компании IBM)[1].

Данные о торгах на бирже NASDAQ менее детальны и включают количество проданных лотов, цены текущего дня и изменение цены закрытия по сравнению с предыдущим днем. Котировки акций внебиржевого рынка (работающего через сеть дилеров) иногда публикуются в таком же виде, но чаще — лишь с указанием цены *bid* (по которой дилер готов купить акцию) и *ask* (по которой дилер готов продать акцию).

Привлекательность акций определяется их доходностью. Доходность акций включает три компонента — текущий уровень дивидендного дохода; реальный рост дивидендов; изменение стоимости акций, т.е. динамика соотношения цена/прибыль. За 1900—2005 гг. реальная доходность акций на мировом рынке в среднем составила 5%, дивидендный доход — 4,5%. Текущая доходность акции измеряется отношением дивиденда к цене акции в процентах. Показатель дивидендной доходности во всех развитых странах в долговременном периоде почти не меняется и в среднегодовом исчислении за ряд лет составляет 4—5%.

Сравнительно простая модель, широко используемая при оценке стоимости акций фирмы, — взять самые последние показатели прибыли в расчете на одну акцию и умножить их на коэффициент цена/прибыль сопоставимой фирмы. Коэффициент P/E цена/прибыль (price/earnings multiple) — это отношение рыночной цены акции к получаемой от нее прибыли после вычета налога.

Необходимо определить цену акции компании X. Прибыль компании X в расчете на одну акцию — 2 долл. Допустим, что сопоставимые фирмы, действующие в аналогичной сфере бизнеса, имеют средний коэффициент цена/прибыль, равный 10. Используя эту модель, можно вычислить цену акции компании X. Ее цена будет равняться 20 долл.

Ожидаемая стоимость акции компании *X* = прибыль в расчете на одну акцию фирмы *X* · среднеотраслевой коэффициент цена / прибыль = 2 долл. · 10 = 20 долл.

---

[1] *Мишкин Фредерик С.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков : пер. с англ. 7-е изд. М. : Вильяме, 2008. С. 212.

Нужно быть очень осторожным, применяя такую модель оценки. Необходимо удостовериться, что измеряемые величины действительно сопоставимы. Например, акции, выпущенные двумя фирмами, которые имеют идентичные размеры активов, но различное отношение задолженности к собственному капиталу, не могут быть сопоставимы. Более того, компании, действующие в одной и той же сфере бизнеса, могут иметь совершенно различные возможности для прибыльного роста и имеют, соответственно, различные коэффициенты цена/прибыль. Кроме того, некоторые компании не выплачивают дивиденды, так как реинвестируют всю чистую прибыль в развитие производства. В этом случае инвестор может рассчитывать только на курсовые разницы покупки и продажи акций. Поэтому в дополнение к рыночным методам оценки стоимости акций зачастую используются более трудоемкие бухгалтерские принципы оценки.

Доходы от международных инвестиций в акции зависят не только от дивидендов, но и от других факторов:

• макроэкономических — различия в экономическом развитии стран и их компаний сказываются на размерах доходов на торговых площадках;

• валютных курсов — тесная взаимосвязь мирового рынка акций и рынка Forex, выражающаяся, в частности, в функционировании рынка евроакций, приводит к тому, что разница в валютных курсах оказывает влияние на доходность акций в разных странах;

• политики и психологии — политический режим в той или иной стране непосредственно влияет на риски капиталовложений и соответственно воздействует на мотивацию инвесторов. Психологическая реакция инвесторов на новости и в целом на ситуацию на рынке различная в разных странах, что влияет на спрос и предложение на мировом рынке акций, а соответственно и на доходность.

В этой связи оценить международный рынок акций по динамике доходности от одной акции или одного выпуска проблематично. Поэтому эта динамика отражена в агрегированных показателях — *фондовых индексах*, которые показывают движение акций бирж, секторов и отраслей. Индексы могут быть капитализационными и ценовыми.

*Капитализационные индексы* измеряют общую капитализацию акций предприятий, используемых для расчета индекса. Под капитализацией понимается произведение текущей рыночной стоимости выпущенных предприятием

ценных бумаг на количество этих акций, находящихся в обращении. К капитализационному индексу относится индекс *Standard & Poors — S&P 500.* В базу его расчета входит акции 500 корпораций, в том числе 400 промышленных, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных. Капитализационным индексом является также сводный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE Composite Index), рассчитываемый по акциям всех корпораций, зарегистрировавшихся на бирже.

*Ценовые фондовые индексы* вычисляются как среднее арифметическое цен акций компаний, включенных в базу расчета индекса. Главным индексом этой группы является индекс Доу-Джонса. Публикуются четыре индекса Доу-Джонса:

- промышленный (Dow Jones Industrial Average, DJIA) — отражает движения курсов акций 30 крупнейших промышленных корпораций;
- транспортный (Dow Jones Transportation Average, DJTA) — показывает движение цен на акции 20 транспортных корпораций (авиа-, железнодорожных и автодорожных);
- коммунальный (Dow Jones Utility Average, DJUA) — отражает движения курсов акций 15 компаний, занимающихся газо- и электроснабжением;
- комплексный (Dow Jones Composite Average, DJCA) — рассчитывается на базе промышленного, транспортного и коммунального индексов.

**Справка.** Индекс Доу-Джонса впервые опубликовал в 1884 г. Чарльз Доу, основатель компании, издававшей известную финансовую газету *Wall Street Journal.* Первоначально индекс рассчитывался по акциям 11 железнодорожных компаний. В 1897 г. список был увеличен до 20 железнодорожных компаний. Первый промышленный индекс Доу-Джонса был рассчитан в 1897 г. по акциям 12 компаний. К 1916 г. размер выборки увеличился до 20, а в 1928 г. — до 30 компаний (как и сейчас). До недавнего времени в базу расчета индекса входили акции представителей так называемой старой экономики — Phillip Morris, General Electric, Caterpillar и др. В последние годы к ним присоединились представители «новой экономики» — Intel, Microsoft, IBM.

К ценовым фондовым индексам относятся также индексы Американской фондовой биржи (AMEX): основной рыночный индекс биржи, AMEX Major Market Index, отражающий движение цен 20 ведущих промышленных корпораций, и индекс рыночной стоимости биржи, AMEX Market Value Index, включающий более 800 выпусков акций корпораций всех крупных отраслевых групп.

Ценовым индексом является и индекс внебиржевого обор NASDAQ, в который включены акции около 3500 корпорац Наиболее популярные индексы, рассчитываемые в других стран Nikkey–225 (Япония), FTSE100 (Великобритания), CAC40 (Фран ция), DAX30 (Германия), Hang Seng (Гонконг). Из внебиржев фондовых индексов можно выделить промышленные (SOX, MS ВКН, XOI), технические (PREM, TICK, ARMS), индексы фьюче сов и опционов (MMI, SP100), большие индексы, аккумулирующ большое количество акций (Value Line 1700, Russell 3000, Wilshi 5000), индексы, принятые на развивающихся рынках (Barin Emerging Market Index).

## 12.3. Международные рынки долгового капитального финансирования

На международных рынках долговых ценных бумаг обращаются долговые ценные бумаги, эмитированные на внутренних (национальных) и на международных рынках. Объем мирового рынка долговых ценных бумаг (или мировой задолженности по ценным бумагам) с 1990 по 2010 г. увеличился в 5,8 раза; по отношению к мировому ВВП в 2 раза. В 1990 г. он составил 16,4 трлн долл. (74,2% мирового ВВП), в 2010 г. — 94,8 трлн долл. (150,7% ВВП).

Обращающиеся на рынке облигации в отличие от ресурсов мирового денежного рынка представляют собой долгосрочные долговые обязательства эмитентов. На рынке долгосрочного капитала обращаются облигации в виде бондов. *Облигации (бонды)* эмитируются преимущественно с фиксированной процентной ставкой. Они размещаются путем открытой подписки, имеют листинг на бирже и выпускаются на предъявителя посредством разовой сделки.

На вторичных рынках долгосрочного капитала торгуются долговые ценные бумаги предыдущих выпусков. Главными участниками рынка долгосрочных капиталов являются брокеры, дилеры, подписчики — 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.

Основными эмитентами-заемщиками на мировом и международных рынках являются международные организации

и развитые страны. Доля развитых стран снизилась: в 1990 г. она составляла 97,2%, в 2000 г. – 93,5, в 2010 г. – 90,6%; доля развивающихся и постсоциалистических стран поднялась за 1990–2000 гг. с 2,8 до 6,5% и в 2010 г. составила 9,4%. Эмитентами долговых ценных бумаг выступают государственные структуры, включая центральные и муниципальные органы власти, образующие государственный (общественный) сектор (public sector), и частные структуры (private sector).

Правительственные ценные бумаги играют особую роль на национальных и на международных рынках, недоступную частным финансовым продуктам, а именно: определяют уровень доходности для рынков частных ценных бумаг с фиксированным доходом; служат средством хеджирования; средством управления ликвидностью; являются надежным средством инвестирования; служат базовым показателем (benchmark) для определения доходности (уровня процентных ставок) на аналогичном сегменте рынка; используются для обеспечения валютных резервов. Важнейшей функцией правительственных ценных бумаг является определение уровня доходности частных ценных бумаг и уровня цен на эти бумаги. Данные ценные бумаги относятся к категории безрисковых вложений и в связи с этим имеют минимальную доходность. Нередко эти ценные бумаги называют «для вдов и сирот». Вместе с тем на европейских рынках ценных бумаг с фиксированным доходом часто используется кривая доходности свопов как определитель цены вместо установленного уровня доходности правительственных бумаг.

Инвесторы частного сектора на рынке облигаций образуют три группы: финансовые и нефинансовые корпорации, институциональные инвесторы и физические лица (розничные инвесторы). Из истории известно, что вначале 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 инвесторы. Среди них выделялись страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды, а в последнее время хедж-фонды. Хедж-фонды – крупные рисковые игроки на рынке ценных бумаг; они сыграли не последнюю роль в возникновении и развитии мирового финансового кризиса. В результате кризиса активы хедж-фондов сократились на 1/4. В связи с антикризисными мерами начался процесс укрупнения хедж-фондов и сокращения их количества. Инвесторы проявляют наи-

больший интерес к крупным фондам; большая часть ресурсов, размещенных в хедж-фондах во втором квартале 2010 г., оказалась в фондах с активами свыше 5 млрд долл.

*Международные облигации* можно разделить на:

1) *еврооблигации* (eurobonds) — выпускаются для размещения среди инвесторов разных стран, в связи с чем могут быть номинированы в различной валюте. Порядка 47% еврооблигаций выпускается в долларах США. Однако в связи с интеграционными процессами в Европе многие страны перешли к выпуску еврооблигаций, номинированных в евро. Возникнув в 1960-х гг., рынок еврооблигаций особенно активно начал развиваться после кризиса Бреттон-Вудской системы, когда доллар стал одной из сильнейших валют в мире, а финансовые инструменты, выраженные в нем, — инвестиционно привлекательными. Если в 1960—1970-х гг. ежегодные новые выпуски еврооблигаций не достигали 100 млрд долл., то в 1980-х гг. они составляли 200 млрд долл., в 1990-х гг. — уже более 500 млрд долл., а в текущем десятилетии превысили 1 трлн долл. Это составляет 4/5 всего объема на рынке международных облигаций;

2) *иностранные облигации* (foreign bonds) — выпускаются для размещения среди инвесторов конкретной страны и в соответствующей валюте. Как правило, им даются красочные названия, подчеркивающие национальные особенности страны. Например, облигации, размещаемые в Японии, называются «самураи», в США — «янки», в Испании — «матадоры», в Великобритании — «бульдоги» и т.д. Иностранные облигации стали активно использоваться с 1960-х гг. В 1964—1974 гг. их среднегодовой оборот составлял 2,6 млрд долл. После отмены ограничений по движению капиталов в США (1974 г.) годовой объем резко увеличился (до 16 млрд долл.) и сохранялся на таком уровне до конца 1970-х гг. В 1980-х гг., когда стали регистрироваться японские и швейцарские иностранные облигации, мировой рынок этих инструментов вырос до 40 млрд долл. Сегодня мировой рынок иностранных облигаций составляет около 100 млрд долл. в год;

3) *параллельные облигации* — один выпуск размещается в нескольких странах в соответствующих валютах;

4) *глобальные облигации* — облигации в валютах разных стран, обращающиеся в нескольких мировых финансовых центрах, представляют собой симбиоз параллельных обли-

гаций и еврооблигаций. Они не располагают собственной торговой системой и обращаются в рамках европейских систем Euroclearvi Cedeln, американской Fedwire. Торговля глобальными облигациями сложнее, чем другими видами облигаций, в силу различий в валютных курсах, временных задержек, вызванных различными часовыми поясами торговых площадок, а также проблем технического характера, связанных с необходимостью использования разных электронных систем.

Впервые глобальные облигации были выпущены в конце 1980-х гг. Всемирным банком с одинаковыми условиями на нескольких рынках (еврооблигаций, на американском рынке государственных долговых ценных бумаг, на японском финансовом рынке). Выпуск оказался успешным, и за ним последовали другие. Например, в сентябре 1993 г. Италия выпустила государственные глобальные облигации на срок 10 и 30 лет. Объем выпуска является самым большим за все время существования глобальных облигаций (более 10 млрд долл.). Облигации размещались на американском, европейских и азиатских рынках. Рейтинговые агентства дали высокую оценку итальянским глобальным облигациям. *Moody's* присвоило им рейтинг А–1, *Standard & Poor's* — АА. После Италии другие страны стали выпускать глобальные облигации, поэтому мировая среда глобальных облигаций представлена преимущественно облигациями государственных эмитентов.

Еврооблигации, как правило, проходят листинг на Лондонской и Люксембургской фондовых биржах. *Листинг* представляет собой процедуру проверки ценных бумаг с целью их допуска к торгам. Он необходим для обеспечения открытого доступа на мировой рынок к конечному инвестору. Эмитент может также провести частное закрытое размещение еврооблигаций напрямую инвесторам, как правило, одному. Перед эмиссией еврооблигации эмитент проводит ряд подготовительных мероприятий: аудит по международным стандартам, привлечение юридической компании в качестве консультанта, инвестиционного банка в качестве платежного агента, получение оценки мирового рейтингового агентства *(Standard & Poor's; Moody's; Fitch Investor Services; IBCA; Thomson Bank Watch)*, регистрацию и лишь затем размещение.

Открытой торговлей еврооблигациями занимаются дилеры. Объединившись в Ассоциацию международных

Ценовым индексом является и индекс внебиржевого оборота NASDAQ, в который включены акции около 3500 корпораций. Наиболее популярные индексы, рассчитываемые в других странах: Nikkey-225 (Япония), FTSE100 (Великобритания), CAC40 (Франция), DAX30 (Германия), Hang Seng (Гонконг). Из внебиржевых фондовых индексов можно выделить промышленные (SOX, MSH, BKH, XOI), технические (PREM, TICK, ARMS), индексы фьючерсов и опционов (MMI, SP100), большие индексы, аккумулирующие большое количество акций (Value Line 1700, Russell 3000, Wilshire 5000), индексы, принятые на развивающихся рынках (Barings Emerging Market Index).

## 12.3. Международные рынки долгового капитального финансирования

На международных рынках долговых ценных бумаг обращаются долговые ценные бумаги, эмитированные на внутренних (национальных) и на международных рынках. Объем мирового рынка долговых ценных бумаг (или мировой задолженности по ценным бумагам) с 1990 по 2010 г. увеличился в 5,8 раза; по отношению к мировому ВВП — в 2 раза. В 1990 г. он составил 16,4 трлн долл. (74,2% мирового ВВП), в 2010 г. — 94,8 трлн долл. (150,7% ВВП).

Обращающиеся на рынке облигации в отличие от ресурсов мирового денежного рынка представляют собой долгосрочные долговые обязательства эмитентов. На рынке долгосрочного капитала обращаются облигации в виде бондов. *Облигации (бонды)* эмитируются преимущественно с фиксированной процентной ставкой. Они размещаются путем открытой подписки, имеют листинг на бирже и выпускаются на предъявителя посредством разовой сделки.

На вторичных рынках долгосрочного капитала торгуются долговые ценные бумаги предыдущих выпусков. Главными участниками рынка долгосрочных капиталов являются брокеры, дилеры, подписчики — 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.

Основными эмитентами-заемщиками на мировом и международных рынках являются международные организации

и развитые страны. Доля развитых стран снизилась: в 1990 г. она составляла 97,2%, в 2000 г. — 93,5, в 2010 г. — 90,6%; доля развивающихся и постсоциалистических стран поднялась за 1990—2000 гг. с 2,8 до 6,5% и в 2010 г. составила 9,4%. Эмитентами долговых ценных бумаг выступают государственные структуры, включая центральные и муниципальные органы власти, образующие государственный (общественный) сектор (public sector), и частные структуры (private sector).

Правительственные ценные бумаги играют особую роль на национальных и на международных рынках, недоступную частным финансовым продуктам, а именно: определяют уровень доходности для рынков частных ценных бумаг с фиксированным доходом; служат средством хеджирования; средством управления ликвидностью; являются надежным средством инвестирования; служат базовым показателем (benchmark) для определения доходности (уровня процентных ставок) на аналогичном сегменте рынка; используются для обеспечения валютных резервов. Важнейшей функцией правительственных ценных бумаг является определение уровня доходности частных ценных бумаг и уровня цен на эти бумаги. Данные ценные бумаги относятся к категории безрисковых вложений и в связи с этим имеют минимальную доходность. Нередко эти ценные бумаги называют «для вдов и сирот». Вместе с тем на европейских рынках ценных бумаг с фиксированным доходом часто используется кривая доходности свопов как определитель цены вместо установленного уровня доходности правительственных бумаг.

Инвесторы частного сектора на рынке облигаций образуют три группы: финансовые и нефинансовые корпорации, институциональные инвесторы и физические лица (розничные инвесторы). Из истории известно, что вначале 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 инвесторы. Среди них выделялись страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды, а в последнее время хедж-фонды. Хедж-фонды — крупные рисковые игроки на рынке ценных бумаг; они сыграли не последнюю роль в возникновении и развитии мирового финансового кризиса. В результате кризиса активы хедж-фондов сократились на 1/4. В связи с антикризисными мерами начался процесс укрупнения хедж-фондов и сокращения их количества. Инвесторы проявляют наи-

больший интерес к крупным фондам; большая часть ресурсов, размещенных в хедж-фондах во втором квартале 2010 г., оказалась в фондах с активами свыше 5 млрд долл.

*Международные облигации* можно разделить на:

1) *еврооблигации* (eurobonds) — выпускаются для размещения среди инвесторов разных стран, в связи с чем могут быть номинированы в различной валюте. Порядка 47% еврооблигаций выпускается в долларах США. Однако в связи с интеграционными процессами в Европе многие страны перешли к выпуску еврооблигаций, номинированных в евро. Возникнув в 1960-х гг., рынок еврооблигаций особенно активно начал развиваться после кризиса Бреттон-Вудской системы, когда доллар стал одной из сильнейших валют в мире, а финансовые инструменты, выраженные в нем, — инвестиционно привлекательными. Если в 1960—1970-х гг. ежегодные новые выпуски еврооблигаций не достигали 100 млрд долл., то в 1980-х гг. они составляли 200 млрд долл., в 1990-х гг. — уже более 500 млрд долл., а в текущем десятилетии превысили 1 трлн долл. Это составляет 4/5 всего объема на рынке международных облигаций;

2) *иностранные облигации* (foreign bonds) — выпускаются для размещения среди инвесторов конкретной страны и в соответствующей валюте. Как правило, им даются красочные названия, подчеркивающие национальные особенности страны. Например, облигации, размещаемые в Японии, называются «самураи», в США — «янки», в Испании — «матадоры», в Великобритании — «бульдоги» и т.д. Иностранные облигации стали активно использоваться с 1960-х гг. В 1964—1974 гг. их среднегодовой оборот составлял 2,6 млрд долл. После отмены ограничений по движению капиталов в США (1974 г.) годовой объем резко увеличился (до 16 млрд долл.) и сохранялся на таком уровне до конца 1970-х гг. В 1980-х гг., когда стали регистрироваться японские и швейцарские иностранные облигации, мировой рынок этих инструментов вырос до 40 млрд долл. Сегодня мировой рынок иностранных облигаций составляет около 100 млрд долл. в год;

3) *параллельные облигации* — один выпуск размещается в нескольких странах в соответствующих валютах;

4) *глобальные облигации* — облигации в валютах разных стран, обращающиеся в нескольких мировых финансовых центрах, представляют собой симбиоз параллельных обли-

гаций и еврооблигаций. Они не располагают собственной торговой системой и обращаются в рамках европейских систем Euroclearvi Cedeln, американской Fedwire. Торговля глобальными облигациями сложнее, чем другими видами облигаций, в силу различий в валютных курсах, временных задержек, вызванных различными часовыми поясами торговых площадок, а также проблем технического характера, связанных с необходимостью использования разных электронных систем.

Впервые глобальные облигации были выпущены в конце 1980-х гг. Всемирным банком с одинаковыми условиями на нескольких рынках (еврооблигаций, на американском рынке государственных долговых ценных бумаг, на японском финансовом рынке). Выпуск оказался успешным, и за ним последовали другие. Например, в сентябре 1993 г. Италия выпустила государственные глобальные облигации на срок 10 и 30 лет. Объем выпуска является самым большим за все время существования глобальных облигаций (более 10 млрд долл.). Облигации размещались на американском, европейских и азиатских рынках. Рейтинговые агентства дали высокую оценку итальянским глобальным облигациям. *Moody's* присвоило им рейтинг А–1, *Standard & Poor's* — АА. После Италии другие страны стали выпускать глобальные облигации, поэтому мировая среда глобальных облигаций представлена преимущественно облигациями государственных эмитентов.

Еврооблигации, как правило, проходят листинг на Лондонской и Люксембургской фондовых биржах. *Листинг* представляет собой процедуру проверки ценных бумаг с целью их допуска к торгам. Он необходим для обеспечения открытого доступа на мировой рынок к конечному инвестору. Эмитент может также провести частное закрытое размещение еврооблигаций напрямую инвесторам, как правило, одному. Перед эмиссией еврооблигации эмитент проводит ряд подготовительных мероприятий: аудит по международным стандартам, привлечение юридической компании в качестве консультанта, инвестиционного банка в качестве платежного агента, получение оценки мирового рейтингового агентства *(Standard & Poor's*; *Moody's*; *Fitch Investor Services*; *IBCA*; *Thomson Bank Watch)*, регистрацию и лишь затем размещение.

Открытой торговлей еврооблигациями занимаются дилеры. Объединившись в Ассоциацию международных

облигационных дилеров (AIBD) в 1969 г., дилеры установили «правила игры» и стандарты операций с еврооблигациями и стали главными неофициальными «регулировщиками» такой торговли. В 1991 г. AIBD была переименована в ISMA (International Securities Market Association) и стала Ассоциацией международных фондовых рынков. В настоящее время ISMA насчитывает около 900 членов из Великобритании, Швейцарии, Германии, Люксембурга, США и других стран. Они лоббируют или отвергают разнообразные ограничения, которые пытаются ввести английские власти по торговле еврооблигациями на Лондонской фондовой бирже, внедряют нововведения, отказываются использовать некоторые электронные торговые системы и в целом являются координаторами рыночных операций с еврооблигациями. 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:

- анонимный на предъявителя;
- не привязан к определенной стране и не регулируется национальным законодательством;
- обладает высокой мобильностью, привлекает большое количество заемщиков и вкладчиков;
- обладает высокой степенью валютной эластичности;
- многовалютный;
- позволяет размещать большие объемы;
- ставки определяются по валюте на внутреннем рынке капитала в стране размещения;
- имеет низкие издержки;
- доходы не облагаются налогом;
- 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.

В табл. 12.3 приведены публикуемые в *The Wall Street Journal Europe* данные об итогах торгов выпусками облигаций, считающимися основными (benchmark) на национальных рынках.

*Таблица 12.3*

**Котировка правительственных облигаций (на 06.02.2012)**

| Coupon/Maturity | Price | Change | Yield | Prior Yield |
|---|---|---|---|---|
| | Euro-zone Benchmark Bonds | | | |
| Germany | | | | |
| 5,00% Bund of '06 | 100,49 | –0,03 | 4,37 | 4,36 |
| 5,25% Bund of '11 | 101,31 | –0,14 | 4,83 | 4,81 |
| France | | | | |
| 6,50% OAT of '11 | 100,58 | –0,25 | 4,92 | 4,89 |
| 5,00% OAT of '16 | 98,44 | –0,43 | 5,16 | 5,124 |
| | Other Benchmark Bonds | | | |
| Australia | | | | |
| 9,5% Oct 2003 | 106,93 | +0,01 | 4,71 | 4,74 |
| 10% Jul 2006 | 116,3 | +0,09 | 5,44 | 5,47 |
| Japan | | | | |
| 3,3% JGB of '06 | 109,6 | +0,12 | 0,66 | 0,68 |
| 1,1% JGB of '11 | 99,66 | –0,08 | 1,54 | 1,53 |
| U,K, | | | | |
| 8,5% GILT of '05 | 111,15 | –0,07 | 4,90 | 4,88 |
| 6,25% GILT of '10 | 101,44 | –0,25 | 4,83 | 4,8 |

Из этих данных следует, что, например, на рынке Японии можно было приобрести облигации японского правительства (JGB — Japan Government Bonds) с купонной ставкой (Coupon) 3,3% и сроком погашения (Maturity) в 2006 г., рыночная цена (Price) которых при закрытии торгов очередного дня составляла 109,6% номинала. Изменение (Change) цены закрытия по сравнению с ценой закрытия предыдущего дня составило +0,12% номинала. Доходность облигаций к погашению (Yield), исходя из цены закрытия, составляла 0,66% годовых, в то время как по цене закрытия предыдущего дня доходность к погашению (Prior Yield) была равна 0,68% годовых.

По облигациям с фиксированной процентной ставкой доход выплачивается в специально определенные периоды и дни погашения. Все денежные выплаты известны заранее,

и цена облигации представляет собой первоначальную стоимость и процентные платежи:

$$P = \sum_{n=1}^{N} \frac{J}{(1+r)^n} + \frac{R}{(1+r)^n},$$

где $P$ — текущая цена облигации; $J$ — выплаты по купонам за период времени; $R$ — основная сумма долга к погашению; $r$ — ожидаемый уровень доходности; $n$ — количество периодов до погашения.

**Пример 1**

Номинал облигации — 1000 долл., купонная процентная ставка, выплачиваемая раз в полгода, — 8%, срок погашения — 2 года. Предположим, инвестор хочет заработать с облигации как минимум 10%. Облигация приносит 80 долл. в год (1000 · 0,08). Максимальная цена, которую заплатит инвестор, составит 965,2 долл.

$$P = \frac{80}{(1+0{,}1)} + \frac{80}{(1+0{,}1)^2} + \frac{1000}{(1+0{,}1)^2} = 965{,}2 \text{ (долл.)}.$$

Из этого примера следует, что задача сводится к определению требуемой доходности. Требуемая доходность — величина, отражающая доходность финансовых активов (инструментов) со сравнимым риском (другими словами — доходность альтернативных инвестиций). Поэтому в качестве альтернативной инвестиции выбираются правительственные облигации и оценивается риск вложения в конкретную покупаемую ценную бумагу. При этом необходимо также учесть следующие факторы, определяющие требуемую доходность:

- тип эмитента;
- предполагаемая кредитоспособность эмитента;
- срок до погашения;
- оговорки выпуска;
- условия налогообложения;
- ожидаемая ликвидность.

## 12.4. Международные рынки фондовых деривативов

Один из сегментов рынка ценных бумаг называется рынком срочных контрактов, или рынком производных финансовых инструментов (деривативов). Выделение сегмента

срочного рынка фондовых ценностей в отдельный сегмент оправдано тем, что в качестве базового актива (предмет купли и продажи) этих финансовых инструментов выступают, во-первых, как финансовые, так и реальные активы, а во-вторых, здесь действуют особые правила торговли и оформления имущественных прав. С помощью деривативов продаются не собственно активы, а права на операции с ними.

Возникновение и становление рынка деривативов, в основе которых лежат финансовые активы, связано с отменой фиксированных валютных курсов и введением плавающих валютных курсов в 1970-е гг., что способствовало возникновению и расширению торговли иностранной валютой против доллара, и с созданием специализированных бирж финансовых деривативов сначала в США, а затем и в Европе.

Бум биржевой торговли финансовыми деривативами начался в США с конца 1970-х гг. и был обусловлен высокой прибыльностью и эффективностью защиты от ценовых рисков, которые обеспечивали эти инструменты. По оценке нобелевского лауреата Р. Мертона, реализация финансовых стратегий для финансовых институтов с использованием деривативов в 10–20 раз дешевле, чем при использовании базисных активов.

По сути финансовые деривативы направлены на минимизацию рисков, связанных с торговлей простыми финансовыми инструментами. Инвесторы, владеющие крупными объемами акций или облигаций, опасаются, что малейшие колебания цен на эти активы могут привести к значительным убыткам. Для предотвращения такой ситуации используются финансовые деривативы. Кроме того, банки в целях поддержания конкуренции с другими кредитными учреждениями нуждаются в долгосрочных контрактах с фиксированной процентной ставкой, чтобы колебания процентов не повлияли на финансовое состояние банков. Использование производных инструментов позволяет изменить срок и стоимость простого инструмента.

Производные инструменты включают форварды, фьючерсы, опционы и свопы, стоимость которых отражает изменение цены простых инструментов (акций, облигаций), являющихся предметом купли-продажи на биржевых и внебиржевых рынках. Деривативы могут быть не только финансовыми, но и кредитными — когда их базисным активом является кредитный инструмент.

Фондовые деривативы выполняют следующие основные функции:

1) обеспечивают страхование от рисков неблагоприятных колебаний процентных ставок и курсов ценных бумаг;

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.

Масштабы и динамика деривативного рынка измеряются номинальной стоимостью базисных активов обращающихся биржевых и внебиржевых контрактов, а также их количеством. Ввиду того, что деривативы — забалансовый финансовый инструмент, объем мирового рынка деривативов можно оценить только на основе экспертных оценок. Эти оценки серьезно расходятся: от нескольких сот триллионов до одного квадриллиона долларов США в год.

**Справка.** Сегодня, по данным *Futures Industry Association (FIA)* — одной из крупнейших в мире профессиональных ассоциаций деривативных бирж, только в США объем рынка деривативов составляет около 600 трлн долл., при этом мировой ВВП не превышает 70 трлн долл. В 2010 г. число сделок с деривативами выросло более чем на четверть, причем впервые азиатские торги обошли американские. Так, в мире за год было обработано 22,3 млрд контрактов, среди них 8,86 млрд сделок пришлось на страны АТР и 7,17 млрд контрактов — на Северную Америку. Это самый быстрый рост с 2007 г. В настоящее время порядка 85% мировой торговли деривативами приходится на внебиржевой рынок и лишь 15% — на биржевой. Причем 70—80% внебиржевого рынка приходится на срочные контракты, среди процентных инструментов которых более 75% — процентные свопы. На биржевом рынке порядка 90% торговли приходится на процентные деривативы. Интересно, что в последние годы на биржевом рынке фьючерсных контрактов заключалось в 1,5—2 раза меньше, чем опционных, однако сегодня их доли сравнялись.

*Источник*: Отчеты The Futures Industry Association, Report on trading volume in the global listed derivatives markets. 2011.

На рынке биржевых деривативов произошли существенные региональные сдвиги: за 2000—2010 гг. доля США снизилась с 57,3 до 46,4%, Европы — возросла с 29,4 до 47,6%, Азиатско-Тихоокеанского региона — снизилась с 11,2 до 3,7%, прочих регионов — увеличилась с 2,0 до 2,3%.

В валютной структуре внебиржевых инструментов преобладают контракты в евро, доля которых возросла за рассма-

триваемый период с 22,3 до 28,6%; доля долларовых контрактов возросла с 20,4 до 24,9%; контрактов, номинированных в фунтах стерлингов, — с 5,1 до 5,6%; доля неновых контрактов снизилась с 13,8 до 8,8%.

Деривативы торгуются на бирже и на внебиржевом рынке на основе двусторонних договорных контрактов. Внебиржевыми финансовыми деривативами торгуют не на биржах, обычно по телефону. Примером внебиржевого деривативa служит форвард — двустороннее обязательство на поставку финансового актива в будущем по установленной цене. Форвардная торговля появилась в 1980-е гг. Сегодня ее центром является Лондон, где выпускается около 90% всех форвардов, а дневной оборот превышает 5 млрд долл. Средние размеры форвардных контрактов — 5—10 млн долл. 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 ценные бумаги, акции и пр. На биржевом рынке обращаются стандартизированные, преимущественно краткосрочные, фьючерсные и опционные контракты. Около 3/4 биржевой торговли приходится на главные международные финансовые центры.

Рынок фондовых деривативов можно разделить на два сегмента: рынок кредитных деривативов и рынок деривативов акций.

Рынок кредитных деривативов представлен в основном четырьмя видами продуктов: дефолтными свопами (credit default swaps), свопами на совокупный доход (total rate of return (TROR) swaps), связанными кредитными нотами (credit-linked notes), опционами на кредитный спред (credit spread options). Все кредитные деривативы за определенную плату переносят кредитный риск с одного контрагента в сделке на другого. Из этих основных видов кредитных деривативов свопы на совокупный доход и опционы на кредитный спред наиболее часто используются на рынке долга развивающихся стран и стран с переходной экономикой (примерно 1/2 всего рынка кредитных деривативов). Традиционным инструментом является фьючерс. 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. Хеджируется изменение кредитной ставки.

На внебиржевом рынке преобладают традиционные деривативы; форвард, опцион и своп-контракты. Форвардный внебиржевой контракт представляет собой соглашение между банком и клиентом о продаже/покупке акций или облигаций по фиксированному курсу с поставкой через определенный период времени (чаще через один—шесть месяцев). Он заключается в случае, если платеж должен быть осуществлен через какой-то промежуток времени. Опцион дает право держателю купить/продать определенное количество активов по фиксированной цене исполнения опциона. Опционы позволяют разрабатывать многочисленные инновационные хеджинговые и спекулятивные стратегии посредством различных сочетаний с другими опционами и фьючерсами. 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. Своп-контракты позволяют фирмам получать долгосрочные финансы по наиболее низким ценам в сравнении с другими инструментами.

Расширению рынка деривативов способствовали быстрое формирование и распространение специализированных бирж, консолидация и централизация биржевой торговли, хотя этот рынок возник во внебиржевом секторе. 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.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Акция** — ценная бумага без установленного срока обращения и без долговых обязательств, удостоверяющая право ее владельца на долю в акционерном капитале компании, а также на пропорциональную часть прибыли и на остатки активов при ликвидации ком-

пании; 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.

**Базовый статус** *(benchmark status)* — позволяет определять условия доходности на определенном рынке и продавать свои долговые 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.

**Бонды** *(облигации)* — долговые ценные бумаги на предъявителя со сроком погашения свыше одного года, эмитируются правительствами, другими государственными институтами и частными корпорациями.

**Депозитарная расписка** — сертификат, удостоверяющий право собственности на долю в компании; выпускается депозитарием, представляет собой требование на акции и торгуется на соответствующих рынках: американские депозитарные расписки торгуются в США, европейские — в Европе, глобальные — на всех рынках.

**Иностранные (зарубежные) облигации** — облигации, эмитированные заемщиком на внутреннем рынке другой страны в местной валюте.

**Корпоративные ценные бумаги** — долговые и долевые (акции) ценные бумаги, эмитированные финансовыми и нефинансовыми корпорациями.

**Рыночные международные финансы** — это торгуемые финансы государственных и частных структур, 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.

## Контрольные вопросы и задания

1. Что представляют собой мировой и международные рынки ценных бумаг? Какова их структура?
2. Назовите основные виды акций и права владельцев различных видов акций.
3. Какие компании могут эмитировать акции?
4. Что показывают различные цены акции — номинальная, эмиссионная, рыночная, балансовая?
5. Кто выступает в качестве инвесторов в акции?
6. Укажите признаки, лежащие в основе классификации облигаций.
7. Что такое евроакции?
8. Перечислите биржевые индексы.

9. Дайте определение финансовых деривативов.
10. Назовите функции финансовых деривативов.
11. Какие риски управляются с помощью деривативов?
12. В чем заключается сущность своповой операции?
13. Что такое кредитные деривативы и в каких случаях они используются?

## Практическое задание

Номинал облигации — 3000 долл., ставка по платежам — 5%, выплачивается раз в полгода, срок погашения — 3 года. Инвестор хочет заработать на облигации как минимум 10%. Определите максимальную цену, которую он заплатит.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Характеристика эмитентов долговых ценных бумаг.
2. Основные направления развития хедж-фондов и их стратегии в условиях финансового кризиса.
3. Основные долговые ценные бумаги на международном фондовом рынке.
4. Процедура выпуска евробондов.
5. Функции группы менеджеров, андеррайтеров и трейдеров в процедуре выпуска евробондов.
6. Основные особенности рынка евробондов.
7. Особенности и преимущества рынка правительственных ценных бумаг.
8. Стратегия и препятствия к образованию единого финансового рынка еврозоны.

## Литература

Global Financial Stability Report. — IMF. — Washington. — P. 67.

International Capital Markets (2000) Developments & Trends in the Mature Markets. — IMF. — 2004—2012.

McKinsey Global Institute; World Federation of Exchanges, BIS, Bank-scope. — IMF. — 2011.

World Economic Outlook & International Capital Markets. — IMF. — Wash. — Dec. —2008—2013.

*Боди, З., Мертон, Р.* Финансы : учеб. пособие : пер. с англ. — М. : ИД «Вильяме», 2008.

*Буренин, А. Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. — М. : Научно-техническое общество им. С. И. Вавилова, 2009.

*Галанов, В. А.* Рынок ценных бумаг. — М. : ИНФРА-М, 2010.

*Гитман, Лоренс Дж., Джонк, Майкл Д.* Основы инвестирования : пер. с англ. — М. : Дело, 1997.

*Килячков, А. А.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело / А. А. Килячков, Л. А. Чалдаева. — М. : Юрайт, 2010.

*Костиков, И. В.* Дефолты на рынке муниципальных облигаций США: экономические аспекты. — М. : Наука, 2001.

*Миркин, Я. М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. — М. : Geleos Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011.

*Миркин, Я. М.* Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин [и др.]. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.

Мировой фондовый рынок и интересы России / отв. ред. *Д. В. Смыслов ; Ин-т мировой экономики и междунар. отношений.* — М. : Наука, 2007.

*Рубцов, Б. Б.* Современные фондовые рынки : учеб. пособие. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.

*Четыркин, Е. М.* Облигации: теория и таблицы доходности. — М. : Дело, 2005.

*Шарп, У.* Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. — М. : ИНФРА-М, 1997.

*Федякина, Л. Н.* Международные финансы : учеб. пособие. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Международные отношения, 2012.

## Интернет-ресурсы

Статистические данные Банка России. URL: http//www. cbr. ru/statistics/.

# Раздел 5
# РОЛЬ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ В СТАБИЛИЗАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНЫХ, КРЕДИТНЫХ И ФИНАНСОВЫХ ОТНОШЕНИЙ

# Глава 13
# ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ КАК СУБЪЕКТ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНЫХ, КРЕДИТНЫХ И ФИНАНСОВЫХ ОТНОШЕНИЙ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

- систему международных финансовых организаций;
- этапы ее формирования;

***уметь***

- анализировать деятельность и кредитную политику международных финансовых организаций;

***владеть***

- навыками выявления особенностей деятельности международных валютных и фондовых бирж, основных финансовых посредников в международном валютно-финансовом обороте.

## 13.1. Основные финансовые посредники в международном валютно-финансовом обороте

Важная роль в оптимальном функционировании международных валютных, кредитных и финансовых отношений отведена финансовым посредникам, которые действуют, как правило, не только на национальных, но и международных финансовых рынках. *Финансовыми посредниками* называются фирмы, главная функция которых заключается в обеспечении своих клиентов финансовыми продуктами и услугами с большей эффективностью, чем они могли бы получить от своих непосредственных операций на финансовых рынках. Простейшим примером финансового посредника может служить взаимный фонд, который объединяет финансовые ресурсы многочисленных мелких инвесторов и вкладывает собранные деньги в ценные бумаги. Взаимные фонды за счет

масштаба своих операций обеспечивают значительную экономию в области ведения учета и торговли ценными бумагами и, следовательно, предлагают своим клиентам более эффективный способ инвестирования средств в ценные бумаги, чем их покупка и продажа непосредственно самими инвесторами. Другими словами, финансовые посредники по взаимной договоренности с инвесторами «распоряжаются доходами» компаний и населения с целью их приращения. Финансовые посредники, которые осуществляют заимствования у людей, имеющих сбережения, и представляют кредиты остальной части населения, называются институциональными инвесторами.

Среди *основных типов институциональных инвесторов* следует выделить инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании. Их финансовые продукты, среди прочего, включают чековые счета, ценные бумаги и широкий диапазон страховых контрактов. В настоящее время самыми крупными институциональными инвесторами являются специализированные инвестиционные фонды (в частности венчурного финансирования), страховые (в частности хедж-фонды) и пенсионные фонды.

Институциональные инвесторы, вкладывающие капитал в венчурные компании (venture capital firms), похожи на инвестиционные банки, с той лишь разницей, что их клиентами являются не крупные корпорации, а фирмы, только начинающие свою деловую деятельность. Такие молодые компании с неопытным управленческим персоналом очень часто нуждаются не только в финансовой поддержке, но и в рекомендациях относительно ведения бизнеса. Венчурный банк (venture bank) — банк, создаваемый для кредитования «рисковых» проектов, например, разработок с неопределенным или весьма отдаленным по времени эффектом. Кредитные ресурсы такого банка формируются в основном за счет взносов государства, а также спонсорской поддержки; а при успешном осуществлении инновационных проектов и изобретений банк получает часть учредительского дохода, определенную долю прибыли от внедрения инновации.

*Страховые компании* — это финансовые посредники, основная функция которых заключается в предоставлении юридическим и физическим лицам возможности снизить степень риска путем покупки контракта особого типа. Такой контракт называется страховым полисом, и в соответствии с ним в случае возникновения конкретных, оговоренных

в нем обстоятельств клиенту выплачивается определенная сумма.

Участие в программах пенсионного планирования (пенсионных планах) в совокупности с личными сбережениями человека и пенсионными льготами, которые предусмотрены программой социального обеспечения страны, дают возможность предоставить человеку, вышедшему на пенсию, новый источник доходов, заменяющий допенсионные доходы. По сути *пенсионные фонды* — это специализированные организации, которые помогают клиенту устранять инвестиционный риск при накоплении пенсионного содержания. В некоторых странах, например в Германии, Японии и США, гарантии пенсионных фондов относительно выплаты пособий по старости в определенной степени поддерживаются государственными организациями.

*Компании по доверительному управлению инвестициями* консультируют и часто управляют взаимными и пенсионными фондами и другими объединениями активов в интересах отдельных лиц, фирм и государственных организаций. Они могут быть отдельными фирмами или входить в состав другой компании в качестве ее отдела, как, например, трастовая компания является частью банка, страховой компании или брокерской фирмы.

Многие фирмы, предоставляющие финансовые услуги, в качестве дополнительной деятельности занимаются сбором и распространением всевозможной финансовой информации. Однако существуют компании, которые специализируются в этой области деятельности. Старейшими компаниями, предоставляющими информационные услуги, являются рейтинговые агентства. Например, рейтинговые агентства Moody's и Standard&Poor's специализируются на определении кредитного рейтинга эмитентов ценных бумаг, а фирма Best's — кредитного рейтинга в сфере страхования. В последние годы появляется все больше фирм и отделов в рамках компаний, предлагающих услуги по проведению анализа финансовых показателей (например, Bloomberg и Reuters) или по предоставлению статистических сведений о результатах деятельности различных взаимных фондов (например, Upper, Morningstarn SET).

На сегодняшний день банки являются самыми крупными и старейшими финансовыми посредниками. Первые банки появились сотни лет тому назад в итальянских городах во времена эпохи Возрождения. Их основная функция сводилась

к предоставлению механизма платежей для осуществления расчетов и клиринговых операций, что способствовало развитию торговли товарами и услугами как на национальном, так и межстрановом рынках. В наши дни большинство фирм, которые называются банками, выполняют, по меньшей мере, две функции: принимают вклады и предоставляют займы, т.е. осуществляют депозитно-кредитные операции. В некоторых странах банки не только предлагают клиентские услуги по выполнению различных операций по предоставлению займов, но и выполняют функции взаимных фондов и страховых компаний. В Германии, например, такие банки называют *универсальными*. Существуют и *специализированные банки*, которые выполняют только отдельные операции, например брокерско-дилерские операции с ценными бумагами.

*Инвестиционные банки* (investment banks) — это фирмы, основная функция которых заключается в предоставлении частным компаниям, правительству и другим организациям помощи в привлечении средств, необходимых для финансирования их деятельности. С этой целью инвестиционные банки организуют выпуск ценных бумаг своих клиентов. Кроме того, инвестиционные банки способствуют, а порой инициируют слияния фирм или поглощение одной фирмой другой. Инвестиционные банки часто занимаются *андеррайтингом*, или *подпиской на ценные бумаги*, которые они размещают на рынке.

По форме собственности банки делятся на акционерные, частные, кооперативные, муниципальные и коммунальные, т.е. находящиеся в собственности местных органов власти, государственные, смешанные (с участием государства), межгосударственные; по видам совершаемых операций — на универсальные и специализированные (ипотечные, сберегательные, инвестиционные, венчурные и др.).

С точки зрения проведения инвестиционных банковских операций существуют следующие банки.

*Акцептный банк* (acceptance bank) — банк, специализирующийся на кредитовании внешней торговли, и *банк-корреспондент* (correspondent bank) — банк, продающий на основе корреспондентского договора банковские услуги по платежам и расчетам.

*Банк-эмитент* (bank-emitter) — банк (как правило, центральный), выпускающий в обращение (эмитирующий) денежные знаки или (обычно коммерческий банк) *ценные бумаги* и платежно-расчетные документы.

*Ипотечный банк* (mortgage bank) — банк, специализирующийся на ипотечных операциях (долгосрочные ссуды под залог недвижимости, аккумуляция ресурсов за счет эмиссии и размещения ипотечных облигаций или за счет пакетирования ипотечных ссуд и продажи долей участия (сертификатов на участие в пакетах ссуд). Отдельные ипотечные ссуды или пулы таких ссуд могут перепродаваться крупным институциональным инвесторам. За ипотечным банком сохраняется функция обслуживания размещенных ипотечных ссуд. Неуплата задолженности заемщиком в срок влечет потерю недвижимости; банк выпускает закладные листы, обеспечиваемые залоговой недвижимостью.

*Коммерческий банк* (commercial-bank) — кредитная организация, осуществляющая универсальные банковские операции для предприятий всех отраслей главным образом за счет денежных капиталов и сбережений, привлеченных в виде вкладов. Коммерческий банк — ведущее звено кредитной системы. Основное место в его операциях занимает кредитование промышленных и торговых предприятий.

*Сберегательный банк* (savings bank) — банк, специализирующийся на обслуживании населения, аккумулирующий денежные средства граждан и осуществляющий кредитные, расчетные и иные операции. Это может быть либо банк с акционерной структурой капитала, либо взаимно-сберегательный банк, который принимает сберегательные депозиты отдельных вкладчиков и размещает основную часть их средств в кредиты на приобретение недвижимости. Большинство взаимно-сберегательных банков имеют право открывать текущие счета своим клиентам. Сберегательный банк РФ является кредитной организацией, имеющей наиболее разветвленную филиальную сеть на территории России. Ему принадлежит 40% общего количества филиалов кредитных организаций в стране; его доля на рынке частных вкладов превышает 80% по рублевым вкладам и 50% по валютным вкладам; контрольный пакет акций Сбербанка принадлежит Банку России.

Термины *«депозитно-сберегательные»*, *«ссудосберегательные учреждения»* (depository savings institutions, thrift institutions) применяются для общего обозначения сберегательных банков, ссудосберегательных ассоциаций (S&Ls) и кредитных союзов. В США они конкурируют с коммерческими банками как в сфере депозитных операций, так и в области предоставления займов. Американские органи-

зации данного типа специализируются на предоставлении ипотечных займов для покупки домов и потребительских займов. В других странах существуют различные специализированные сберегательные институты, сходные по функциям со ссудосберегательными учреждениями и кредитными союзами США.

Любая финансовая деятельность ограничивается необходимостью соблюдения определенного набора правил и инструкций. Существуют правила, которые имеют статус закона и служат для ограничения определенных аспектов функционирования финансовой системы. Основными среди них считаются законы, охраняющие юридических и физических лиц от любого рода мошенничества и обеспечивающие соблюдение договорных обязательств. Эти законы отличаются в разных странах и периодически изменяются. Кроме того, роль финансовых посредников должна быть регламентирована с точки зрения нормативов и стандартов ведения финансовой деятельности.

С этой целью создается специальная финансовая инфраструктура, которая включает:

- организации по разработке процедур бухгалтерского учета и финансовых нормативов;
- расчетно-клиринговые организации, содействующие торговле финансовыми инструментами (биржи и расчетные палаты);
- регулирующие органы, надзирающие за взаимоотношениями участников финансовой системы.

Одни функции по регулированию и контролю финансовой системы выполняются организациями, объединяющими частные компании, другие — государственными организациями. Иногда организациями частного сектора становятся профессиональные узкоспециализированные ассоциации, например, Совет по стандартам финансового учета (FASB) в США; в других случаях — фондовые биржи, в третьих — торговые ассоциации, такие как Международная ассоциация торговли свопами (ISDA — International Swap Dealers Association). Поскольку государство является разработчиком законов и органом, следящим за их выполнением, оно несет полную ответственность за регулирование финансовой системы. Однако выполнение некоторых задач по ее регулированию передается в компетенцию организаций частного сектора. Так, например, в США существует *Комиссия по ценным бумагам и биржам* (SEC — Securities Exchange Commission).

Ее основная задача заключается в разработке конкретных требований к объему информации о раскрытии деятельности фирм, которая должна предоставляться ими при каждом публичном выпуске новых ценных бумаг. В других странах также функционируют аналогичные регулятивные органы.

В настоящий момент полномочия финансового контроля и регулирования в России разделены между двумя организациями. За деятельность коммерческих банков отвечает ЦБ РФ, обеспечивая соблюдение ими законодательства и норм рефинансирования, а со страховыми, биржевыми и фондовыми организациями работает Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). Следует подчеркнуть, что законодательного контроля за валютным рынком FOREX в России не предусмотрено. Подготовительную работу по этому поводу производит саморегулирующаяся организация FOREX-брокеров НП ЦРФИН.

К началу 2014 г. в России завершится окончательное переформатирование финансов путем слияния ЦБ РФ с ФСФР. Таким образом, будет создан супермегарегулятор отечественных финансовых рынков. Главной причиной необходимости слияния ФСФР и ЦБ РФ называют затруднение контроля за сложным механизмом отечественной финансовой системы. Оказывается, в России коммерческие банки и небанковские организации настолько глубоко переплетены, что их деятельность довольно сложно разделить по разным проверяющим инстанциям. В итоге постоянно возникает конфликт полномочий. Очевидно, что организовать синхронную работу ЦБ РФ и ФСФР совершенно нереально. Мировой опыт свидетельствует, что подобная схема регулирования и контроля за финансами существует только в двух странах. Это, во-первых, так называемое бюро BaFin, которое отвечает за финансовый надзор в Германии и, в отличие от Бундесбанка, не получает финансирования из госбюджета. А во-вторых, Монетарное управление Сингапура (MAS), которое совмещает функции ЦБ (рефинансирование банков, контроль иностранной валюты, монетный двор) и госрегулятора (контроль за страховым рынком и рынком ценных бумаг). В России планируется создать немецко-малайский гибрид на основе самоокупаемого ЦБ РФ, который имеет укомплектованный и квалифицированный штат для решения задач суперрегулятора финансовой деятельности в стране. Такая централизация регулирующих и контрольных функций должна послужить более

эффективному использованию денежно-кредитной политики для реализации различных общенациональных задач в области экономического роста и занятости.

*Центральные банки* — это финансовый посредник, основная функция которого состоит в содействии реализации задач государственной политики путем влияния на определенные параметры финансового рынка, например на количество денег в обращении. В одних странах деятельность центрального банка находится под непосредственным контролем исполнительных государственных органов, в других странах они обладают определенной степенью автономности. Центральный банк обычно является сердцем платежной системы страны. Он обеспечивает государство национальной валютой, под его управлением находится система межбанковских расчетов. Для того чтобы платежная система была эффективной, необходим, по меньшей мере, умеренный уровень инфляции, и центральные банки видят свою основную задачу именно в этом. Однако во многих странах от них ожидают действий, направленных на достижение таких целей, как полная занятость населения и обеспечение экономического роста.

Вокруг Центрального банка формируется национальная банковская система. *Банковская система* (bank system) — структура специализированных институтов, имеющих исключительные полномочия для осуществления банковской деятельности либо выполняющих представительские функции от имени иностранных банков. Различное правовое положение элементов банковской системы позволяет условно выделить в ней несколько уровней. В России сложилась двухуровневая банковская система: верхний (государственный) уровень занимает Банк России, а нижний — коммерческие кредитные организации, а также филиалы и представительства иностранных банков.

## 13.2. Международная банковская система

**Международная банковская система** — это глобальная экономическая категория, выражающая отношения разных взаимосвязанных банков и других кредитных учреждений различных государств, действующих в рамках международной финансовой системы, по поводу предоставления банковских услуг. Современная банковская система постоянно

расширяет круг предлагаемых клиентам финансовых услуг под влиянием усиливающегося действия закона конкуренции в сфере финансовых услуг. Вместе с обострением конкуренции закономерно увеличиваются предлагаемые финансовые услуги, и улучшается их качество. В последнее время наблюдается также тенденция к глобализации банковского дела. Современной закономерностью развития международной банковской системы является идущий с 1970-х гг. процесс дерегулирования финансовых отношений, т.е. определенная корректировка принципа финансовой среды в сторону усиления его рыночности.

Ядром международной банковской системы являются крупнейшие транснациональные банки, через которые осуществляется основное движение международных финансовых потоков. Они являются основными держателями валютных ресурсов и сконцентрированы в тех странах, где наличествуют либеральное налоговое законодательство и валютный режим для осуществления кредитных операций.

*Международная банковская деятельность (банкинг)* предполагает наличие широкой сети кредитных учреждений за границей, высокий удельный вес иностранных операций, а также высокую степень зависимости размеров их прибыли от заграничных источников. Для осуществления международных расчетов банки используют либо свои заграничные офисы и отделения, либо корреспондентские отношения с иностранными банками без учреждения юридического лица. Основные формы выхода коммерческих банков на внешний рынок — открытие представительств, филиалов, агентств, дочерних банков и других, менее распространенных в организационно-правовом отношении учреждений. Международная банковская деятельность без учреждения юридического лица за рубежом включает заключение договоров о системе корреспондентских отношений, участие в платежно-расчетных системах (типа SWIFT), учреждение банков-невидимок и иные формы. Увеличение доли зарубежных операций в общем объеме банковских операций и услуг, установление тесных корреспондентских отношений с сотнями и тысячами банков во всех точках земного шара, создание собственного заграничного аппарата, участие в банковских консорциумах и альянсах позволяют квалифицировать крупнейшие банки промышленно развитых стран не только как универсальные, но и как международные.

Коммерческие банки играют ключевую роль в финансовом обеспечении внешнеэкономической деятельности своих клиентов, кредитуя экспортно-импортные операции, предоставляя услуги в расчетах и в обеспечении надежности исполнения обязательств по внешнеторговым сделкам, открывая счета в иностранной валюте и осуществляя все необходимые операции, связанные с валютным обменом и страхованием от валютных рисков. Одной из важнейших функций международной банковской деятельности остается международное кредитование.

Особое место в мировом рынке банковских кредитов занимают международные публичные финансы, которые представляют собой совокупность финансовых активов, обязательств, инструментов и механизмов деятельности финансовых организаций, созданных на государственном и межгосударственном уровнях. Определяющим признаком для отнесения какой-либо организации к международной публичной финансовой организации является именно характер ее образования — на основе объединенного межгосударственного капитала, который с правовой точки зрения закрепляется в государственных соглашениях. Масштаб и характер операций, проводимых финансовой организацией, не могут считаться определяющим признаком для отнесения ее к публичным финансам. Так, транснациональные банки проводят свою деятельность в различных странах и на международных рынках, однако они не могут быть отнесены к типу международных публичных финансовых организаций, поскольку являются в своей основе крупными международными коммерческими банками. Возникновение международных публичных финансовых организаций обусловлено усилением мировых интеграционных процессов, образованием мощных региональных банковских объединений, осуществляющих в больших масштабах международные финансовые операции. Основная цель такого рода организаций заключается в объединении усилий стран мирового сообщества в решении проблем стабилизации международных финансов, а также межстрановом кредитно-финансовом регулировании. По своей сути современная институционально международная банковская система является двухуровневой: первый уровень — международные коммерческие (универсальные и специализированные) банки, второй — межгосударственные финансовые учреждения. Такая система обеспечивает оптимальное построение связей как по вертикали, так и по горизонтали.

В качестве финансовых посредников выступают и другие хозяйствующие субъекты, которые проводят финансовые операции для ограниченных групп участников рыночных отношений, делегировавших им эту функцию, т.е. брокеры, нотариусы и т.д. Центральная роль на мировом финансовом рынке принадлежит коммерческим банкам. Они не только осуществляют международные платежи, но и обладают возможностью широкого охвата практически всех сторон международных экономических отношений. Коммерческие банки служат универсальным финансовым звеном, осуществляющим операции по привлечению свободных денежных средств и их размещению на условиях возвратности, срочности и платности. На международном рынке капиталов действуют исключительно первоклассные финансовые посредники и солидные заемщики, обладающие качественной и полной информацией.

Зарубежные операции коммерческих банков связаны с развитием международных экономических отношений, прежде всего внешней торговли. Неслучайно поэтому в первую очередь эти операции появились у коммерческих банков Англии, которая, будучи в эпоху зарождения капитализма ведущей промышленной и торговой державой, стала и международным банкиром, обслуживая международные расчеты и финансируя внешнеторговые операции не только английских фирм, но и заграничную торговлю других стран. Система расчетно-кредитного обслуживания международной торговли базировалась в то время на разветвленной сети английских банков и международном статусе фунта стерлингов — ведущей валюты капиталистического мира, основанной на золоте и свободно в него конвертируемой по установленному золотому паритету. Введение в конце 1950-х гг. обратимости валют западноевропейских государств и Японии позволило банкам перейти к многовалютным операциям и диверсифицировать свои валютные активы. Появление и бурный рост таких специфических рынков, как евровалютный, еврокредитный и еврооблигационный, создали необходимую базу для расчетно-кредитного обслуживания в мировом масштабе. Однако и сегодня можно сказать, что предоставление платежно-расчетного механизма и обеспечение необходимого финансирования экспортерам и импортерам составляют две важнейшие функции коммерческих банков в их внешнеэкономической деятельности, но далеко не исчерпывают их заграничных операций.

Крупнейшие банки образуют мировые финансовые центры, через которые осуществляется движение международных финансовых потоков. Они являются основными держателями денег, и для них характерна высокая концентрация банков и других финансово-кредитных институтов при наличии либерального налогового и валютного режима для осуществления кредитных операций. Межнациональными центрами служат города и страны, предоставляющие средства для финансирования в валютах других стран. Это более дешевые и более гибкие (не регулируемые) источники капитала по сравнению с внутренними рынками. К настоящему времени фактически сформировались три основных региона, где сконцентрированы международные банки (США, Западная Европа и Юго-Восточная Азия) и 13 финансовых центров, охватывающих примерно 1000 филиалов и отделений иностранных банков, как правило, промышленно развитых стран.

Постоянный рост международного разделения труда обусловил в последние десятилетия постоянное увеличение объемов межстранового межбанковского сотрудничества. Международная банковская деятельность (банкинг) включает следующие элементы: создание и функционирование зарубежных организационных единиц, международных корреспондентских отношений, системы банковских валютных переводов, оказание ряда других банковских услуг по посредничеству на международных рынках ссудного капитала. Подчеркнем, что основой коммерческого банкинга остается сочетание операций двух типов: управление вкладами и предоставление кредитов. Операции по привлечению и размещению банком валютных средств включают привлечение депозитов (физических лиц и юридических лиц, в том числе межбанковские депозиты), выдачу кредитов (физическим лицам и юридическим лицам), размещение кредитов на межбанковском рынке.

Однако поручения банковских клиентов в настоящее время не сводятся только к кредитованию международных расчетов, приобретению и поставке валюты или конвертации экспортной выручки. Клиентам все более необходимы консультации банковских специалистов о выгодных условиях валютного обмена, а также о международном финансировании различных проектов, о страховании процентных и валютных рисков. Возник специальный термин такого консалтингового бизнеса — финансовый инжиниринг. *Финансовый инжиниринг (financial engineering)* — сложные производные

операции банков, проводимые по заказу фирм-клиентов и специально для их уникальных условий. Участники фондового рынка, например, знают, что цены некоторых ценных бумаг коррелируются между собой таким образом, что с точки зрения доходности комбинация ценных бумаг оказывается при данном уровне риска предпочтительнее, и что различные виды рисков можно адаптировать так, чтобы они соответствовали предпочтениям клиентов. Или, если цены акций двух компаний движутся в противоположных направлениях, то стоимость портфеля, состоящего из комбинации акций этих двух эмитентов, будет подвержена колебаниям в гораздо меньшей степени, чем стоимость каждой из акций в отдельности. Таким образом, покупая набор акций, инвестор может добиться снижения риска. Подбором таких портфелей акций и облигаций занимаются консультанты банков. К финансовому инжинирингу относится также сложный валютный дилинг (операция по купле-продаже банком валюты на бирже через своих сотрудников-дилеров) с целью извлечения прибыли от разницы курсов. Финансовый инжиниринг включает и ряд других консалтинговых услуг банков — трастовые операции и т.д.

**Справка.** В настоящее время объем межбанковских операций составляет ежедневно примерно 1,5 трлн долл. по сравнению с 600 млрд долл. в 1987 г. Это означает, что межбанковский оборот за одну неделю примерно равен годовому ВВП США, а месячный оборот превосходит весь мировой ВВП[1].

Филиал иностранного банка — довольно распространенная форма банковских учреждений за рубежом, которые призваны оказывать весь спектр банковских услуг в соответствии с лицензией, выданной зарубежным центральным банком. Однако очень часто в национальном законодательстве принимающей страны имеют место ограничения на открытие подобной банковской структуры. Причина запрета объясняется достаточно просто: филиал не является по законодательству юридическим лицом принимающей страны, а значит, требования и обязательства переносятся на материнский банк, и возникающие хозяйственные споры резидентов с филиалом могут быть разрешены только на основе международного права, что значительно затрудняет подобные разбирательства. С другой стороны, дочерний банк является юридическим лицом в принимающей стране. В этом

[1] BIS Quarterly Review. September, 2005. A 7.

случае он формально оперирует в пределах того капитала, которым изначально наделяет его иностранный материнский банк, а также привлекаемых средств на местном рынке. За ним не стоит, как за филиалом, капитал всей международной сети ТНБ, и его воздействие на конкурентную среду гораздо слабее. При этом материнский банк может при необходимости перевести из-за рубежа дополнительный капитал в дочерние структуры, оформив соответствующее кредитное соглашение. В России Центральный банк разрешает учреждать иностранным банкам только дочерние банки. По своему юридическому статусу иностранное банковское агентство близко к филиалу иностранного банка. Далеко не все национальные законодательства предусматривают возможность открытия подобного банковского института. Иностранные банковские агентства, как правило, ограничены в некоторых видах банковской деятельности. Например, они могут заниматься кредитованием местных юридических и физических лиц, но не имеют права принимать депозиты и вклады. Учреждение банковского офиса под силу только крупным национальным банкам и ТНБ.

Достаточно распространенная форма международного банковского сотрудничества — заключение корреспондентских соглашений. Корреспондентские отношения банков из разных стран могут предусматривать взаимное открытие корреспондентских счетов, открытие корсчета только в одном банке, отношения без открытия корсчетов. Основная цель создания за рубежом дружественных банков-корреспондентов — быстрое и надежное осуществление международных платежей своих клиентов. Корреспондентский банк за рубежом по просьбе его банка-партнера может выдать кредит для указанного лица на местном рынке, осуществить инвестиции и другие операции, предусмотренные корреспондентскими отношениями. Такую же цель — эффективное осуществление международных расчетов — преследуют банки, вступая в международные платежно-расчетные системы типа SWIFT, Федвайр и ЧИПС (США), ШМКС (Швейцария), СФСБЯ (Япония).

Федвайр — система перевода денежных средств и ценных бумаг на крупные суммы. Она принадлежит Федеральной резервной системе США и управляется ею. В целях проведения операций по Федвайру 12 федеральных резервных банков соединены между собой и функционируют как единое целое. Федвайр является системой кредитных переводов.

По этой системе переводы денежных средств и ценных бумаг осуществляются в реальном времени на условиях «поставка против платежа», обеспечивающих перевод с немедленной оплатой. Денежные переводы Федвайр используются главным образом для осуществления платежей, связанных с межбанковскими ссудами до следующего рабочего дня, операций по межбанковским расчетам, платежей между корпорациями и расчетов по операциям с ценными бумагами.

ЧИПС (CHIPS — Clearing House Interbank Payments System) — система межбанковских клиринговых расчетов и платежей. Это частная международная электронная (компьютеризированная) сеть для долларовых переводов, действующая в режиме «онлайн». Она принадлежит Нью-Йоркской ассоциации клиринговых палат (НАКП). Она начала функционировать в 1971 г., заменив клиринговый механизм, основанный на бумажных носителях. ЧИПС, как и Федвайр, — система кредитных переводов.

ШМКС — Швейцарская межбанковская клиринговая система — действует круглосуточно. Она осуществляет окончательные и безотзывные платежи с использованием валютных средств, хранящихся в Швейцарском национальном банке (ШНБ). ШМКС является единственной системой, которая производит электронные платежи между швейцарскими банками. Расчеты по всем платежам проводятся по счетам участников на индивидуальной основе (путем дебетования счета банка, дающего указание о платеже, и кредитования счета банка-получателя). В системе ШМКС размеры платежей не ограничиваются, т.е. она является системой как крупных, так и мелких розничных платежей.

СФСБЯ — Система финансовой сети банка Японии, которая создана в 1988 г. с целью осуществления электронных денежных переводов между финансовыми учреждениями, включая банк Японии, который ею управляет. СФСБЯ работает в режиме он-лайн. Финансовые учреждения для получения доступа к услугам СФСБЯ в области денежных переводов, должны иметь счета в Банке Японии.

Система используется для осуществления:

- денежных переводов между финансовыми учреждениями, связанными с межбанковским денежным рынком и занимающимися проведением операций с ценными бумагами;
- денежных переводов в рамках одного и того же финансового учреждения (внутрифирменных денежных переводов);

• расчетов по позициям, которые образуются в результате функционирования клиринговых систем, находящихся в частном управлении;

• денежных переводов между финансовыми учреждениями и Банком Японии (включая переводы денежных средств казначейства).

Интересной особенностью классических коммерческих банков являются банки-невидимки (shell-banks), получившие название по причине виртуальности своего существования. Такие банки не имеют физических офисов, а соответственно, служащих, здания, банковского оборудования и т.д. Они «работают» только на бумаге. Вместе с тем, регулярно составляется баланс, уплачиваются налоги, осуществляются расчеты и ведется прочая обычная для любого банка деятельность. Такие банки размещаются чаще всего в офшорах и нужны их учредителям для сокращения издержек. Для органов надзора любой страны такой тип зарубежного банковского учреждения представляет наибольшую трудность для проведения валютного контроля.

Таким образом, в процессе международной банковской деятельности клиентам оказываются следующие виды услуг и проводятся следующие банковские операции: открытие и ведение валютных счетов клиентов, покупка и продажа наличной иностранной валюты и платежных документов в иностранной валюте (девиз), установление международных корреспондентских отношений, конверсионные операции, операции по организации международных расчетов, международное банковское кредитование, операции на мировых фондовых рынках, трастовые и другие услуги (табл. 13.1).

*Таблица 13.1*

**Международные банковские операции и услуги**

| Банковские расчеты | Привлечение средств | Банковское финансирование | Некредитные операции |
|---|---|---|---|
| Денежные трансферты | Срочные депозиты и депозиты до востребования | Банковские кредиты | Валютный дилинг |
| Банковские акцепты | Кредитные карты | Международный финансовый лизинг | Брокерские услуги на фондовом рынке |
| Международные инкассо и аккредитивы | Депозитные сертификаты | Международный факторинг и форфейтинг | Международный андеррайтинг |

*Окончание табл. 13.1*

| Банковские расчеты | Привлечение средств | Банковское финансирование | Некредитные операции |
|---|---|---|---|
| Международные денежные переводы, дорожные чеки, пластиковые карты и т.п. | Продажа ценных бумаг банка | Проектное финансирование | Международный финансовый консалтинг и инжиниринг |
| | Облигационные займы на еврорынке | | |

## 13.3. Международные валютные и фондовые биржи

Слово «биржа» происходит от немецкого *Boerse* или латинского *bursa*, что означает — кошелек. **Биржа** — это постоянно действующий оптовый организационно оформленный рынок однотипных товаров и услуг, на котором при помощи многочисленных посредников проводятся операции, связанные с куплей-продажей значительных партий товаров по договорной стоимости; особый вид оптовой торговли продуктами широкого назначения и применения.

**Международные валютные и фондовые биржи** (exchange) — организационно оформленный регулярно функционирующий рынок, на котором ведется торговля иностранной валютой (валютная) и ценными бумагами (фондовая биржа). На международных валютных и фондовых биржах совершается примерно 5—10% сделок на реальную поставку актива и 90—95% срочных (фьючерсных) сделок. На бирже складываются курсы (уровни цен) валют и ценных бумаг. Эти курсы — чуткий барометр любых изменений в экономической и политической жизни той или иной страны. Курсы резко падают в годы кризисов и неблагоприятной конъюнктуры и, наоборот, повышаются в периоды оживления и подъема производства. Всеобщее падение курсов акций называется биржевым крахом.

Организация биржи разнообразна, но в основном она сводится к двум типам: биржа как открытый, свободный для доступа всех торгующих рынок, находящийся под наблюдением государства (Австрия, Франция и др.), и биржа как замкнутая корпорация торгующих, доступная лишь для ее

членов и свободная от вмешательства государства (Великобритания, США). Доступ в последнюю обусловлен известным имущественным цензом, рекомендациями нескольких членов биржи и баллотировкой. Из среды биржевой корпорации выбирается руководящий орган биржи — Биржевой комитет (в США — Совет управляющих). При нем существует так называемая допускающая комиссия, которая решает вопрос о допуске новых ценных бумаг. Она принимает меры к тому, чтобы не допустить на официальную биржу ценные бумаги мелких и средних акционерных обществ. Во многих странах существуют неофициальные, иногда называемые черными, биржи, где котируются любые ценные бумаги.

Таким образом, биржи бывают двух видов: публичные и частные. На публичных биржах сделки могут совершать не только члены биржи. Деятельность публичных бирж регулируется правительственными законами. Частные биржи организуются в форме акционерных обществ и закрытых корпораций. Заключать сделки на таких биржах могут только акционеры, являющиеся их членами. Члены биржи обычно не получают дивидендов на вложенные капиталы. Их прибыль образуется за счет вознаграждений, получаемых от клиентов за совершаемые для них сделки, т.е. члены биржи выступают в роли брокеров. Биржа осуществляет учет операций, определяет биржевые цены (котировки), содействует расчетам, разрабатывает типовые контракты, ведет арбитражное разбирательство споров. Для этого в структуре биржи создаются специализированные комитеты, которыми руководят директора, входящие в совет бирж. Во главе совета обычно стоит президент.

*Валютная биржа* — это элемент инфраструктуры валютного рынка, деятельность которой заключается в предоставлении услуг по организации и осуществлению торгов, в ходе которых дольщики заключают сделки с иностранной валютой. Валютная биржа организует работу базовых элементов инфраструктуры валютного рынка: торговой системы (механизм поиска контрагента), клиринговой и расчетной систем (механизм исполнения сделки). Существуют валютные биржи, специализирующиеся на срочной торговле валютой и финансовыми активами, — Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (London International Financial Futures Exchange), Европейская опционная биржа в Амстердаме (European Options Exchange), Немецкая сроч-

ная биржа во Франкфурте (Deutsche Terminboerse), Сингапурская биржа (Singapore International Monetary Exchange), биржа срочной торговли в Сиднее (Sydney Futures Exchange), Австрийская срочная опционная биржа в Вене (Oesterreichische Termin Optionsboerse).

Валютная биржа — это место, где осуществляется купля-продажа иностранных и национальных валют, исходя из курсового соотношения между ними (котировки), складывающегося на рынке под влиянием спроса и предложения. Котировки на бирже зависят от покупательной способности обмениваемых валют, которая, в свою очередь, определяется экономической ситуацией в странах-эмитентах. Операции на валютной бирже основаны на конвертируемости валют, обмениваемых на ней. Основная задача биржи заключается не в получении высокой прибыли, а в мобилизации временно свободных валютных ресурсов, перераспределении их рыночными методами из одних отраслей экономики в другие и в установлении действительного рыночного курса национальной и иностранной валюты в условиях справедливой и легитимной торговли.

Наибольший объем биржевых валютных сделок приходится на Лондон — 32%, далее следуют Нью-Йорк — 18%, Токио — 8%, Сингапур — 7%, Франкфурт — 5%, Гонконг, Париж и Цюрих — по 4%, на другие страны остается около 18%. В отличие от универсальной Лондонской биржи валютные биржи в Японии, Франции и ФРГ в основном занимаются фиксацией справочных валютных курсов, поэтому на мировом валютном рынке они менее значительны.

Операции на валютных рынках осуществляются круглосуточно. Финансовый день начинается с Веллингтона (Новая Зеландия), далее — Сидней, Токио, Гонконг, Сингапур, Бахрейн, Франкфурт-на-Майне, Лондон, Нью-Йорк, Лос-Анджелес. Всего выделяют три географические зоны активности валютных операций (время указано по Гринвичу):

- восточно-азиатская с центром в Токио, 21:00—7:00;
- европейская с центром в Лондоне, 7:00—13:00;
- американская с центром в Нью-Йорке, 13:00—21:00.

Работу биржи организуют главным образом маклерская палата и правление. В компетенцию маклерской палаты входят котировка валют и надзор за курсовыми маклерами. На валютном рынке маклеры сидят за своими рабочими столами в различных банках и связываются друг с другом при помощи компьютера и телефона. Терминал компьютера

показывает текущие котировки курсов всех основных валют с датой совершения сделок. Каждый крупный банк рассылает свою котировку валют, т.е. сообщает, по какому курсу он готов торговать. Найдя подходящий курс, банк-покупатель по телефону связывается с продавцом и заключает сделку. На совершение сделки уходит не более минуты. При необходимости она подтверждается документально. Правление контролирует ход официальных котировок, непосредственный надзор возложен на членов комитета по валютной торговле.

Для котировки валюты и образования курсов валют на бирже используют различные способы. Например, на Франкфуртской валютной бирже используется «франкфуртский фиксинг». Суть этого механизма такова: до начала торгов *трейдеры* — торговцы на валютном рынке — представляют маклеру заявки с курсами покупки и продажи валют; на основе заявок маклер объявляет объем спроса и предложения валюты, а также минимальный курс ее покупки и максимальный курс продажи; затем собирают дополнительные заявки в пределах объявленного интервала валютного курса. Если объем заявок на продажу превышает заявки на покупку, маклер снижает курс продажи, если наоборот — повышает курс покупки. При одинаковых объемах заявок курсы покупки и продажи корректируются в одинаковой пропорции. Затем собирают новые заявки и устанавливают новые пределы обменного курса. Дополнительные заявки собираются, пока курс продажи не сравняется с курсом покупки и не наступит фиксинг валютного курса. Если курсы совпадают, а объемы — нет, торги продолжают.

Одной из основных функций Московской межбанковской валютной биржи является создание и развитие такого механизма торговли иностранной валютой, который позволяет поддерживать стабильность на российском валютном рынке. Механизм биржевой торговли иностранной валютой постоянно совершенствуется. Так, в России с июня 1997 г. действует система электронных лотовых торгов (СЭЛТ).

СЭЛТ сняла существовавшие ранее временные ограничения на торговлю иностранной валютой, резко повысила ее оперативность и гибкость на российском биржевом рынке. В системе электронных лотовых торгов участники имеют возможность выставлять заявки в течение всего операционного дня непосредственно с удаленных рабочих мест, заключение сделок проходит автоматически по мере ввода в систему взаимно удовлетворяющих заявок. Участники торгов могут

заключать сделки в СЭЛТ или регистрировать внесистемные сделки в пределах лимита нетто-операций и (или) объема денежных средств, депонированных на счетах ММВБ. Лимиты нетто-операций для участников торгов устанавливаются ежеквартально в зависимости от размера их собственных средств, при этом они не могут превышать 70 млн долл. США. Размер взноса участника торгов в фонд покрытия рисков — 20 тыс. долл. США. На всей территории России создан общероссийский межрегиональный биржевой валютный рынок. В основу организации торгов по покупке и продаже иностранной валюты положены следующие принципы:

1) региональные межбанковские валютные биржи (МВБ) объединяются в единую торговую систему (ЕТС) на базе СЭЛТ ММВБ;

2) ММВБ выступает в качестве администратора, обеспечивающего проведение торгов на ЕТС, а также расчет итоговых обязательств и требований межбанковских валютных бирж и участников торгов в российских рублях и в иностранной валюте;

3) для операций в евро за российские рубли участники торгов обеспечивают зачисление средств в валюте, продажа которой планируется на ЕТС, в объеме предполагаемых операций;

4) на ЕТС участниками торгов осуществляются операции по покупке-продаже иностранной валюты за российские рубли от своего имени и за свой счет, а также в соответствии с поручениями клиентов;

5) участники торгов, осуществляющие доступ к торгам на ЕТС через ММВБ, проводят расчеты в российских рублях через счет ММВБ в Расчетной палате ММВБ.

Существующая национальная система биржевых торгов охватывает ведущие финансовые регионы России и обеспечивает возможность одновременного участия в торгах коммерческих банков, расположенных в различных регионах и часовых поясах. Сейчас доступ на ЕТС имеют свыше 1100 участников (кредитных организаций и их филиалов). В рамках ЕТС (или утренней торговой сессии) осуществляется торговля по доллару США, евро и российскому рублю с поставкой «сегодня» и «завтра», продажа части экспортной выручки. В рамках «дневной» сессии осуществляются сделки своп, внесистемные сделки и торговля другими валютами. Официальный курс российского рубля к доллару США и евро устанавливается на основе торгов на ЕТС.

На единой торговой сессии в СЭЛТ ММВБ проводятся торги за российские рубли долларами США, евро, украинскими гривнами, казахстанскими тенге и белорусскими рублями.

ММВБ планирует на базе модернизации и внедрения новых технологий:

• подготовить систему проведения электронных дилинговых операций (СПРЭДО). Предлагаемая система учитывает сложившиеся реалии и традиции межбанковского рынка и ориентирована на предоставление банкам услуг по автоматизированному заключению двусторонних конверсионных сделок;

• развить доступ к торгам по иностранным валютам через открытые каналы связи (Интернет) и привлечь к этому новых участников торгов, проводящих в настоящее время операции на ЕТС из торгового зала и по системе «Рейтер»;

• торговлю нового инструмента — валютного свопа. Он необходим для удовлетворения потребности банков в дополнительном инструменте управления ликвидностью, а также для переноса валютных позиций на более поздние сроки расчетов.

*Фондовая биржа* (stock exchange) — организованный и регулярно функционирующий рынок по купле-продаже *ценных бумаг.* Основные функции: мобилизация временно свободных денежных средств через продажу ценных бумаг; установление рыночной стоимости ценных бумаг; перелив капитала между компаниями, отраслями и сферами. Фондовая биржа обслуживает в основном так называемый вторичный рынок ценных бумаг, на котором обращаются ранее выпущенные бумаги (на первичном рынке ценных бумаг идет продажа новых бумаг после их *эмиссии).* Фондовые биржи имеют организационно-правовую форму частных акционерных обществ (США, Япония, Великобритания) или государственных институтов (ФРГ, Франция). Самые крупные по обороту акций фондовые биржи расположены в Нью-Йорке, Токио, Лондоне и Франкфурте. В соответствии со своим уставом биржи управляются обычно биржевым комитетом, который избирается общим собранием членов биржи (ими могут быть как физические, так и юридические лица). Члены фондовой биржи подразделяются на *маклеров (брокеров)* и *дилеров* и значительную часть своей прибыли получают от выполнения посреднических операций по поручению своих клиентов. Купля-продажа

ценных бумаг на фондовой бирже осуществляется на основе их биржевого курса (т.е. их продажной цены на бирже), который колеблется в зависимости от соотношения между спросом и предложением на них. Зарегистрированные биржевые курсы (биржевые котировки) публикуются в биржевых бюллетенях и перепечатываются многими ведущими экономическими газетами и журналами мира. Усредненный биржевой курс акций ведущих компаний (индекс курса акций) служит важным экономическим показателем.

*Биржевой курс* — курс ценных бумаг на бирже. Он определяется следующими факторами:

а) доходностью текущей и ожидаемой;

б) размерами банковской процентной ставки (ссудного процента), ценой на золото, отдельные товары и недвижимость, так как вложения на банковские счета, в золото, в товары и недвижимость являются альтернативой приложения временно свободных средств;

в) ликвидностью — возможностью превратить без потерь купленные ценные бумаги в деньги;

г) биржевой спекуляцией, т.е. куплей-продажей на фондовой бирже ценных бумаг для получения спекулятивной прибыли от разницы между биржевыми курсами в моменты заключения и исполнения сделки.

По российскому законодательству фондовая биржа может быть некоммерческим партнерством и акционерным обществом. Фондовая биржа как некоммерческое партнерство — это некоммерческая организация, созданная ее членами с целью организации торговли ценными бумагами по правилам, которые устанавливаются данной организацией. Ее целью как организации является не извлечение прибыли, а создание благоприятных условий для получения прибыли ее членами от торговли ценными бумагами. Первоначально фондовые биржи существовали только в качестве некоммерческих, т.е. бесприбыльных, организаций. Соответственно, сами они не облагались налогами со стороны государства. Фондовая биржа как акционерное общество — это коммерческая организация, нацеленная на получение прибыли и рост курсовой стоимости ее акций. Возникновение коммерческих бирж связано с процессом компьютеризации рынка ценных бумаг. Разработка компьютерных форм организации торговли на рынке ценных бумаг — особый вид коммерческой деятельности. Владелец компьютерной биржи продает доступ на свой компьютерный рынок, что приносит

ему постоянную прибыль. Организация биржевой торговли превращается в самостоятельный вид коммерческой деятельности, обособленной от коммерции на самом рынке ценных бумаг.

Традиционные фондовые биржи как некоммерческие организации начинают испытывать недостаток в финансовых ресурсах для совершенствования своих систем торговли. Единственный путь решения этой проблемы — превращение их в акционерные общества, получение необходимого капитала для дальнейшего развития, но одновременно и взятие на себя обязательств по получению прибыли и выплате дивидендов по своим акциям.

По закону одному акционеру (члену) биржи не может принадлежать 20% и более ее акций (или голосов на собрании в случае членства). Данное ограничение не имеет силы, если акционером (членом) биржи является другая фондовая биржа.

Фондовая биржа в форме некоммерческого партнерства может быть преобразована в акционерное общество по решению ее членов.

Участники фондовой биржи различаются в зависимости от ее организационной формы. Если биржа — некоммерческое партнерство, то участниками могут быть только ее члены, т.е. те лица, которые ее создали. Если биржа является акционерным обществом, то происходит процесс разделения ее членов на акционеров и участников, т.е. тех, кто получает право торговать на данной бирже. Акционером биржи может быть любой участник рынка ценных бумаг. Участниками акционерной биржи могут быть только профессиональные торговцы: брокеры, дилеры и управляющие. Порядок допуска к торгам на бирже тех или иных конкретных участников устанавливается биржей.

Все остальные участники рынка ценных бумаг могут совершать свои операции на фондовой бирже исключительно через участников данной биржи. Прямой доступ инвесторов к биржевому рынку по российскому законодательству пока невозможен даже в условиях компьютеризированного рынка.

Основные требования к деятельности фондовой биржи идентичны требованиям, предъявляемым ко всем организаторам торговли на рынке ценных бумаг. Назовем отличительные особенности этих требований.

1. Правила допуска ценных бумаг к торгам разделяются на две группы: на правила листинга/делистинга ценных бумаг и правила допуска ценных бумаг без прохождения процедуры листинга.

2. Фондовая биржа может утверждать спецификации сделок, исполнение обязательств по которым зависит от изменения цен на ценные бумаги или от изменения фондовых индексов. Такие сделки в мировой практике называются фьючерсными и опционными контрактами (подробнее об этом можно узнать в специальной литературе).

3. Фондовая биржа должна обеспечивать гласность и публичность проводимых ею торгов: указывать место и время их проведения, сообщать котировку ценных бумаг, результаты торгов и т.п. Особая значимость данной нормы состоит в том, что она может трактоваться двояко: либо за фондовой биржей закрепляется лишь публичная форма организации торговли ценными бумагами, либо к торгам не относится заключение сделок с ценными бумагами в электронном виде.

Основными видами доходов фондовой биржи выступают:

- взносы ее участников (если биржа существует в форме некоммерческого партнерства);
- плата за листинг;
- плата за всевозможные услуги биржи прежде всего биржевые сборы по заключенным сделкам; поступления от продажи биржевой информации; доходы от аренды помещений и оборудования; доходы от продажи биржевых технологий и т.п.; поступления за использование фондовых индексов данной биржи в качестве рыночных активов;
- штрафы и т.п.

Ведущими расходными статьями фондовой биржи, как и любой рыночной организации, являются:

- текущие издержки — оплата труда наемного персонала, административные расходы и другие эксплуатационные расходы;
- амортизационные отчисления;
- арендные платежи за помещения и оборудование;
- капитальные затраты, связанные с внедрением новых систем торговли: закупка оборудования, создание программного обеспечения, затраты на коммуникационные системы и т.д.

В последние 10—20 лет развитие фондового рынка происходит в направлении развития электронных форм орга-

низации торговли. Традиционная форма торговли ценными бумагами представляет собой публичную торговлю, при которой цена является результатом непосредственного («присутственного») взаимодействия участников рынка. Компьютеризация позволила заменить физическое взаимодействие торговцев ценными бумагами на их взаимодействие посредством электронных связей, сходящихся в едином компьютерном центре, в котором и происходит сам процесс заключения сделок по определенным рыночным правилам. Новые фондовые биржи во всех странах с самого начала создаются как электронные биржи, в которых профессиональные торговцы взаимодействуют посредством связывающих их электронных сетей.

В целом электронные формы торговли на рынке ценных бумаг развиваются по двум противоположным направлениям:

1) эволюция биржевых организаторов рынка от публичных бирж к электронным биржам;

2) эволюция профессиональных участников небиржевого рынка в сторону создания организованного электронного рынка.

Первое направление связано с преобразованием публичных бирж в электронные. Это характеризуется следующими логическими (и историческими) этапами:

1-й этап — *создание электронной биржи как совокупности ее членов*, которые связаны между собой электронными сетями, а со своими клиентами — в обычном порядке (лично, через телефон, факс и т.п.);

2-й этап — *члены электронной биржи устанавливают системы электронной связи со своими клиентами.* Последние при наличии компьютеров и специальных программ могут передавать свои приказы брокерам для их исполнения на бирже;

3-й этап — *клиенты членов биржи получают прямой доступ к торговле на бирже*, но при сохранении контроля за их действиями со стороны члена биржи.

Юридически на такого рода электронной бирже купля-продажа ценных бумаг по-прежнему совершается сначала между участниками биржи с последующим учетом операций по счетам клиентов, однако брокер в этом случае уже не дублирует приказ клиента, который непосредственно поступает в торговую систему для выполнения, хотя и в форме приказа брокера. Отсюда и возникает видимость того, что

торгуют сами клиенты. Иначе говоря, приказы клиентов выполняются на бирже, но учет всех связанных с ними операций осуществляется только при посредничестве участника биржи (за что последний, естественно, получает свое вознаграждение). При такой организации электронной торговли член биржи получает доходы не от собственных операций с ценными бумагами (т.е. не от спекулятивных операций), а исключительно от своих клиентов, не продавая и не покупая ценные бумагами самостоятельно. Физическое обслуживание клиентов в данном случае заменяется не просто на их электронное обслуживание брокером, а на *электронное самообслуживание клиентов*.

В России возрождение биржевой торговли пришлось на 1992—1993 гг. В это время практически во всех региональных центрах регистрировались и начинали свою деятельность десятки бирж, хотя уже в конце 1993 г. биржевая деятельность стала постепенно спадать, и в начале 1995 г. осталось всего несколько десятков бирж. В 1998 г., после кризиса, в Российской Федерации действовал ряд валютных и фондовых бирж, которые были сосредоточены в основном в больших промышленных центрах (таких как Москва, Санкт-Петербург, Нижний Новгород, Самара, Екатеринбург, Владивосток, Новосибирск).

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Банк** (bank) — 1) в широком смысле система, служащая для накопления (денег, информации и т.д.); 2) кредитно-финансовая организация, аккумулирующая денежные средства и накопления, предоставляющая *кредиты*, осуществляющая денежные расчеты, выпуск и учет *векселей* и других ценных бумаг, эмиссию денег, операции с золотом, иностранной валютой и другие функции.

**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.

**«Бык»** (bull) — спекулянт, который, полагая, что цены вскоре возрастут, скупает или сохраняет ранее купленные контракты. Термин применим также к инвесторам, полагающим, что цены вскоре возрастут. В коммерческой практике используются и производные

слова для описания точки зрения инвестора: «бычий» — означает оптимистический прогноз, «медвежий» — пессимистический прогноз.

**Дилер** (финансовый) — 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.

**«Медведь»** (bear) — спекулянт, играющий на понижение, инвестор, который рассчитывает на то, что акции или весь рынок будут падать. «Медвежий» рынок — это длительный период снижения курсовой стоимости акций, как правило, на 20% или более. Противоположное понятие — «бык».

**Трейдеры** — торговцы, «делатели рынка», всегда готовые купить/продать финансовые активы на более или менее постоянной базе на собственные средства или по приказу клиентов.

## Контрольные вопросы и задания

1. Охарактеризуйте деятельность финансовых посредников.
2. Назовите основные виды деятельности институциональных инвесторов.
3. Какова организационная структура международной банковской системы?
4. Каковы роль и значение ТНБ?
5. Дайте характеристику ТНБ на современном этапе; приведите конкретные примеры.
6. Выделите основные направления деятельности ТНБ.
7. Какие виды услуг включает международная банковская деятельность (банкинг)?
8. Какие организационно-правовые формы используют банки для представительства за рубежом?
9. Что такое транснациональный банк, в чем он сходен и чем отличается от транснациональной корпорации?
10. Назовите причины универсализации банковской деятельности во всем мире.
11. Какие услуги оказывают международные банки?
12. Какие виды бирж вы можете назвать?
13. Охарактеризуйте деятельность ведущих международных бирж.
14. Назовите основные типы биржевых сделок.
15. В каких странах функционируют крупнейшие биржи?
16. В чем состоит отличие фондовых и валютных бирж?

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Современная международная банковская система.
2. ТНБ: роль и значение на мировом рынке ссудного капитала.
3. Зарубежный опыт предоставления банковских услуг.
4. Развитие электронных торгов на биржах.

## Литература

*Коротков, А. В.* Биржевое дело и биржевой анализ : учеб.-практ. пособие. — М. : Московский государственный университет экономики, статистики и информатики, 2007.

Мировая экономика и международный бизнес : практикум / под ред. В. В. Полякова, Р. К. Щенина. — М. : КноРус, 2009.

*Панфилов, И. Д.* Финансы и кредит: от эпохи перестройки до эры глобализации. — М. : Экон-Информ, 2010.

*Щенин, Р. К.* Банковские системы стран мира : учеб. пособие. — М. : КноРус, 2010.

## Интернет-ресурсы

CME Group Inc. (Группа Чикагской товарной биржи). URL: http://www.cmegroup.com.

Система информационно-правового обеспечения Гарант. URL: http: // www.garant.ru.

NASDAQ OMX Group Inc. URL: http://www.nasdaqomx.com.

# Глава 14
# МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• место и роль системы международных финансовых организаций в международных экономических отношениях;

***уметь***

• анализировать деятельность и кредитную политику Международного валютного фонда, Всемирного банка и его группы, Европейского банка реконструкции и развития и других международных и региональных кредитно-финансовых организаций;

***владеть***

• методом выявления тенденций развития и взаимодействия международных и российских финансовых организаций.

## 14.1. Системы международных финансовых организаций и их классификация

Согласно «Ежегоднику международных организаций» (*Yearbook of International Organizations*), издаваемому в Бельгии, в мире насчитывается примерно 300 международных экономических и финансовых организаций, однако степень их воздействия на мировую экономику различна. Основную роль играет сравнительно узкий круг организаций — менее 10, причем в их деятельности исторически сложилось определенное «разделение труда». Ведущими из них являются: Всемирная торговая организация, Конференция ООН по торговле и развитию, Совет таможенного сотрудничества, и ряд финансовых структур: МВФ, Группа Мирового банка, Банк международных расчетов и т.д. Международные финансовые организации (МФО) — ключевой элемент

институциональной основы международной финансовой системы. Их деятельность во многом способствует укреплению мирохозяйственных связей и активизации участия стран в международных валютно-кредитных и финансовых отношениях. Обладая значительным объемом финансовых ресурсов, они оказывают заметное влияние на экономическое развитие и определяют условия организации международного бизнеса в странах и регионах мира.

Система МФО начала создаваться в 1929 г., с образованием Банка международных расчетов. Данные организации создаются, как правило, путем добровольного объединения капиталов стран-членов при решении различных экономических и финансовых задач. К финансовым задачам МФО можно отнести:

- регулирование мировой экономики за счет проведения операций на международных валютных, кредитных и фондовых рынках;
- стимулирование развития международной торговли;
- кредитование дефицита национальных платежных балансов;
- кредитование государственных программ отраслевого и регионального развития и содействие малому и среднему бизнесу;
- инвестирование в совместные международные проекты в области инфраструктуры, информационных технологий, транспорта и телекоммуникаций;
- финансирование фундаментальных научных исследований и мероприятий по охране окружающей среды;
- оказание международной помощи слаборазвитым государствам.

Международные финансовые организации выполняют ряд дополнительных к основной деятельности функций: информационно-прогностическую, регулирующую и консультационную. Информационно-прогностическая функция сводится к сбору и публикации статистических и прогнозных материалов об общих тенденциях развития мирового хозяйства, а также о деятельности отдельных государств. Регулирующая функция охватывает индикативные и нормотворческие аспекты организации финансово-экономической деятельности государств, банковского дела, урегулирования дефицита платежного баланса, координации в решении глобальных и региональных проблем. Международные валютные организации консультируют правитель-

ства различных стран в вопросах разработки и проведения валютно-кредитной и финансовой политики.

Все международные финансовые организации пользуются статусом, льготами и привилегиями в соответствии с Конвенцией о привилегиях и иммунитетах Организации Объединенных Наций (1946 г.), Конвенцией о привилегиях и иммунитетах специализированных учреждений (1947 г.), а также Венской конвенцией о представительстве государств в их отношениях с международными организациями универсального характера (1975 г.). Деятельность МФО носит наднациональный характер. Эти организации являются субъектами международного права и могут заключать договоры с государствами и другими международными институтами. Для достижения своих целей МФО используют широкий спектр современных технологий финансового и инвестиционного анализа и управления рисками, привлекают к работе ведущие консалтинговые, аудиторские и страховые компании, научно-исследовательские центры и инвестиционные банки. Эффективность их функционирования в значительной степени зависит от интенсивности взаимодействия с национальными правительственными учреждениями.

В настоящее время насчитывается около 100 международных финансовых организаций, но в приведенном анализе мы ограничимся только важнейшими из них (табл. 14.1). По степени делегирования полномочий (свободы в разработке и принятии решений) выделяются три основные группы международных финансовых организаций.

1. Мировые (глобальные) международные финансовые институты, которые самостоятельно определяют приоритеты своей деятельности и пути достижения поставленных целей. Эти организации формируют мировые стандарты финансово-кредитной деятельности и оказывают существенное влияние на экономическое развитие государств.

2. Международные региональные финансовые институты, которые реализуют межгосударственные соглашения регионального сотрудничества и развития. Эти организации действуют автономно при реализации своих уставных целей и задач.

3. Международные институты, которые обслуживают решение финансовых задач интеграционной группировки и в зависимости от этапа интеграционных процессов находятся в функциональной и текущей зависимости от национальных правительств.

*Таблица 14.1*

**Международные финансовые и кредитные институты**

| Международные финансовые организации | Мега-, мета- и макроэкономические цели в деятельности МФО |
|---|---|
| Группа 1 | |
| Международный валютный фонд | Поддержание равновесия платежных балансов стран-участниц, содействие стабильности валютных курсов |
| Группа Всемирного банка | Поддержание равновесия платежных балансов беднейших стран, содействие реконструкции и развитию национальных хозяйств стран-членов |
| Банк международных расчетов | Содействие кооперации центральных банков и создание условий для развития международных финансовых операций |
| Группа 2 | |
| Межамериканский банк развития (МАБР) | Содействие социально-экономическому развитию американских государств |
| Азиатский банк развития (АзБР) | Финансирование долгосрочных проектов развития в странах Азии |
| Африканский банк развития (АБР) | Финансирование инвестиционных программ и проектов социально-экономического развития |
| Центральноамериканский банк для экономической интеграции (ЦАБЭИ) | Содействие экономической интеграции и сбалансированному развитию Центральноамериканских государств |
| Европейский банк реконструкции и развития | Интеграция стран Центральной и Восточной Европы в единое европейское экономическое пространство |
| Группа 3 | |
| Европейский центральный банк | Проведение единой валютной политики государств — членов Европейского союза |
| Межгосударственный банк СНГ | Взаимные платежи и клиринговые расчеты между государствами — членами СНГ |
| Восточноафриканский банк развития (ВАБР) | Расширение Восточноафриканского рынка капитала |

## 14.2. Специфика деятельности мировых финансовых организаций

### *Международный валютный фонд*

Год основания: 1944.

Количество стран-членов: 185.

Капитал: около 317 млрд долл.

Дата вступления России: 1 июня 1992 г.

Международный валютный фонд (International Monetary Fund — IMF) — специализированная международная организация, включающая большинство государств — членов Организации Объединенных Наций, цель которой — содействие оптимальному функционированию международной валютной системы[1].

Для достижения этой цели МВФ осуществляет следующие функции: обеспечение доступа членов к ресурсам фонда для устранения нарушений платежного баланса без использования торговых ограничений и ограничений платежей; содействие международной валютной кооперации; обеспечение сбалансированного роста международной торговли; содействие стабильности валютных курсов; осуществление помощи в формировании многосторонней системы платежей и устранении валютных ограничений, препятствующих развитию мировой торговли; предоставление государствам-членам возможностей для изучения проблем и ведения переговоров; организация форумов для консультаций и обсуждения проблем развития международной финансовой системы.

*Организационная структура и членство в МВФ* не претерпели существенных изменений с момента создания организации. Количество стран — членов МВФ постоянно растет, на начало 2012 г. в нем участвовало 185 стран. В 1990-х гг. в МВФ вступили страны СНГ, Восточной Европы, а также Швейцария, которая ранее придерживалась принципа «конструктивного нечленства».

Выделяют три основных источника финансирования МВФ:

1) платежи стран-членов в соответствии с установленными квотами;

2) запасы золота;

3) заимствования на мировом финансовом рынке.

---

[1] По различным причинам не являются членами МВФ ряд стран, среди них: Куба, Тайвань, Южная Корея.

*Основу финансовых средств МВФ* составляют платежи стран-членов в счет установленных для них квот. В соответствии с квотами определяются права заимствования и право голоса. Первоначально четверть платежных обязательств стран выполнялась золотом, остаток — валютой страны, который оформлялся обычно в виде необращаемой беспроцентной ноты (по сути — простого векселя). Со вторым изменением Устава МВФ в 1976 г. место золота заняли платежи в СДР. Однако фонд может разрешить осуществлять эту часть платежей в иностранной или собственной валюте страны. При этом 25% квоты оплачивается резервными активами (СДР и конвертируемой валютой), 75% — национальной валютой.

Источником средств МВФ являются также заимствования на международных рынках капитала, продажа золотого запаса, накопленного в период системы фиксированных паритетов. На текущий момент золотые запасы МВФ составляют 103,4 млн унций, рыночная стоимость которых соответствует 65,4 млрд долл. Капитал МВФ составляет более 220 млрд СДР. Наибольшими квотами в МВФ располагают США (17,14%), Япония (6,14%), Германия (6,0%), Франция и Великобритания (по 4,96%). Доля России — 2,74%. Пересмотр квот осуществляется не реже одного раза в пять лет. США имеют наибольшую квоту в МВФ, а 10 крупнейших индустриальных стран имеют общую квоту, соответствующую 55% от общего объема квот. Последний пересмотр квот в 2012 г. увеличил квоты стран БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южно-Африканская Республика) с 10 до 15%, что свидетельствует о возрастающей роли стран данной группировки.

**Справка.** На сегодняшний день существует пять формул расчета квоты страны в уставном капитале МВФ: так называемая Бреттон-Вудская, или основная, принятая на конференции в Бреттон-Вудсе, и четыре дополнительных.

Бреттон-Вудская формула характеризуется относительно высокой долей национального дохода, следовательно, она более выгодна странам с развитой экономикой. Дополнительные четыре формулы направлены на то, чтобы повысить квоту стран, масштабы экономик которых относительно невелики.

При выборе формулы расчета квоты для каждой страны учитывается масштаб экономики, принимаются во внимание величины квот схожих по экономическому развитию стран.

$$CQ = \left(0{,}01Y + 0{,}025R + 0{,}05P + 0{,}227VC\right)\left(1 + {}^{C}\!/_{Y}\right);$$

Бреттон-Вудская формула:

$$CQ = (0{,}0065Y + 0{,}020521R + 0{,}078P + 0{,}4052VC)\left(1 + {}^{C}\!/_{Y}\right);$$

$$CQ = (0{,}0045Y + 0{,}03896768R + 0{,}07P + 0{,}76976VC)\left(1 + {}^{C}\!/_{Y}\right);$$

$$CQ = 0{,}005Y + 0{,}042280464R + 0{,}044P + 0{,}8352VC;$$

$$CQ = 0{,}0045Y + 0{,}05281008R + 0{,}039P + 1{,}0432VC,$$

где $CQ$ — квота страны в уставном капитале МВФ; $Y$ — ВВП в текущих рыночных ценах в текущем периоде; $R$ — средняя величина золотовалютных резервов за последние 12 месяцев, с учетом резервов в СДР и резервной позиции в МВФ; $P$ — средняя величина текущих платежей за последние пять лет; $C$ — средняя величина текущих поступлений за последние пять лет; $VC$ — колебание текущих поступлений, рассчитанное как отклонение от пятилетней скользящей средней, центрированной по третьему году, за последние 13 лет[1].

Принятие важных решений МВФ в значительной степени зависит от позиции США, которые имеют блокирующий пакет голосов. Обладание свыше 17% голосов фактически дает им право вето по важнейшим вопросам, требующим для одобрения квалифицированного большинства в 85% голосов (увеличение капитала Фонда, изменение Устава и др.).

В деятельности МВФ можно выделить несколько этапов.

Первый этап (с 1946 по 1971 г.) был связан с разработкой и внедрением правил конвертации валют и формирования валютных курсов. Задача МВФ состояла в том, чтобы достичь в ограниченный период времени конвертируемости основных национальных валют. Критерии конвертируемости валют были определены в Уставе МВФ (см. подробнее гл. 2).

Для установления обменного курса Устав МВФ вводил три правила:

1) начальное определение стоимости национальной валютной единицы по отношению к стоимости золота;

2) единство обменных курсов для всех категорий сделок;

3) стабильность обменных курсов.

Для поддержания стабильных валютных курсов большое значение имеет регулирование платежного баланса в части устранения его дефицита. Поэтому члены МВФ имеют доступ к валютному резерву, являющемуся частью соб-

[1] Сост. по: Официальный сайт МВФ. URL: http://www.imf.org.

ственных резервов данной страны, хранящихся на депозитном счете фонда. Если резерва не хватает, страна с согласия МВФ имеет право использовать еще четыре доли, каждая из которых равна 1/4 ее квоты. Объем ссуд, получаемых в Фонде некоторыми странами, во много раз превышает их взносы.

Второй этап в деятельности МВФ характеризовался переходом к системе плавающих курсов, известной также как Ямайская система, при которой были отменены обязательные валютные коридоры. Странами-членами были приняты следующие решения: каждая страна имеет право самостоятельно выбирать режим валютного курса; переход к демонетизации золота (отказ от золотых стандартов, обязательного использования золота в международных расчетах и как резервного средства банков, свободного обмена долларов на золото).

Несмотря на независимость стран в выборе режима валютного курса, Устав МВФ требует:

а) поддержания стабильности финансовой и валютной политики в стране и использования интервенций Центрального банка при значительных колебаниях валютного курса;

б) отказа от манипуляций с валютным курсом, направленных на получение односторонних преимуществ;

в) незамедлительного информирования МВФ о всех предполагаемых изменениях механизма валютного регулирования и валютных курсов;

г) отказа от привязки своих валют к золоту.

Начиная с 1970-х гг. МВФ начинает постепенно выходить за пределы роли международного контролера за соблюдением валютной дисциплины и все более активно принимает участие в решении международных финансовых и экономических проблем. МВФ имеет систему кредитов, предоставляемых только в определенной последовательности. Главным каналом использования общих ресурсов МВФ является «политика кредитных долей». Существует также соглашение о резервных кредитах, или соглашение «стэнд-бай» (stand-by), «соглашение о расширенных кредитах». Это гарантирует автоматическое получение иностранной валюты от МВФ в обмен на национальную вплоть до суммы, о которой достигнута договоренность, в любое время в течение срока действия соглашения, при условии соблюдения страной-заемщиком положений, оговоренных в соглашении. Подобная практика предоставления кредитов МВФ анало-

гична открытию кредитной линии. До середины 1970-х гг. соглашение о резервных кредитах заключалось на срок до 1 года. В конце XX — начале XXI в. этот срок составляет в большинстве случаев от 12 до 18 месяцев, но может продлеваться до 3 лет. Главным значением этого механизма стало кредитование стабилизационных программ, осуществляемых странами — членами МВФ. На долю резервных кредитов приходится около 1/3 всех кредитных операций.

В 1974 г. в МВФ была создана система «расширенного финансирования», которая дополнила резервные доли. Она предназначалась для предоставления валютных средств в целях финансирования дефицита платежных балансов на более длительные периоды и в больших размерах по отношению к квотам. С середины 1970-х гг. МВФ принял решение по созданию специальных временных фондов, основанных на привлечении временных, заемных ресурсов. Так, в 1974 г. был учрежден нефтяной фонд. Величина первого нефтяного фонда составила 2,8 млрд СДР, или 3,5 млрд долл.; второго — 5 млрд СДР, или 6,2 млрд долл. США. Фонд был призван оказать помощь странам — членам МВФ в покрытии дополнительных расходов, вызванных увеличением стоимости импорта нефти и нефтепродуктов. Необходимые для этого финансовые ресурсы ссудили некоторые участники МВФ, преимущественно страны — экспортеры нефти.

В 1977 г. была учреждена «система дополнительного финансирования». Этот механизм получил неофициальное название «Фонд Виттевеена» по имени инициатора его создания — бывшего директора-распорядителя МВФ. Средства для дополнительного финансирования были предоставлены МВФ в виде займов в различных валютах 30 странами, а также Швейцарским национальным банком. Из этой суммы 4,6 млрд СДР, или 58,5%, ссудили 8 индустриальных стран (Австрия, Бельгия, Канада, Нидерланды, США, ФРГ, Швейцария, Япония) и 3,2 млрд СДР (41,5%) приходилось на долю 5 стран — экспортеров нефти. Цель данной системы — дать МВФ возможность предоставлять дополнительное финансирование странам-членам, сталкивающимся с особенно резким и затяжным неравновесием платежных балансов и исчерпавшим лимиты получения обычных кредитов Фонда.

В условиях интернационализации хозяйственной жизни роль МВФ оказалась недостаточной для принятия срочных и радикальных решений по стабилизации мировой эконо

мики. Кризисные потрясения 1970-х гг. заставили развитые страны, включая США, искать новые механизмы международной координации финансовой политики. В эти годы центр тяжести принятия решений в области мировой экономики сместился от МВФ к начавшимся с 1975 г. регулярным встречам на высшем уровне представителей стран «Большой семерки» (США, Канада, Япония, ФРГ, Великобритания, Франция и Италия), а также на уровне руководителей центральных банков и министров финансов. Опыт последующих двух десятилетий показал, что предметом консультаций на этих встречах в числе других важных вопросов всегда были курс доллара, кредитно-денежная и налогово-бюджетная политика.

Так, по предложению G7 МВФ выработал программу по урегулированию внешнего долга развивающихся стран, предусматривающую принятие странами-должниками комплексных мер по стабилизации экономики, включающих значительный элемент структурных реформ, при обеспечении доступа к ресурсам МВФ в целях сокращения задолженности и расходов по ее обслуживанию (план Брейди). Затем последовали новые, более значительные действия МВФ. В 1987 г. Фонд создал механизм расширенного кредитования структурной перестройки на льготных условиях, предназначенный для оказания помощи в финансировании платежного баланса тем развивающимся странам с низким уровнем дохода, которые осуществляют трехлетние программы по структурному реформированию своих экономик. Ныне действие этого механизма распространяется на 80 развивающихся стран.

В 1990-е гг. после распада социалистической системы увеличилось количество стран — участниц МВФ, и вместе с этим произошла дальнейшая трансформация Фонда в орган международного экономического регулирования. Деятельность МВФ в 1990-е гг. в определенной степени сконцентрировалась на оказании содействия странам с переходной экономикой Центральной и Восточной Европы. В эти годы Исполнительный совет МВФ утвердил создание механизма финансирования системных преобразований для оказания помощи странам, которые испытывают трудности с платежным балансом, возникающие в результате перехода от плановой к рыночной экономике.

В условиях растущей глобализации мировой экономики, интернационализации финансовых рынков и все более тес-

ного переплетения интересов различных групп государств возникла необходимость создания довольно значительного фонда общих ресурсов для целей инвестирования, экономического роста и социального развития. Эта задача не могла быть решена МВФ самостоятельно. В ее осуществлении важнейшая роль принадлежала США, которые убедили ряд других стран-доноров пойти на создание такого фонда. В связи с финансовым кризисом в Азии МВФ создал в декабре 1997 г. механизм дополнительного резервного кредитования для оказания государствам-членам помощи в преодолении последствий обвала регионального финансового и фондового рынков.

Деятельность МВФ в XXI в. была также сконцентрирована на преодолении серии региональных валютных кризисов и глобального финансового кризиса 2008 г. Это потребовало реформирования самой системы управления МВФ. В результате еще ярче проявилась потребность в укреплении ресурсов Фонда путем повышения квот и принятия других мер с тем, чтобы он и дальше мог в полной мере исполнять свою растущую роль в мировой экономике.

Общая оценка деятельности МВФ неоднозначна. В связи с эволюцией мировой валютной системы Устав МВФ трижды пересматривался: в 1969 — с введением системы СДР; в 1976 — с созданием Ямайской валютной системы; в ноябре 1992 — с включением санкции приостановки права участвовать в голосовании по отношению к странам, не погасившим свои долги Фонду. Сила предложенных МВФ мер заключается в том, что они заставили азиатские и другие страны, переживающие трудности, сократить расходы, увеличить сбор налогов, реальнее оценивать курс своей национальной валюты, аккуратнее заимствовать на международном рынке частных кредитов, способствовали оздоровлению национальных банковских систем. Но рецепты МВФ не учитывали социально-экономических и политических последствий жесткой монетарной и фискальной политики, не принимали во внимание специфики различных стран. Критики считают, что финансовая политика МВФ и его рекомендации отдельным странам в области экономической политики не только тормозят рост национального производства, но и опасны для мировой экономики, находящейся под угрозой попадания в дефляционную спираль своего развития. МВФ не смог предвидеть начало глобального финансового кризиса.

На сессии МВФ/МБРР в Гонконге в сентябре 1997 г. развернулась дискуссия о возможных направлениях реформи-

рования МВФ и укрепления архитектуры международной валютно-финансовой системы.

Совершенствование деятельности МВФ осуществлялось по следующим основным направлениям:

• предотвращение новых международных финансовых потрясений;

• создание новых и повышение эффективности уже действующих механизмов финансирования;

• практическое изучение вопросов включения всех стран в систему СДР и общего увеличения капитала МВФ;

• налаживание более тесного взаимодействия Фонда с другими Бреттон-Вудскими институтами и специализированными учреждениями ООН по глобальным и макроэкономическим проблемам.

### *Группа Мирового (Всемирного) банка*

Год основания: 1944.

Штаб-квартира: г. Вашингтон.

Состоит из пяти организаций: МБРР, МАР, МФК, МИГА и МЦУИС.

Дата вступления России: 1992 г.

Группа Всемирного банка, как и МВФ, является одним из специализированных учреждений ООН, состоящим из четырех тесно связанных между собой организаций, общая цель которых — помощь в развитии стран-участниц. К Всемирному банку (ВБ) причисляют две организации: МБРР и его дочернюю структуру — Международную ассоциацию развития (International Development Association). В Группу Всемирного банка (ГВБ), помимо указанных организаций, входят также на правах ассоциированных членов Международная финансовая корпорация (International Financial Corporation, IFC), Многостороннее агентство гарантирования инвестиций (Multilateral Investment Guarantee Agency, MIGA) и Международный центр урегулирования инвестиционных споров (International Center for Settlement of Investment Disputes, ICSID).

Основные цели организаций ГВБ таковы:

• содействие реконструкции и развитию хозяйства стран-членов;

• поощрение частных и иностранных инвестиций посредством предоставления гарантий и участия в займах и инвестициях частных кредиторов и других инвесторов;

• стимулирование роста международной торговли и поддержание сбалансированного платежного баланса страны-участника.

Охарактеризуем организации Всемирного банка: Международный банк реконструкции и развития и Международную ассоциацию развития (МАР). МБРР — специализированное учреждение ООН. В настоящее время членами МБРР являются 185 стран. Финансовые ресурсы МБРР связаны с его капиталом, держатели которого являются также членами МВФ. В 2012 г. капитал Банка составлял около 190 млрд долл. Фактический взнос страны в среднем на 10% его стоимости становится частью уставного капитала. Невостребованный капитал служит гарантией займов банка на мировых рынках капиталов. Подавляющую часть ресурсов (94%) МБРР привлекает путем эмиссии облигаций на мировом финансовом рынке, имеющих наивысший кредитный рейтинг ААА, а также путем частного размещения средств правительств, центральных банков и других кредиторов по фиксированным ставкам процента. МБРР размещает свои ценные бумаги более чем в 100 странах и является при этом крупнейшим заемщиком на мировых рынках капитала, а также одним из самых крупных заемщиков-нерезидентов на национальных рынках. В отличие от МВФ МБРР занимает средства не только у правительств, но и у частных организаций, причем в значительно больших размерах. В последнее время все большее значение приобретают средства от погашения ранее предоставленных ссуд и проценты по ним. Периодически МБРР осуществляет также продажу гарантированных требований по ссудам, предоставленным банком, инвесторам, которые ищут возможности надежного вложения капитала.

Еще в большей степени, чем краткосрочные кредиты, политику рефинансирования МБРР с 1980-х гг. стали определять валютные свопы, которые позволяли ему уменьшить финансовые издержки за счет использования валют с более низкими процентными ставками. При этом страны-заемщики выигрывали также за счет получения кредитов на более льготных условиях.

МБРР и МАР проводят в основном одинаковую политику в отношении отбора проектов финансирования, предоставляя ссуды и кредиты лишь для проектов, которые в экономическом и техническом плане безупречны и имеют высокий приоритет для экономического развития стран-должников.

Существенные отличия имеются в условиях предоставления займов. МБРР предоставляет, как правило, средства не в национальной валюте страны-должника, а в девизах (признанные на международном уровне средства платежа), в частности в депозитных сертификатах.

В соответствии с Уставом МБРР платежеспособность стран-должников должна быть достаточно высокой, поэтому прежде всего проверяется структура ее международных долгов. Если развивающаяся страна в этом отношении неблагополучна, то она не может быть кредитополучателем МБРР. Требования МАР более мягкие и предъявляются не столько к уровню задолженности страны, сколько к целевому эффективному использованию предоставляемых средств. Ссудополучателем может быть правительство либо организация, имеющая правительственную гарантию. Большинство ссуд и кредитов МБРР и МАР имеют «проектный характер», т.е. выдаются под конкретные проекты развития, кроме специально оговоренных случаев. Поскольку МБРР сам предоставляет ссуды из заемных средств, то процентные ставки зависят от общей конъюнктуры на международных рынках капиталов. При этом начальная процентная ставка базируется на издержках приобретения средств самим банком. К средневзвешенным издержкам капитала добавляется затем маржа 0,5%. Фактически ставка процента с учетом маржи банка составляет около 6—7% годовых.

Банк использует два основных вида кредитных инструментов: инвестиционные займы и займы на цели структурных преобразований. Инвестиционные займы используются для финансирования долгосрочных проектов (5—10 лет). Средства таких займов расходуются на закупки товаров, работ и услуг в рамках проектов экономического и социального развития в самых различных секторах экономики. Цели инвестиционного кредитования менялись с течением времени. Первоначально ориентированное на финансирование оборудования, инженерных служб и строительства инвестиционное кредитование стало все чаще применяться для поддержки институционального строительства, социального развития и выработки государственной политики, необходимой для оказания содействия частному сектору. Проекты осуществляются в самых разных областях: на сокращение уровня бедности в городах, развитие сельских районов, улучшение систем водоснабжения и канализации, рациональное использование природных ресурсов, ликвидацию послед-

ствий военных конфликтов, развитие образования (стимулирование получения девочками образования) и здравоохранения (создание сельских клиник, подготовка работников здравоохранения).

Займы на цели структурных преобразований используются для финансирования краткосрочных программ (от 1 года до 3 лет) и обеспечивают быстро расходуемые внешние фонды в поддержку экономических и институциональных реформ. В рамках таких займов странам, нуждающимся во внешнем финансировании, предоставляются быстро используемые средства для поддержания структурных реформ в каком-либо секторе или в экономике в целом.

Эти бюджетозамещающие по своему характеру займы первоначально были нацелены на поддержку реформ в сфере макроэкономической политики, в том числе в отношении торговли и сельского хозяйства. Со временем они стали больше использоваться для поддержки структурных реформ, реформ финансового сектора и социальной политики, а также для совершенствования управления ресурсами государственного сектора.

В настоящее время бюджетозамещающие операции направлены главным образом на:

- развитие конкурентных рыночных структур (например, путем поддержки соответствующих реформ нормативной правовой базы);
- устранение искажений в режимах стимулирования (реформы в области налогообложения и торговли);
- создание необходимых контролирующих систем и защитных механизмов (реформа финансового сектора);
- создание среды, благоприятной для частных инвестиций (судебная реформа, принятие современного инвестиционного кодекса);
- стимулирование деятельности частного сектора (приватизация и сотрудничество государственных и частных структур);
- содействие совершенствованию государственного управления (реформа государственной службы);
- смягчение краткосрочных отрицательных последствий структурных преобразований (создание фондов социальной защиты).

Специалисты Всемирного банка классифицируют свои займы следующим образом (табл. 14.2).

*Таблица 14.2*

**Классификация ссуд и кредитов МБРР и МАР**

| Вид кредита | Целевое назначение |
|---|---|
| Особые инвестиционные ссуды (Specific Investment Loans) | Предоставляются для финансирования определенного объекта с целью возведения новых производственных сооружений, расширения объемов производства на уже существующих объектах или улучшения их технического обслуживания |
| Секторальные операции (Sector operations) | Предоставляются для финансирования проектов в границах целевых секторов экономики, например, транспорта, энергетики, сельского хозяйства и т.п. Определение финансируемых объектов в рамках целевых секторов осуществляется правительствами стран-ссудополучателей по критериям, устанавливаемым Всемирным банком.<br>Ссуды предоставляются либо непосредственно правительству (Sector Investment and Maintenance Loans), либо организациям, которые определяются правительством и фактически выступают посредниками между ним и конечным ссудополучателем, например национальным обществам финансирования развития или аграрным фондам (Financial Intermediary Loans). К секторальным операциям относят также секторные займы структурной перестройки (Sector Adjustment Loans), предназначенные для решения общих задач в рамках целевых секторов, которые могут возникнуть, например, при смене экономической политики. Часто средства по этим ссудам направляются на финансирование импортных операций |
| Ссуды структурной реорганизации (бюджетозамещающие реабилитационные займы) | Предоставляются для покрытия дефицита платежного баланса и предусматривают проведение широкого спектра мероприятий национального правительства. Критерии для выделения таких ссуд наиболее мягкие и состоят в представлении страной программы структурных преобразований, согласованной с ВБ и имеющей перспективы на успех. Такого рода ссуды родственны аналогичному финансированию со стороны МВФ мер по преодолению дефицита платежного баланса, поэтому указанные организации согласуют масштабы, сроки, условия кредитования |

*Окончание табл. 14.2*

| Вид кредита | Целевое назначение |
|---|---|
| Ссуды для преодоления последствий катастроф (Emergency Reconstruction Loans) | Для возмещения ущерба, например от землетрясений или засухи |

*Источник*: URL: http://www.worldbank.org/ibrd.

МАР предлагает очень выгодные условия: ссуды выдаются на срок до 50 лет с отсрочкой погашения на 10 лет и являются беспроцентными. Заемщик выплачивает лишь небольшие комиссионные. Займы предоставляются наиболее бедным государствам — членам МАР, чей годовой ВНП на душу населения не превышает определенного потолка (796 долл. в год на душу населения). Обладая собственным юридическим статусом, независимым от МБРР, МАР носит характер скорее автономного фонда, чем филиала; обе организации имеют единые управленческий персонал и административную структуру. Членами МАР являются 160 стран, в том числе и Россия. У МАР, так же как и у MIGA, имеется две группы членов. К первой относятся в основном развитые страны, а также некоторые другие сильные в финансовом отношении государства, как, например, Кувейт, Новая Зеландия, Исландия, Объединенные Арабские Эмираты и т.д. Все остальные члены отнесены ко второй группе. Такое деление важно для дифференциации условий предоставления финансовой помощи — в случае МАР, у которой члены первой группы являются донорами, и в отличие от размеров дивидендов, начисляемых на доли участия при прямых инвестициях, — в случае MIGA.

Наибольшее распространение имеют особые инвестиционные ссуды — до 50% всего объема кредитования Мирового банка, а также ссуды для преодоления последствий катастроф, которые занимают около 1% всех выделяемых средств. Особый приоритет при распределении финансовых средств МАР уделяется таким целям, как борьба с бедностью, защита окружающей среды, поддержка мер макроэкономической и секторальной политики национальных государств. В 1985 г. была открыта специальная кредитная линия для поддержки стран южной Сахары (Special Facility for Sub-Saharan Africa). После завершения финансирования

по данной кредитной линии в действие вступила новая программа для стран Южной Африки, которые имеют низкий уровень национального дохода и высокий уровень долга (Special Program of Assistance for Africa).

*Международная финансовая корпорация (МФК)*, учрежденная в 1956 г., также является филиалом МБРР.

Основными цели МФК таковы:

- оказание содействия в финансировании частного предпринимательства, главным образом в развивающихся странах, в целях экономического развития стран-членов;
- *оказание помощи в управлении предприятиями*, созданными с участием как иностранного капитала, так и местных инвестиций;
- стимулирование притока частного капитала в производственную сферу;
- реализация принципа рентабельности в сотрудничестве с частным сектором.

Финансовые ресурсы МФК образуются:

- из взносов стран-членов в соответствии с их подпиской на акции МФК;
- отчислений от прибыли МФК, получаемой за счет процентов с предоставленных займов, финансовых сборов, дивидендов и участия в прибылях, доходов от продажи акций, платы за услуги, депозитов и операций с ценными бумагами, средств, привлеченных в виде займов;
- дотаций и кредитов МБРР.

Как и МБРР, МФК формирует основную массу ресурсов путем привлечения средств с мирового рынка капиталов. МФК располагает более широким набором инструментов, чем МБРР. Она не только предоставляет кредиты, но и приобретает акции компаний. В отличие от МБРР МФК не требует правительственных гарантий и не берет на себя риски. Поэтому отбор проектов отличается особой тщательностью. Выделенные МФК кредиты обычно не превышают 25% стоимости проекта. Членами МФК являются 175 стран, в том числе и Россия.

С 1995 г. МФК приступила к продаже требований по ссудам специально созданной организации *off-shore trust*, которая осуществляет секьюритизацию ссуд путем распространения среди институциональных инвесторов и банков специально выпускаемых сертификатов. Хотя МФК не требует правительственных гарантий, она тщательно анализирует кредитоспособность бенефициаров своих средств. Кроме того, риск

финансирования снижается за счет участия МФК в синдицированных кредитах, с покрытием не более 25% общих издержек. Финансовые условия кредитов МФК значительно более жесткие, чем у МБРР и МАР. Наибольшая часть ссуд МФК предлагается на срок от 7 до 12 лет по твердым или плавающим ставкам в самых разнообразных валютах.

*Многостороннее агентство гарантирования инвестиций (МАГИ)* создано в 1988 г. и является специализированным учреждением ООН. Будучи в финансовом отношении независимым, оно, тем не менее, представляет собой филиал МБРР. Членами МАГИ являются 145 стран, в том числе и Россия.

Основные цели МАГИ таковы:

• предоставление гарантий на инвестиции, направляемые на производственные цели, преимущественно в развивающихся странах-членах;

• страхование и перестрахование от некоммерческих рисков;

• содействие разработке проектов и обеспечение их обоснованности с точки зрения потребностей конкретной страны;

• оказание технической помощи в целях стимулирования притока иностранных инвестиций в развивающиеся страны;

• осуществление информационной деятельности.

Основная цель этой организации — содействие прямым инвестициям в развивающихся странах путем предоставления гарантий против некоммерческих (политических) рисков. Кроме того, МАГИ консультирует правительства развивающихся стран при разработке программ содействия иностранным инвестициям. Основным источником средств агентства является подписной капитал. Уставом МАГИ предусмотрено, что промышленные страны должны выплачивать 10% их доли уставного капитала в конвертируемой валюте. Еще 10% вносятся в форме беспроцентного долгового свидетельства, которое не может обращаться на рынке. Остаток уставной доли вносится лишь по требованию МАГИ. Страны второй группы могут осуществлять взносы до 25% в собственной валюте.

Для содействия прямым инвестициям в развивающихся странах МАГИ может брать на себя гарантии по отношению к инвесторам против некоммерческих рисков, включая совместное страхование и перестрахование. Гарантии распространяются, как правило, на срок до 15 лет. В соответ-

ствии с Уставом к рискам, против которых выставляются гарантии, относятся ограничения трансферта валют в развивающихся странах, национализация и другие аналогичные меры нарушения договоров, военные события или беспорядки. Гарантии обычно распространяются только на вновь вводимые предприятия, но могут включать также расширение, модернизацию и перестройку уже существующих предприятий, а также приобретение предприятий, подлежащих приватизации. Гарантии могут также предоставляться и по ссудам частных инвесторов, которые могут быть как физическими, так и юридическими лицами, но не должны принадлежать к стране, в которой осуществляется инвестиция. Сумма гарантии зависит от оценки риска проекта.

### *Банк международных расчетов*

Год основания: 1930.

Штаб-квартира: г. Базель.

Количество членов: 55.

Дата вступления России: 1996 г.

Банк международных расчетов (Bank for International Settlements, BIS) — международный банк с головным офисом в Базеле (Швейцария). Содействует сотрудничеству центральных банков европейских стран, Банка Японии и Федеральной резервной системы США. Основан в 1930 г. с целью ведения расчетов по репарационным платежам Германии после Первой мировой войны. Банк ведет мониторинг международной банковской деятельности, собирает соответствующие данные и устанавливает правила, регулирующие международную банковскую деятельность. Членами БМР являются 55 стран. БМР — международное финансовое учреждение, его главное назначение — поддержание сотрудничества между центральными банками.

С организационно-правовой точки зрения БМР является акционерным обществом, и его ресурсы формируются за счет депозитов центральных банков развитых стран, а также ряда частных лиц. Золотые резервы банка оцениваются в 165 т. На 2010 г. заемщиками БМР являлись около 130 центральных банков, при этом сумма общей задолженности превышала 200 млрд SDR.

Основные цели БМР таковы:

- клиринговые расчеты центральных банков;
- обеспечение дополнительных благоприятных условий для международных финансовых операций;

• оказание содействия сторонам в качестве доверенного лица или агента по международным финансовым расчетам

*Главные направления деятельности БМР* — выполнение роли банка центральных банков, агента по международным расчетам, а также посредника по координации валютной политики стран — членов Банка.

В соответствии с Уставом БМР имеет право совершать следующие операции:

• депозитные (БМР принимает вклады на текущие и срочные счета от центральных и коммерческих банков; при этом выплачиваемые процентные ставки по вкладам несколько ниже рыночных);

• валютные (по поручению центральных банков, имеющих в БМР свои счета, Банк проводит наличные и срочные сделки с иностранной валютой);

• с золотом (БМР принимает от центральных банков золото в форме депозитов, проценты по этим вкладам не выплачиваются; по поручению центральных банков БМР также осуществляет операции по купле-продаже золота);

• с ценными бумагами (БМР осуществляет учет, пересчет, покупку и продажу краткосрочных векселей и других обязательств первоклассных заемщиков);

• кредитные (БМР предоставляет кредиты центральным банкам, одним из видов кредитов являются займы под залог золота; Банку не разрешено выдавать кредиты правительствам и открывать им текущие счета);

• агентские (корреспондентские) (БМР выполняет различные поручения центральных банков).

Хотя БМР является межгосударственным институтом, но функционирует он на чисто рыночной основе как акционерное общество, выплачивающее дивиденды на акции. Основной источник ресурсов БМР — краткосрочные вклады (до трех месяцев) центральных банков в иностранной валюте или золоте. Для выплаты процентов по ним Банк размещает их на рыночных условиях в других центральных банках, международных организациях или банках-корреспондентах, что существенно помогает развитию международных операций в финансовой сфере. Под эгидой БМР создан Базельский комитет по банковскому надзору (Basel Committee on Banking Supervision) — международный комитет (см. подробнее в гл. 8). Кстати, штаб-квартира Интерпола находится также в помещениях БМР, что свидетельствует об интегрированности обеих структур.

## 14.3. Региональные финансовые организации

В 1970-е и 1980-е гг. происходил бурный рост числа региональных публичных финансовых организаций. Они стали важным источником финансирования для развивающихся стран, особенно для относящихся к наивысшим категориям риска. Региональные банки создавались для разрешения специфических проблем отдельной территории и расширения сотрудничества развивающихся стран данного региона. Все они преследуют единые цели: долгосрочное кредитование проектов развития соответствующих регионов, кредитование региональных производственных объединений. Общая черта этих банков заключается в том, что на их деятельность оказывают существенное влияние развитые страны, которым принадлежит 1/3 капитала банков. В региональных банках развития установлен одинаковый принцип формирования финансовых ресурсов, привлечения заемных средств и социальные фонды. Кредитная политика проводится во многом по образцу группы Всемирного банка. Вместе с тем в деятельности региональных банков развития существуют различия, определяемые разным уровнем экономического, социального и культурного развития, особенностями исторических традиций.

Учитывая то, что региональная экономическая и финансовая интеграция имеет более развитые формы в Европе, мы уделим больше внимания анализу европейских публичных финансовых институтов.

### *Европейские международные финансовые организации*

Особенности деятельности европейских международных институтов рассмотрим на примере нескольких принципиально различных европейских организаций, поскольку в Европе как ни в каком другом регионе наиболее ярко выражены тенденции к интеграции финансовых рынков и институтов.

*Европейский центральный банк* (ЕЦБ) — European Central Bank — первый в истории наднациональный центральный банк, начавший свою активную деятельность в 1999 г. с переходом большей части государств ЕС к единой валюте — евро. Предшественниками ЕЦБ были сначала Европейский фонд валютного сотрудничества, а с 1993 г. — Европейский валютный институт. ЕЦБ стоит во главе Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ), которая включает

все 25 центральных банков стран ЕС. Центральные банки государств, не входящих в зону евро, являются участниками ЕСЦБ с особым статусом: они не имеют права принимать решения, которые действительны только для зоны евро.

Собственный капитал ЕЦБ был определен в размере 5 млрд ЭКЮ, теперь он составляет 5 млрд евро. В дальнейшем по решению Совета управляющих он может увеличиться. Уставный капитал ЕЦБ на конец 2005 г. определен в 5,565 млрд евро. Весь капитал принадлежит национальным центральным банкам, причем доля каждого определяется следующим образом: 50% — в соответствии с удельным весом каждой страны в общем населении ЕС; 50% — в соответствии с удельным весом страны в совокупном внутреннем продукте ЕС. Эти данные корректируются каждые пять лет. При этом центральные банки стран ins (присоединившихся к ЕС) должны вносить 100% подписанного капитала, а стран pre-ins (не присоединившихся к ЕС) — 5%. Наряду с этим центральные банки должны перечислять ЕЦБ резервы иностранных валют (в сумме эквивалентные 50 млрд евро). Резервные взносы установлены пропорционально долям центральных банков в подписанном капитале. Часть чистой прибыли (не более 20%) ЕЦБ перечисляется в общий резервный фонд, остаток распределяется между членами ЕЦБ пропорционально их взносам в капитал.

Европейскому центральному банку принадлежит ключевая роль в осуществлении кредитно-денежной политики в рамках Европейской валютной системы (ЕВС). При этом его основная задача заключается в унификации требований, предъявляемых к финансовым инструментам и институтам в зоне евро, а также в методах проведения центральными банками кредитно-денежной политики. В частности, до создания ЕВС центральные банки отдельных государств использовали различные механизмы денежно-кредитного регулирования экономики. Так, не все страны ЕС применяли нормы обязательного резервирования для коммерческих банков, а часть из тех, кто использовал их, не начисляли процентное вознаграждение. Различались механизмы рефинансирования кредитных институтов со стороны центральных банков.

Европейский центральный банк использует следующий основной инструментарий кредитно-денежной политики:

1) предусматривается установление текущих целевых значений для основных денежных агрегатов по контролю над уровнем инфляции;

2) определяются диапазоны колебаний основных процентных ставок, в том числе для сближения их по всей зоне евро;

3) устанавливаются минимальные резервные требования для коммерческих банков, а также в отношении процентного вознаграждения. Теперь все страны ЕВС должны применять установленный единый норматив резервирования (может принимать значение до 10–14%). Определены единый перечень обязательств, для которых применяется норматив, а также штрафные санкции за нарушение сроков резервирования средств. Установление минимальных резервных требований в качестве одной из целей преследует выравнивание уровней процентных ставок в странах ЕВС;

4) определяется совокупность краткосрочных операций по регулированию ликвидности на денежном рынке евро, называемых постоянно действующими механизмами. Они подразделяются в целом на кредитные и депозитные механизмы ЕЦБ.

Так, к депозитному механизму относят размещение временно свободных денежных средств кредитных институтов в депозиты ЕЦБ сроком на один день (депозиты overnight). Устанавливаемая по этим депозитам ставка формирует нижнюю границу однодневных межбанковских кредитов рынка евро и является минимальной базовой ставкой в системе процентных ставок ЕЦБ. Аналогично к кредитным механизмам относится предоставление любым центральным банком Евросистемы однодневных кредитов. Соответствующая процентная ставка определяет верхнюю границу ставок рынка однодневных межбанковских кредитов евро. Однако однодневные кредиты предоставляются центральными банками бесплатно.

ЕЦБ предоставил право центральным банкам ЕВС самостоятельно выбирать форму предоставления однодневных кредитов, основными из которых являются залоговые (ломбардные) кредиты и сделки прямого однодневного РЕПО. В качестве залога по однодневным кредитам могут быть использованы определенные ЕЦБ активы, которые подразделяются на две категории. Критерии, которым должны отвечать активы обеих категорий, также определены ЕЦБ. При получении кредитов рефинансирования в своем национальном центральном банке кредитный институт размещает активы одной из категорий в любом депозитарии на территории ЕВС. ЕЦБ установил размеры предоставляемых кре-

дитов в зависимости от рыночной стоимости заложенных активов и степени колебания цен на них, а также нормативы дополнительных взносов-выплат в случае изменения указанной рыночной стоимости;

5) проводятся операции на открытом рынке, под которыми в ЕВС подразумевают любые сделки, где центральные банки сами выступают равноправными контрагентами на рынке, а не только операции на рынке ценных бумаг. Среди указанных операций важное значение имеют основной и долгосрочный инструменты рефинансирования, а также так называемые операции тонкой настройки и структурные операции.

Основной инструмент рефинансирования предполагает проведение еженедельных аукционов на срок 14 дней среди кредитных институтов по фиксированной процентной ставке. Долгосрочный инструмент рефинансирования аналогичен основному и предусматривает ежемесячную аукционную торговлю трехмесячными кредитами. Он заменил действовавшую в ряде ЕВС до перехода к евро форму долгосрочного рефинансирования через переучет векселей. Аукционы по обоим инструментам рефинансирования проводятся децентрализованно, т.е. центральными банками Евросистемы, но общие объемы кредитных средств, выставляемых на продажу, определяются ЕЦБ. Операции тонкой настройки и структурные операции проводятся нерегулярно и зачастую на короткий период, когда необходимо срочное вмешательство для регулирования ликвидности и процентных ставок на денежных рынках.

*Европейский банк реконструкции и развития* (ЕБРР) создан в 1990 г. на основе межправительственного соглашения. В настоящее время членами ЕБРР являются 60 стран. Штаб-квартира ЕБРР находится в Лондоне. В состав Банка в качестве институциональных членов входят Европейский союз и Европейский инвестиционный банк. Россия вступила в ЕБРР в 1992 г. На конец 2005 г. уставный капитал ЕБРР составлял 20 млрд евро и классифицировался на оплачиваемые акции (30%) и акции, подлежащие оплате по требованию (70%). Страны — члены ЕС, Европейский инвестиционный банк и собственно ЕС имели квоту в уставном капитале 51%, страны Центральной и Восточной Европы — 14%, остальные европейские страны — 11%, неевропейские страны — 24%. Среди отдельных стран наибольшие доли в капитале Банка имели США (10%), Великобритания, Германия, Италия,

Франция и Япония (по 8,5% каждая). Квота России составляла 4%.

Основные цели ЕБРР таковы:

• осуществление операций исключительно в странах Центральной и Восточной Европы, поддержание перехода этих стран к рыночной экономике;

• содействие развитию частного предпринимательства;

• сочетание функций коммерческого банка и банка развития.

Назовем главные направления деятельности ЕБРР:

• оказание помощи странам-членам в осуществлении структурных и отраслевых экономических реформ, включая демонополизацию, децентрализацию и приватизацию с учетом потребностей этих стран на различных этапах перехода к рыночной экономике;

• содействие развитию частного сектора путем организации, модернизации и расширения производственной деятельности, прежде всего малых и средних предприятий;

• содействие инвестициям в производство с целью создания конкурентной среды и повышения производительности, качества жизни и улучшения условий труда;

• финансирование частных или приватизируемых предприятий, которые вносят вклад в развитие частного сектора;

• поощрение прямых иностранных инвестиций;

• создание и укрепление финансовых учреждений и объектов промышленного сектора;

• содействие малым и средним предприятиям;

• улучшение окружающей среды;

• содействие созданию или модернизации инфраструктуры, необходимой для деятельности в частном секторе;

• оказание технической помощи и консультативного содействия в подготовке, финансировании и реализации проектов;

• содействие укреплению финансовых институтов и правовых систем;

• стимулирование и поощрение развития рынков капиталов.

Источником финансирования инвестиций в странах ЕС является *Европейский инвестиционный банк* (ЕИБ), учрежденный в 1958 г. в соответствии с Римским договором. Его устав является составной частью Договора о Европейском союзе. Задачи Банка определяются на основе решений Европейского совета. ЕИБ представляет собой финансово автономную и юридически самостоятельную организацию.

Членами Банка являются все страны Европейского союза. Штаб-квартира ЕИБ находится в г. Люксембурге.

ЕИБ осуществляет финансирование инвестиций в странах Европейского союза, совершая операции на рынке капиталов и используя свои собственные средства. Он не ставит целью получение прибыли. Его задача — предоставление займов и гарантий, облегчающих финансирование проектов для менее развитых регионов, для модернизации или конверсии предприятий, развития предпринимательской деятельности в новых областях, а также осуществления проектов, представляющих общий интерес для нескольких стран-членов. ЕИБ предоставляет также займы некоторым развивающимся странам и странам Центральной и Восточной Европы.

Основной источник ресурсов — уставный капитал, после вступления 10 новых членов в ЕС его величина возросла со 150 млрд евро до 163,7 млрд евро. 89% финансируемых ЕИБ проектов приходится на страны ЕС.

Кроме названных выше структур, большое содействие финансовой интеграции оказывают следующие финансовые институты:

• *Европейский фонд развития — ЕФР,* созданный в 1958 г., проводит коллективную политику ЕС по отношению к развивающимся странам, координирует двусторонние программы официальной помощи развитию этих стран;

• *Европейский фонд регионального развития* — ЕФРР, созданный в 1975 г., предоставляет кредиты за счет средств совместного бюджета ЕС с целью выравнивания региональных диспропорций в странах — членах Общего рынка, поскольку там насчитывается 25 беднейших регионов, уровень жизни в которых в 2,5 раза ниже, чем в 25 наиболее процветающих;

• *Международная компания европейских банков* — ЕБИК, созданная в 1970 г., представляет собой банковскую группировку, занимающуюся кредитованием внешнеторговых сделок и финансированием международных проектов;

• *Европейское финансовое общество* — СФЕ — международная банковская группировка, созданная в 1967 г. Занимается в основном коммерческим кредитованием, оказанием различных банковских услуг, энергетическим бизнесом;

• *Европартнеры* — международная банковская группировка (клуб), созданная в 1971 г. Занимается в основном кредитованием на рынке евровалют, финансированием проектов, управлением имуществом и ценными бумагами, лизинговыми операциями;

• *Международный союз страховщиков кредитов и инвесторов — Бернский союз* — создан в 1934 г. в Лондоне как международная ассоциация частных и государственных институтов страхования импортных кредитов и инвестиций. Разрабатывает общие принципы страхования экспортных кредитов и инвестиций, способствует сотрудничеству и обмену информацией;

• *Международный взаимный фонд* — фонд, вкладывающий средства в ценные бумаги различных эмитентов, в том числе в разных валютах для диверсификации риска;

• *Международная ассоциация банков,* созданная в 1985 г., специализируется на процентных и валютных свопах;

• *Ассоциация участников первичного рынка международных облигаций;*

• *Ассоциация дилеров по межбанковским облигациям* — организация, созданная в 1964 г. в Цюрихе для разработки правил и стандартов торговли на международном рынке ценных бумаг.

## 14.4. Место и роль Российской Федерации в международных финансовых институтах

Ситуация в валютно-кредитной сфере в России была в существенной степени обусловлена спецификой участия страны в МФО. Членство в МВФ, ВБ, БМР и ЕБРР во многом способствовало усилению позиций России в международной финансовой системе и позволило привлечь ресурсы капитала и зарубежный опыт для реформирования реального сектора экономики.

До недавнего времени сотрудничество России с МВФ осуществлялось на основе регулярно согласуемых программ, определявших параметры оказания финансового содействия по линии МВФ и обязательства российской стороны по осуществлению определенных макроэкономических мероприятий. В июле 1992 г. Россия получила первый кредит «стэнд-бай» около 1 млрд долл. В июне 1993 г. и в апреле 1994 г. в рамках механизма финансирования структурных преобразований были получены два транша примерно по 1,5 млрд долл. каждый, а в апреле 1995 г. — кредит «стэнд-бай» в объеме 6,8 млрд долл. В марте 1996 г. МВФ предоставил России кредит по программе расширенного финансирования 10,1 млрд долл. на 10 лет с четырехлетним льготным перио-

дом (крупнейший на тот момент кредит в истории Фонда), из которого было выделено 5,8 млрд долл. В июле 1999 г. после окончательного согласования параметров экономического развития МВФ принял решение выделить стабилизационный кредит в размере 4,5 млрд долл. Первый и последний транш составил 640 млн долл. В последующие годы Россия не обращалась за кредитами МВФ.

В рамках ст. 4 Устава МВФ проводятся ежегодные двусторонние консультации в целях проведения комплексного анализа экономической политики страны и подготовки соответствующего доклада. В 2000 г. в интересах расширения транспарентности взаимоотношений с Фондом Россия впервые дала согласие на открытую публикацию странового доклада МВФ за 2000 г. Необходимо отметить, что кредитное сотрудничество было прервано в конце 1999 г. под предлогом нецелевого использования средств в России. В настоящее время Россия вышла на новый этап сотрудничества с Фондом, особенностью которого является самостоятельная разработка экономической программы и ее реализация без кредитов МВФ.

С момента вступления во Всемирный банк Россия получила около 50 реабилитационных займов и кредитов на структурную перестройку экономики на общую сумму 10 млрд долл. Из них завершено займов на сумму 7,1 млрд долл. Бюджетозамещающие займы в портфеле проектов Банка составляют около 60%, инвестиционные — около 40%, при этом основная часть займов приходится на энергетический сектор российской экономики и инфраструктурные проекты. До 1997 г. включительно объем заимствований России у Всемирного банка имел положительную динамику. После резкого сокращения в 1998—1999 гг. оживление деятельности Всемирного банка в России произошло в 2000 г. В 2001—2003 гг. Всемирный банк одобрил выделение России нескольких займов: на развитие системы городского транспорта в Москве, реконструкцию системы городского теплоснабжения, совершенствование систем городских водоочистных сооружений, грант на прекращение производства озоноразрушающих веществ, финансирование пилотного проекта по устойчивому лесопользованию, переселение россиян с Крайнего Севера, реформу системы образования, развитие системы федерального казначейства, модернизацию налоговой службы. В ближайшее время ожидается выделение еще целого ряда инвестиционных займов Всемирного банка.

Перспективной формой сотрудничества между Россией и Банком являются гарантийные операции, которые не входят в лимит заимствований и не увеличивают объем внешнего долга России. Примерами таких гарантийных операций являются проект «Морской старт» (создание ракетно-космического комплекса морского базирования с участием России, США, Норвегии и Украины) на сумму 100 млн долл. (одобрен в 1997 г.), проект по открытию гарантийных линий для лесного и угольного секторов экономики страны на сумму 250 млн долл. Важное место во взаимодействии России с Банком занимает экологическая проблематика.

В июне 2002 г. Директорат Всемирного банка утвердил новую стратегию деятельности в России на 2003—2005 гг. Ее особенность заключается в том, что объем заимствований, предоставляемых России в этот период, не будет ограничен, а основными направлениями работы станут улучшение делового климата и развитие конкуренции, управление государственным сектором, социальные вопросы, борьба с распространением инфекционных заболеваний и защита окружающей среды. В свою очередь, Россия предполагает привлекать средства Всемирного банка на сумму 300—500 млн долл. ежегодно. В соответствии с решением российского правительства в июле 2000 г. Всемирный банк включен в состав Консультативного совета по иностранным инвестициям в России.

Вступление Банка России в БМР свидетельствовало о признании международным финансовым сообществом заметного прогресса в интеграции России в мировую экономику и отражало объективную необходимость в развитии сотрудничества центральных банков. Банк России участвует в работе комитетов и комиссий БМР, в рамках которых осуществляются консультации по вопросам проведения денежно-кредитной и валютной политики, разрабатываются рекомендации по совершенствованию банковского надзора, развитию платежных и расчетных систем. Членство в БМР позволяет Банку России использовать его возможности при осуществлении депозитных, валютных, кредитных, агентских и других операций, сделок с золотом и ценными бумагами, обмениваться опытом с ведущими представителями центральных банков зарубежных стран по актуальным вопросам функционирования международной финансовой системы.

С начала деятельности ЕБРР в России было одобрено проектов на общую сумму 21,6 млрд евро. Банк фактически

стал крупнейшим инвестором в реальный сектор российской экономики. Портфельное соотношение по вложениям ЕБРР в государственный и негосударственный секторы составляет соответственно 22 и 78%. В отраслевом разрезе доминируют финансовые учреждения, добывающая промышленность, энергетика, инфраструктура, транспорт и агропромышленный комплекс. Нынешний портфель Банка в России достиг 3,3 млрд евро. В конце 2002 г. ЕБРР подписал рекордный за всю историю Банка кредит на сумму 234 млн евро на проект защиты г. Санкт-Петербурга от наводнений. В рамках стратегии ЕБРР в России на 2003—2004 гг. основными направлениями определены инвестиции в корпоративный и финансовый секторы, транспорт и инфраструктуру, содействие малому бизнесу и модернизации банковской системы, привлечение стратегических инвесторов на российские предприятия.

ЕБРР имеет также специальные программы, ориентированные на расширение регионального аспекта его деятельности в России, важнейшими из которых являются Программа региональных фондов венчурного капитала, Российский фонд поддержки малого бизнеса, Фонд уставных капиталов малых предприятий. В настоящее время продолжается диалог с Банком по вопросу открытия Проектных бюро и представительств Службы деловых консультаций ЕБРР в регионах России. В перспективе ожидается, что с учетом дальнейших потребностей в инвестиционных ресурсах масштабы деятельности ЕБРР в России будут расширяться. При выборе новых проектов ЕБРР будет руководствоваться такими факторами, как создание благоприятных условий для привлечения частного сектора, улучшение природоохранных показателей и инвестиции на цели энергосбережения.

Поскольку в соответствии с уставом ЕИБ к финансированию с его участием может быть допущен проект страны, не являющейся членом ЕС, российское руководство неоднократно обращалось в Европейскую комиссию с предложением включить Россию в программы финансирования ЕИБ. В 1999 г. было принято принципиальное решение о возможном распространении на Россию бюджетных гарантий ЕС для обеспечения возврата кредитов ЕИБ. В последнее время руководство ЕИБ рассматривает целесообразность крупных инвестиционных проектов на территории России, прежде всего в сфере инфраструктуры и энергетики. С российской стороны высказывается заинтересованность в привлечении кредитов ЕИБ

для строительства кольцевой дороги вокруг Санкт-Петербурга, модернизации морских портов в Санкт-Петербурге и Мурманске, добычи газа на шельфе Баренцева моря.

В 2001 г. ЕИБ получил мандат на участие в финансировании инфраструктурных проектов, связанных с улучшением окружающей среды в рамках экологического партнерства по «Северному измерению». В декабре 2002 г. подписано двустороннее Рамочное соглашение, регулирующее деятельность ЕИБ в России. Это позволит привлекать существенные кредитные ресурсы ЕИБ не только на экологические проекты, но и на финансирование программ поддержки малого и среднего бизнеса. Перспективным направлением развития сотрудничества России и ЕИБ может являться участие российских предприятий в тендерах по восстановлению экономики балканских стран. Кроме того, с учетом заинтересованности стран — членов ЕС в диверсификации источников энергоснабжения возможно активизировать работу по созданию взаимоприемлемого механизма совместного, с участием ЕИБ, финансирования проектов в рамках энергетического партнерства Россия — ЕС.

Общий баланс отношений с международными финансовыми организациями за прошедшие 20 лет следует признать позитивным. В 1994—1995 гг. международные организации предоставляли кредиты на финансирование дефицита госбюджета России. Специально для России и стран СНГ были разработаны кредиты системной трансформации и расширенные кредиты структурной адаптации. Общая сумма предоставленных МБРР кредитов составила 46 330 млн долл. Все кредиты, предоставленные по линии МБРР, МВФ и ЕБРР, имели определенные условия стабильного экономического развития — уровень налогообложения, объем денежной массы, уровень годовой инфляции, тарифное обложение. Контроль за соблюдением выставляемых условий осуществляют эксперты МФО. Стабилизация экономической ситуации в России позволила найти внутренние резервы для дальнейшего развития страны. Основной сферой взаимодействия России с МФО в начале третьего тысячелетия являются проблема погашения задолженности и кредиты, предоставляемые по линии Мирового банка на сферу образования, экологию.

Россия принимает активное участие и в деятельности региональных банков реконструкции и развития, которые функционируют в Азии, Африке и Латинской Америке.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Европейский центральный банк** (ЕЦБ) — начал свою активную деятельность в 1999 г. с переходом большей части государств Европейского союза к единой валюте евро. Европейский центральный банк стоит во главе Европейской системы центральных банков, которая включает все 15 центральных банков стран ЕС.

**Соглашение «стэнд-бай»** (standby credit line) — гарантирование банком обязательств эмитента по погашению выпущенных им коммерческих бумаг.

### Контрольные вопросы и задания

1. Какие принципы используются для создания международных финансовых организаций?
2. Назовите основные цели МБРР.
3. Каковы главные направления деятельности МАР, МФК и МАГИ?
4. Какие операции осуществляет БМР?
5. Укажите особенности сотрудничества России с международными финансовыми организациями.
6. Опишите порядок функционирования МВФ и принципы кредитования.
7. В чем заключается специфика деятельности МВФ и МБРР в странах с переходной экономикой?
8. Каковы условия экономических преобразований в странах-заемщиках для получения кредитов международных финансовых организаций?
9. Охарактеризуйте специфические черты Европейского банка реконструкции и развития.
10. Охарактеризуйте участие МВФ в поддержке экономических реформ в России.
11. Каковы особенности деятельности Международной финансовой корпорации?
12. Какие пути реорганизации деятельности международных финансовых организаций обсуждаются в настоящее время?

### Тесты

1. Какая международная организация была создана с целью содействия и мобилизации внутреннего капитала и развития частного сектора бизнеса в развивающихся странах:

а) МБРР;
б) Международная финансовая корпорация;
в) Международная ассоциация развития;
г) МВФ.

2. Какая из перечисленных стран не входит в состав МВФ:
а) Румыния;
б) Российская Федерация;
в) Куба;
г) Польша.

3. МБРР является акционерной собственностью правительств:
а) стран ЕС;
б) стран — членов МБРР;
в) развитых индустриальных стран;
г) развивающихся стран.

4. Какой банк поддерживает с финансовой точки зрения деятельность региональной Комиссии ООН ЭСКАТО:
а) АзБР;
б) МаБР;
в) МБР;
г) АфБР.

5. Безналичные деньги в виде записей на специальном счете страны в Международном валютном фонде страны — это...
а) ЭКЮ;
б) евро;
в) СДР;
г) СВИФТ.

6. Верно или неверно утверждение:
а) Международная финансовая корпорация входит в группу Всемирного банка;
б) Международная ассоциация развития была создана для того, чтобы предоставлять льготные кредиты беднейшим развивающимся странам.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Проблемы взаимодействия международных финансовых организаций и стран-заемщиков.
2. Перспективы сотрудничества Всемирного банка и России.
3. Взаимодействие России и МФО по решению проблемы внешнего долга.
4. Кредитная политика Всемирного банка.
5. Система кредитования МВФ стран-заемщиков (на примере страны, региона).
6. Особенности создания и деятельности ЕБРР.
7. Кредитно-инвестиционная политика ЕБРР в странах с переходной экономикой.
8. Анализ эффективности проектов, финансируемых МБРР, в странах Центральной и Восточной Европы.

9. Кредитная политика региональных банков развития (на примере конкретного банка).

10. Новые направления деятельности Всемирного банка.

## Литература

IMF, Global Financial Stability Report. — Wash., 2010, Oct.; 2011 Apr., Sept.

IMF, International Financial Statistics. — Yearbook, 2006, 2010.

*Антонов, В. А.* Международный финансовый бизнес: сущность, участники и рынок как экономическая среда // Мировая экономика и международный бизнес : учебник / колл. авт. ; под общ. ред. В. В. Полякова и Р. К. Щенина. —5-е изд., стер. — М. : КноРус, 2009.

*Антонов, В. А.* Европейская валютно-финансовая интеграция // Экономика Европейского союза : учебник / колл. авт. ; под ред. Р. К. Щенина. — М. : КноРус, 2012.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. — М. : Финансы и статистика, 2008.

*Панфилов, И. Д.* Финансы и кредит: от эпохи перестройки до эры глобализации. — М. : Экон-Информ, 2010.

*Понин, Ф. А.* Перестройка мировой валютой системы и позиция России. — М. : МАКС Пресс, 2009.

*Смыслов, Д. В.* Реформирование мировой валютно-финансовой архитектуры: 1990—2000-е годы. — М. : ИМЭМО РАН, 2009.

## Интернет-ресурсы

Система информационно-правового обеспечения Гарант. URL: http://www.garant.ru.

Сайт Международного валютного фонда (The International Monetary Fund — IMF). URL: http://www.imf.org.

Сайт Международной финансовой корпорации (The International Finance Corporation (IFC)). URL: http://www.ifc.org.

Сайт Международного банка реконструкции и развития (МБРР) (International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)). URL: http://www.worldbank.org/ibrd.

Сайт Группы Всемирного банка (The World Bank Group). URL: http://www.worldbank.org.

Сайт Многостороннего агентства по инвестиционным гарантиям (МАИГ) (The Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA)). URL: http://www.miga.org.

Сайт Международной ассоциации развития (МАР) (The International Development Association (IDA)). URL: http://www.worldbank.org/ida.

# Глава 15
# ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ПРОБЛЕМЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫХ И ФИНАНСОВЫХ ОТНОШЕНИЙ

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

• сущность и формы проявления, последствия глобального финансового кризиса;

***уметь***

• анализировать влияние внешней государственной задолженности на кризисные явления в мировой экономике;

***владеть***

• навыками выявления путей стабилизации международных кредитных и финансовых отношений.

## 15.1. Финансовый кризис и его модели: некоторые теоретические соображения

Динамика валютно-финансовых отношений последнего двадцатилетия показывает, что в мире в среднем через каждые 14 месяцев происходят валютные или банковские кризисы. В современной отечественной и зарубежной научной литературе отсутствует единый подход и трактовка сущности и форм финансового кризиса. Основатель «теории валютной нестабильности» нобелевский лауреат П. Кругман, Дж. Франкель и А. Роуз, М. Ф. Монтес, В. В. Попов, А. В. Аникин рассматривают финансовый кризис как неотъемлемую часть общего кризиса в экономике и общей нестабильности в мире.

Почему мировая экономика стала столь зависимой от глобальных финансов? Прежде всего, потому, что экономическая система серьезно усложнилась — причем самый серьезный скачок в повышении ее сложности пришелся именно на последние 20 лет. Вплоть до конца 1980-х гг. доминирование доллара на мировой арене было неоспоримым, но сегодня мы видим уже две конкурирующие валюты, а также не менее десятка других, составляющих «второй эшелон». Относительно стабильные в 1960—1980-х гг. курсы валют сменились «плавающими», что потребовало от рыночных субъектов огромных усилий по хеджированию рисков и выстраиванию целой системы гарантий на случай возможных убытков. Мировая торговля выросла за 1980—2007 гг. более чем в 4 раза и сделала экономики отдельных стран более подверженными влиянию глобальной конъюнктуры. Свободный переток капиталов вызвал гигантские перемещения богатств, искажающие реальную экономическую картину. Глобализация (от которой многие из стран выиграли) делает мир более опасным и непредсказуемым. И это объективная реальность.

Систематизация результатов многих исследований, а также последних мировых валютных потрясений позволяет вывести интегрированное определение финансового кризиса. Под *глобальным финансовым кризисом* (global financial crisis) понимается общее название кризисных явлений, связанных с расстройством мировой финансовой системы. В этой связи различают валютный кризис, кризис, связанный с ростом задолженности и (или) банковской нестабильностью, и международную финансовую «инфекцию» («вирусный» кризис), которые составляют сущностные характеристики общей картины кризисных явлений.

Общий финансовый кризис можно классифицировать следующим образом (табл. 15.1).

*Валютный кризис, или кризис платежного баланса* (currency crisis) — резкое падение курса национальной валюты относительно валют других стран. Валютный кризис связан с потерей доверия к национальной валюте в отличие от международной финансовой «инфекции», которая связана с потерей доверия к реальным активам (или к ценным бумагам на эти активы). Причины валютного кризиса связаны с деятельностью Центрального банка, а его последствиями становятся инфляция в подверженной кризису стране и спад производства. В отечественной науке валютный кризис опре-

*Рис. 15.1.* **Классификация составляющих глобального финансового кризиса**

деляют как обострение противоречий в валютной сфере, которое проявляется в резких колебаниях обменных валютных курсов, быстрых и значительных по масштабам перемещений валютных резервов, в девальвации и ревальвации валют, ухудшении международной валютной ликвидности. В широком смысле под резким обострением противоречий в валютной сфере понимается нарушение структурных принципов действующей мировой валютной системы в изменившихся условиях производства, мировой торговли и соотношения сил в мире. Действительно, валютные кризисы сопровождали замену Парижской мировой валютной системы золотомонетного стандарта (1913—1922 гг.), Генуэзской валютной системы (1929—1936 гг.), Бреттон-Вудской валютной системы (1944—1972 гг.). Однако валютные кризисы конца XX и начала XXI в. носили также весьма разрушительный характер, но не вызвали качественных изменений самой мировой системы валютных отношений.

Группа авторов концентрирует внимание на предвестнике валютного кризиса — падении обменного курса национальной валюты. Дж. Франкель и А. Роуз определяют валютный кризис как быстрое номинальное обесценение валюты минимум на 25%, или 10%-ный рост уровня обесценения. М. Монтес и В. Попов расширили рамки падения обменного курса до 30%.

Многие отечественные ученые определяют валютный кризис как неотъемлемую часть общего финансового кризиса в экономике. Так, А. В. Аникин среди компонентов финансового кризиса выделяет бюджетный, банковский, кризис денежного обращения, биржевой и валютный кризисы. По его мнению, валютный кризис охватывает внешнюю финансовую сферу экономики и проявляется в дефиците платежного баланса, бегстве капитала, истощении валютных резервов, резком понижении курса национальной валюты (девальвации), введении валютных ограничений. В результате валютных кризисов 1996—1998 гг. произошло падение ВВП в России, Южной Корее, Малайзии, Таиланде на 4—7% за 1998 г. а в Индонезии — на 15%. Отрицательные или близкие к нулю темпы роста отмечались в большинстве стран, охваченных кризисом: Казахстане, Украине, Бразилии и на Филиппинах, в Болгарии и Румынии, Гонконге и Сингапуре. Уровень инфляции и безработицы в странах, пораженных кризисом, возрос, инвестиционный климат ухудшился, реальные доходы населения уменьшились.

Финансовый кризис, связанный с ростом мировой задолженности и (или) банковской нестабильностью, часто называют сокращенно *банковский (системный) кризис* (bank crisis.) Он характеризуется колебаниями на финансовых рынках, которые влекут непредсказуемые изменения в ценах и объемах кредитных ресурсов или рынков активов, а также приводят к возможности краха финансовых компаний, что в свою очередь может спровоцировать расстройство системы платежей и способности финансовой системы распределять капитал. Практика показывает, что в развивающихся странах и в некоторых странах с развитой рыночной экономикой происходят одновременно валютный и банковский (системный) кризисы. В качестве примеров можно привести финансовые кризисы в скандинавских странах (1992 г.), Турции (1994 г.), Мексике, Аргентине и Венесуэле (1994 г.), Болгарии (1996 г.), в Азии (1997 г.). Российская экономика переживала двойной финансовый кризис начиная с осени 1997 г., который в августе 1998 г. вступил в острейшую фазу и закончился дефолтом, т.е. прекращением выплат по международным обязательствам сроком на полгода.

В 1994—1995 гг. в Латинской Америке, а затем в 1997—1998 гг. в Азии произошли валютные кризисы, которые во многом были вызваны *долговыми проблемами*. Необходимо различать валютные кризисы, обусловленные внешней государственной задолженностью, внешней задолженностью частных заемщиков и внутренней, номинированной в национальной валюте, задолженностью.

В 1994 г. в Мексике произошел валютный кризис, связанный с высокой внешней государственной задолженностью. Когда участники валютного рынка осознали непосильность для государства высокого налогового бремени, стало очевидно, что валютный кризис неизбежен. Необходимость выплат по внешним валютным долгам вынуждала Центральный банк скупать иностранную валюту на валютном рынке, спрос на нее возрастал, а предложение падало в условиях ожидаемого снижения курса национальной валюты. Начался отток капиталов из Мексики, золотовалютные резервы быстро истощались. Правительство не смогло обслуживать номинированный в долларах краткосрочный долг, мексиканское песо было девальвировано.

По мнению М. Ф. Монтеса и В. В. Попова, в 1997—1998 гг. азиатские страны столкнулись с другим видом валютного кризиса, обусловленного внешней задолженностью частных

заемщиков. Валютный кризис в азиатских странах возник вследствие высокой внешней задолженности не государства, а частных корпораций и банковской системы. Задолженность частного сектора в азиатских странах превышала объем золотовалютных резервов. Государства не могли гарантировать, что частный сектор сможет конвертировать национальные валюты в иностранные для выплаты внешних валютных долгов. Спекулятивные атаки на азиатские валюты привели к существенным девальвациям. Валюты Гонконга, Филиппин, Сингапура, Тайваня упали как минимум на 15%, японская иена потеряла сразу 35% своей стоимости.

Еще одной разновидностью финансового кризиса, вызванного долговыми проблемами, является кризис внутреннего, номинированного в национальной валюте, долга. Высокая внутренняя задолженность со стороны государства вызывает опасения у экономических субъектов по поводу источников погашения этого долга. Эмиссия не обеспеченных товарами денежных знаков для покрытия внутренних долгов государства приведет к инфляции и обесценению национальной валюты. Отсюда вытекает стремление резидентов избавиться от ненадежной национальной валюты в пользу более твердой иностранной валюты. Девальвация национальной валюты станет неизбежной. Если высокий валютный долг накоплен частным сектором, обеспокоенные этим вкладчики могут потребовать возврата долгов. Неизбежен банковский кризис. Недоверие иностранных инвесторов к банкам приведет к оттоку капиталов и валютному кризису.

Недоверие населения к национальной валюте может в какой-то момент спровоцировать «набег» вкладчиков на банки с целью изъятия своих депозитов, номинированных в национальных денежных единицах. А это чревато банковским кризисом, при котором давление на валюту неизбежно возрастает — и потому что банки могут иметь внешнюю задолженность, возврат которой окажется под вопросом, и потому что схемы гарантий депозитов вкладчиков могут потребовать дополнительных государственных расходов, а это опять-таки повышает вероятность инфляции и девальвации. Итак, валютный кризис, вызванный ростом внутреннего государственного долга, по своей сути является кризисом платежного баланса, переплетенного с долговым кризисом, а валютный кризис, вызванный ростом внутреннего долга частных заемщиком, представляет собой двойной кризис.

Разновидностью модели второго поколения является балансовый кризис. Страна с плавающим обменным курсом и профицитом по текущему счету может оказаться в эпицентре кризиса из-за того, что краткосрочные частные и государственные обязательства, номинированные в иностранной валюте, превысят валютные резервы. Такая страна платежеспособна с той точки зрения, что она способна обслуживать свои долги, номинированные в иностранной валюте, с помощью будущих экспортных доходов, однако на данный момент времени она не обладает достаточным объемом средств, необходимых для погашения всех немедленно выставленных требований. Пока иностранные кредиторы уверены в надежности государства и его денежной единицы, они будут выдавать краткосрочные кредиты. В обратном случае, когда большинство кредиторов начнет сомневаться в кредитоспособности заемщика, властям придется объявить дефолт или провести девальвацию для повышения доходов от экспорта, чтобы как можно быстрее расплатиться по своим долгам. Фактически этот тип валютного кризиса является валютно-долговым, поскольку напрямую связывает два элемента финансового кризиса.

По сравнению с валютной нестабильностью, проблемам международной кредитной стабилизации посвящено меньше теорий и исследований. Наиболее значимой считается модель *набега на банки*, или *банковской паники*, разработанная в 1983 г. Д. Даймондом и П. Дибвигом. Однако эти исследователи концентрируют внимание на особенностях кредитного кризиса в странах с закрытой экономикой, а поскольку в последнее время мобильность капитала увеличилась, внешние потрясения стали оказывать все большее влияние на кредитную сферу. Поэтому возникла необходимость теоретических исследований международной кредитной нестабильности с учетом специфики открытой экономики. В 1998 г. Р. Чанг и А. Веласко разработали модель банковской паники для стран с открытой экономикой.

Дестабилизация кредитной системы может произойти на любом уровне, будь то национальная, региональная или мировая кредитные системы. Источником международной кредитной нестабильности является кризис национальной кредитной системы, поскольку массовое банкротство банков в нескольких странах в современных условиях маловероятно: для этого нужны ухудшение экономических условий в целом регионе или целенаправленная скоординированная

политика стран этого региона. Возникнув в национальной кредитной системе, международная кредитная нестабильность по различным каналам распространяется на регион и мировое сообщество. Интернационализация банковских услуг и банковских клиентов делает национальную кредитную нестабильность международной. Основной канал, по которому нестабильность национальной кредитной системы распространяется на региональную и мировую, называется «каналом общего кредитора». Когда несколько стран, преимущественно с развивающимися рынками, имеют общего кредитора, они уязвимы к внешним шокам. В случае возникновения кредитной нестабильности в одной стране или группе стран кредитор, пытаясь сбалансировать свой инвестиционный портфель, автоматически сокращает кредитование в других странах, где он держит свои активы.

Международный кредитный кризис характеризуется ростом сомнительных и плохих долгов в международном кредитном портфеле кредитно-финансового института, увеличением убытков из-за переоценки непокрытых позиций на рынках разных стран, падением реальной стоимости активов. В результате ухудшается платежеспособность кредитного учреждения, что отражается на снижении способности эффективно перераспределять международные финансовые ресурсы.

Сущность международного кредитного кризиса наиболее полно раскрывается в западных теориях асимметрии информации. *Асимметрия информации* — это ситуация, когда один из участников кредитной сделки владеет частной информацией о реальной ситуации внутри страны, которую он может по своему усмотрению использовать, а второй участник сделки не имеет такой информации и вследствие этого несет убытки. Например, заемщик международного ссудного капитала обычно обладает большей информацией о потенциальном доходе и риске у себя в стране, а соответственно о возможности возврата долга, чем международный кредитор. Асимметрия информации проявляется через неблагоприятный отбор и психологический риск.

*Неблагоприятный отбор*, т.е. ошибочный выбор контрагента или партнера, создает отношения, подверженные риску. Проблема неблагоприятного отбора впервые была описана в 1970 г. Дж. Акерлофом. Она возникает из-за того, что наиболее активными в поисках финансирования являются заемщики, находящиеся в трудном финансовом поло-

жении, и существует риск, что они окажутся не в состоянии погасить полученный кредит. Поскольку кредитный институт (банк) не в полной мере может оценить вероятность успешной реализации всех проектов, он вынужден выработать условия финансирования проектов со средним уровнем риска. Для проектов с более высоким уровнем риска эти условия могут быть выгоднее по сравнению с обычными проектами. Предотвратить неблагоприятный отбор помогает информация о заемщике, полученная кредитором благодаря используемым методам оценки риска либо в результате продолжительного сотрудничества.

*Психологический риск* существует в том случае, если после заключения контракта возникают события, ставящие под сомнение его успешное выполнение. Например, изменение условий финансируемого проекта на более рискованные может вызвать у международного кредитора опасения в возврате кредита. Психологический риск можно минимизировать посредством мониторинга действий компании и экономического климата в стране заемщика.

Механизм международной кредитной стабилизации включает как институциональные, так и операционные инструменты. Главным институтом, на который ложится ответственность за проведение превентивных мер в условиях нестабильности национальной кредитной системы и предотвращение распространения кризиса на регионы и мировое сообщество, является центральный банк. Важную роль играют также международные финансовые организации, правительство, министерство финансов и иные экономические ведомства. Субъектами, на которых непосредственно направлено антикризисное регулирование, выступают банки и специализированные кредитно-финансовые учреждения. Не меньшую роль в кредитной стабилизации играют потребители, вкладчики и иные владельцы банковских счетов. Государство, решая проблему банковских потрясений, фактически защищает эту группу субъектов.

*Международная инфекция* (международный финансовый («заразный») кризис) (international financial (transmissible) crisis) — разновидность финансового кризиса, принимающего международные масштабы. Происходит, когда финансовый крах в одной стране (обычно фондовый) ускоряет финансовый крах в других странах и порождает всемирную рецессию. Ярким примером «заразного» кризиса служит международное распространение краха фондового рынка

США в 1929–1931 гг. После Второй мировой войны таких примеров больше не было. Две большие рецессии (1974–1975 и 1979–1982 гг.), хотя и были синхронны по всему миру, произошли не от финансовой паники, а от нефтяного шока (вследствие политической неразберихи) и от одновременных усилий всех индустриальных стран по сдерживанию инфляции с помощью политики дорогих денег. Крах фондового рынка в октябре 1987 г. произошел одновременно в нескольких странах, однако он не породил никакого сокращения экономики.

Выделяют три канала, по которым может распространиться этот кризис:

1) в зависимости от степени, в которой рынки связаны между собой, может существовать просто однонаправленное движение цен на акции. Это может породить одновременную рецессию через любой механизм, по которому фондовый крах перерастает в рецессию (если такой механизм существует);

2) крах фондового рынка, порождая рецессию в одной стране, может привести к глобальной рецессии через последовательное действие эффекта мультипликатора;

3) если фондовый крах приведет к валютному кризису, последний может распространиться по всему миру.

«Заразный» кризис напрямую не зависит от эффективности деятельности центрального банка, он ведет к рецессии производства, но в отличие от валютного кризиса влечет всемирную дефляцию, а не рост инфляции в стране-жертве. По мнению ряда зарубежных экономистов, в настоящее время уже отработаны механизмы противодействия распространению локальных финансовых кризисов на другие страны. В рамках одной страны также возможно довольно точное прогнозирование этого вида кризиса, в отличие от валютных кризисов, слабо поддающихся прогнозированию.

Выделяют несколько различных точек зрения на природу *финансового вируса*. По одной из них, причина заключается в развитии тесных торговых отношений между странами, охваченными валютной инфекцией. Так, девальвация фунта стерлингов в 1992 г. привела к ухудшению условий торговли для французских экспортеров, увеличению безработицы во Франции. В результате усилились спекулятивные атаки на французский франк.

Не всегда торговые связи между охваченными вирусом странами значительны. Это хорошо продемонстрировал

финансовый кризис в Латинской Америке в 1995 г. Мексика не имела значительных торговых связей с Аргентиной, но финансовый кризис охватил обе страны. Существует несколько объяснений подобного явления. Мексика и Аргентина рассматривались валютными игроками как страны с некоторыми общими, хотя и не совершенно одинаковыми, характеристиками. Обе латиноамериканские страны имеют схожую культуру, «темперамент», традиции. Как только инвесторы замечают, что одна страна отказывается от поддержания курса национальной валюты, они могут посчитать, что другие страны региона со схожей экономической ситуацией и близким темпераментом также откажутся от фиксации валютного курса. Однако то же самое может быть, по мнению П. Кругмана, объяснено и «эффектом толпы». В соответствии с моделью «блуждания стадом» разные участники рынка обладают различной информацией, но одновременно следят за действиями друг друга и потому повторяют действия других участников.

Модель манипулирования рынком основывается на том, что крупный валютный спекулянт, ожидая возможного наступления кризиса, играет «короткую позицию», т.е. продает национальную валюту с поставкой в будущем. Прогнозируя выброс валюты в будущем и ее возможное обесценение, валютные дилеры начинают «сбрасывать» эту валюту, вызывая тем самым кризис. Если в моделях первого поколения полное истощение валютных резервов происходит непосредственно перед кризисом, то в данном случае на биржевых игроков давит так называемый психологический риск, который заставляет произвести обмен своих активов в иностранную валюту заранее. И обычно спекулятивная атака заставляет центральный банк отменить существующий режим валютного курса.

## 15.2. Глобальный финансовый кризис (2008 года): причины, формы проявления и последствия

Рассмотренные теоретические положения о природе финансового кризиса подтвердились лишь частично в ходе глобального финансового кризиса 2008 г. Несовершенство предлагаемых теорий отразилось хотя бы в том факте, что никто из современных специалистов по теории кризисов не смог предсказать ни характер, ни сроки наступления этого разрушительного явления.

Начиная с 2008 г.кризисные процессы в сфере финансов стали доминирующими событиями в мировой экономике. Все прошедшие годы постоянно можно было слышать заявления ведущих политиков и экономистов различных стран, сравнивающих эти процессы с Великой депрессией 1929—1933 гг. или даже с Первой мировой войной. Между тем финансовые кризисы последних нескольких десятилетий показали, что финансовая система, которую многие обвиняют в ее разрушительной природе, на самом деле обеспечивает смягчение кризисов. Достаточно сравнить ситуации в реальной экономике и на фондовом рынке в 1929—2003 гг.. Во время Великой депрессии биржевые котировки в США обвалились за три года более чем на 85%, а экономика сократилась на 34%. В 1973—1975 гг. фондовые индексы снизились на 52%, а реальное производство — всего на 7,6%. В 1980—1982 гг. эти цифры составляли уже 31 и 6%, в 1987-м фондовый рынок рухнул почти на 30%, а экономика показала рост; в 2000—2003 гг. двукратный обвал индексов привел лишь к полугодовой рецессии. Это означает, что финансовая сфера сегодня оказывается все более эффективной и неплохо справляется со своей основной задачей — «освоением» избыточных инвестиций, которые не могут найти применения в экономике.

Предвестником глобального финансового кризиса можно считать «азиатский» финансовый кризис и крах на рынке NASDAQ в начале 2000-х гг. В данном случае негативную роль сыграли уже не стихийные рынки, а государства, не давшие прошлому кризису элиминировать избыточную массу финансов. Видя, что глобальная экономика вступает в период серьезных потрясений, правительства начали снижать процентные ставки и замещать фиктивные избыточные средства вполне реальными. Новым «мотором роста» стали банковские кредиты, что и определило весьма особенный облик нынешнего кризиса.

Выделим основные черты кризиса.

1. Мировой финансовый кризис начался в 2007 г., хотя кризисные процессы еще носили ограниченный характер. Они спровоцированы ипотечным кризисом в США и не были обвальными для остального мира, хотя и весьма болезненными. Позднее последовали банкротства системообразующих финансовых учреждений, прежде всего в США и Великобритании, которые потянули за собой многие связанные с ними кредитные учреждения.

2. Эпицентром финансового кризиса стала денежно-кредитная сфера, а не производство и реализация товаров и услуг, что отличает нынешнюю ситуацию от обычных циклических кризисов перепроизводства. Циклические кризисы раньше также могли начинаться с фондовых кризисов, которые играли роль пускового механизма, но основные процессы происходили в сфере производства и реализации товаров и услуг. Сейчас доминирующее воздействие оказывает финансовая сфера.

3. В свою очередь, в финансовой сфере центром кризиса *стали внутренние кредитно-денежные отношения*, а не мировая валютная система — безусловно, самое слабое звено в мировом хозяйстве из-за постепенного сильного ослабления позиций ведущей ключевой мировой валюты — доллара США — и накопления Соединенными Штатами гигантского внешнего и внутреннего долга. Именно в этой области можно было ожидать возникновения наибольшего напряжения. Но все выглядит по-другому: главные события развертываются не в мировой валютной системе. Более того, неожиданно для многих валютный курс доллара даже заметно вырос по сравнению с 2008 г.

4. Высокая скорость распространения финансового кризиса практически по всем странам и континентам. Он очень быстро стал мировым, затронув даже те страны, где объективных предпосылок для кризиса вроде бы не было. В качестве примера можно было бы привести Россию. Следовательно, кризис был подготовлен соответствующими процессами в других странах, иначе он не принял бы столь всеобщего и глубокого характера. Такое быстрое распространение «кризисного вируса» — несомненное следствие глобализации мировой экономики.

5. Мировой финансовый кризис породил кризис либерально-монетаристской доктрины, доминировавшей в экономических воззрениях и экономической политике правительств большинства стран последние 25 лет. «Невидимая рука рынка», так восхваляемая сторонниками экономического либерализма, оказалась абсолютно несостоятельной в сложившихся условиях.

6. Следует отметить незамедлительную и согласованную реакцию правительств развитых стран на преодоление кризисных явлений в финансовой сфере. В помощь финансовому сектору были выделены беспрецедентные финансовые

вливания — более 1 трлн долл. Формы поддержки финансового сектора весьма разнообразны. Наиболее важные из них:

а) прямые государственные кредиты ключевым банкам для поддержания их ликвидности, поскольку внешне финансовый кризис проявляется прежде всего в резком обострении этой проблемы. Самое опасное в финансовом кризисе заключается не столько в огромных потерях собственников ценных бумаг, прежде всего акций, вследствие обрушения их курсов, сколько в распространении кризисных процессов на банковскую деятельность из-за массового снятия средств со счетов многими вкладчиками и неплатежеспособности многих должников в это время. В результате кредитно-денежная система не может нормально функционировать, и это крайне отрицательно сказывается на экономике в целом;

б) усиление государственного контроля, вплоть до национализации некоторых ключевых кредитных учреждений или выкупа государством части их акционерного капитала для предотвращения банкротства;

в) частичная поддержка неплатежеспособных должников. Это коснулось ряда плательщиков по ипотечным кредитам в США и Великобритании;

г) расширение лимитов страхования вкладов в банках с целью успокоить вкладчиков и уменьшить отток капиталов;

д) выделение средств частным компаниям на погашение задолженности иностранным кредиторам в случае необходимости, с тем чтобы предотвратить переход существенной части их акционерного капитала в иностранные руки.

В качестве причин глобального финансового кризиса обычно указывают на типичные ошибки в политике коммерческих и центральных банков, выражающиеся, в частности, в чрезмерном расширении круга заемщиков в погоне за прибылью без должного контроля за их платежеспособностью, в неоправданной кредитной экспансии, которая не корректировалась должным образом центральными банками, а также на непомерный разгул спекуляций на финансовых рынках. В результате возникло большое количество «плохих долгов», фактически невозвратных, которые тяжелым грузом висели на балансах коммерческих банков. Особенно наглядно это проявилось в ходе ипотечного кризиса в США, когда общая задолженность по кредитам превысила фантастическую сумму в 10 трлн долл. Во много раз увеличились спекуляции на фондовом рынке. Особенно разросся деривативный сегмент финансового рынка, составивший,

по оценкам экспертов, 1,2 квадриллиона долл. Несомненно, бесконтрольность спекуляций на этом сегменте создала синергетический эффект. Поэтому в качестве одной из причин глобального финансового кризиса следует назвать *беспрецедентный масштаб спекуляций* на финансовых рынках. Это в свою очередь породило снижение сроков инвестирования. Инвесторы не хотят вкладывать деньги в долгосрочные инвестиции, что негативно отражается на расширенном воспроизводстве на новом инновационном базисе.

Однако недостаточно свести дело только к деривативам и не затронуть глубинную причину кризиса мировой кредитно-денежной системы. Таковой является чрезмерный отрыв финансовой сферы от потребностей производства и реализации товаров и услуг, постепенно развившийся после Второй мировой войны. Важнейшим процессом, подстегнувшим нынешний кризис, стала финансиализация глобальной экономики. Если в 1950-е гг. в финансовом секторе создавалось 3,9% ВВП Соединенных Штатов и 3,0—4,1% ВВП большинства европейских стран, то уже в середине 2000-х гг. эти показатели составляли 9,8 и 7,3—7,9% соответственно. В 1955—1965-х гг. отношение средней капитализации фондовых рынков к размеру валового продукта страны достигало в Германии 35%, в США — 60%, в Великобритании — 73%, а по итогам 2007 г. — соответственно 64, 134 и 170%. Масштабы валютообменных операций на протяжении второй половины XX в. увеличились в 110 раз при росте глобального валового продукта всего в 6,4 раза. Финансы превратились в центральный элемент западных экономик.

В конечном счете это выглядело как приобретение новых широчайших возможностей борьбы с кризисами перепроизводства и стимулирования экономического развития с помощью расширения финансовой надстройки. Кризис перепроизводства на поверхности означает, что товаров и услуг на рынке много, а спроса (денег) не хватает. Отсюда рецепт — создавать деньги. Их и создавали в разных формах и в огромных количествах. Однако за нестабильность денежной системы приходится платить, и прежде всего возрастанием рисков в финансах и экономике. Это связано с угрозами стабильности денежного обращения и опасностью инфляции, которые нередко оказываются весьма серьезными. Однако было бы неправильно не замечать и несомненных достижений такой политики. После Второй мировой войны кризисы перепроизводства заметно ослабели, если их срав-

нивать с предшествующей историей развитого капитализма, а темпы экономического роста, наоборот, повысились.

Экономическая наука и практика до сих пор не установила количественные границы между кредитно-денежной экспансией и ростом экономики, но они объективно существуют. Нормальный кредит должен в конечном счете способствовать расширению производства товаров и услуг. Если этого не происходит, то возникает нарушение баланса между спросом и предложением. Такое расширение кредитно-денежной сферы является спекулятивным, и «пузырь» рано или поздно должен «лопнуть». Таковы законы рыночной экономики. Есть основания утверждать, что эти процессы сейчас и происходят, вызывая потрясения всей системы.

Прошедшие с момента начала кризиса годы не дают оснований для утверждения, что кризис в экономике и финансах преодолен. Будущее выглядит весьма неопределенно. Неизбежно дальнейшее замедление темпов экономического роста в мире, прежде всего в развитых странах, на длительный период времени. Это будет определяться прежде всего тем, что борьба с финансовым кризисом в любом случае будет означать проведение более строгой кредитной политики, ограничение финансовых спекуляций и безудержного расширения фондового рынка. Соответственно уменьшится дополнительное «накачивание» спроса за счет финансовых инструментов, что было очень важным фактором экономического развития после Второй мировой войны.

Неизбежно снижение жизненного уровня основной массы населения стран развитого мира, что вряд ли может пройти без обострения социальных противоречий. Серьезное недовольство многих вызывает немалая помощь государства, фактически за счет налогоплательщиков, кредитным учреждениям, которые, по распространенному мнению, прежде всего сами виноваты в сложившемся положении.

Можно также ожидать потрясений в мировой валютной системе. Огромный дефицит торгового и платежного баланса США никуда не исчезнет, что подрывает прочность международных позиций доллара. Америка уже давно «живет не по средствам», потребляет больше, чем производит. Для радикального изменения положения необходимо резкое снижение импорта и внутреннего потребления населения в США, что невозможно по политическим соображениям, если не случится какой-нибудь катаклизм вроде дефолта правительства по своим международным обязательствам

(уже начали поговаривать о возможности даже такого крайнего (пока маловероятного) варианта развития событий).

Еще один важнейший источник нестабильности финансовой системы в рыночной экономике — хроническая и повсеместная задолженность всех стран мира. Желание жить в кредит овладело большинством людей и стало «родовой» чертой капитализма. Поэтому одной из причин глобального финансового кризиса является нравственное разложение людей, и прежде всего национальной и мировой элиты. В этой связи, как и во времена зарождения капитализма, необходимо развивать в новых условиях нравственные законы экономики. Эту тему поднял один из величайших экономистов мира Адам Смит в XVIII в. в труде «Теория нравственных чувств», продолжил немецкий социолог и экономист Макс Вебер в книгах «Протестантская этика и дух капитализма» (1905 г.) и «Хозяйственная этика мировых религий» (1919 г.). Однако позднее это направление экономической науки пришло в упадок. Но есть надежда, что глобальный кризис в экономике и финансах заставит по-новому взглянуть на мировоззренческие аспекты экономической деятельности человека. России нужны «новые люди» — образованные интеллектуалы, уважающие национальные ценности, принципы социальной справедливости и нравственные нормы, которые базируются на православной этике.

## 15.3. Мировая внешняя задолженность: показатели и объем накануне и после глобального кризиса

Международные финансы, их растущая масштабность, мобильность, интеграция являются движущей силой современной мировой экономики и ее глобализации. К началу нового века развитие финансовой глобализации достигло высокого уровня; объем финансовых ресурсов, функционирующих за пределами стран происхождения, почти сравнялся с мировым ВВП, а к концу десятилетия превысил его. Фактически долговая экономика стала превалирующей моделью ведения хозяйства, и все страны мира к моменту финансового кризиса оказались заемщиками. Совокупные долговые обязательства стран мира перед нерезидентами образуют мировую внешнюю задолженность, или мировой внешний долг, который в первом квартале 2011 г. достиг 65 трлн долл., увеличившись с 2003 г. в два раза. При этом

соотношение совокупных внешних долгов развитых стран и стран развивающихся и с формирующимися рыночными экономиками практически не изменилось и составило в 2011 г. 94,3 и 5,7% (табл. 15.2).

*Таблица 15.*

**Мировой внешний долг по дебиторам в 2003—2011 гг. (млрд долл.)**

| Регионы | 2003 г. | 2007 г. | 2008 г. | 2009 г. | 2010 г. | 2011 г.* |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Мировой внешний долг** | 31 782 | 60 971 | 59 935 | 61 539 | 62 910 | 64 960 |
| Государственный | 6419 | 10 046 | 11 804 | 13 143 | 14 554 | 15 077 |
| Корпоративный | 25 363 | 50 925 | 48 130 | 48 397 | 48 356 | 49 883 |
| **Развитые страны** | 30 051 | 58 038 | 56 710 | 58 167 | 59 186 | 61 260 |
| Государственный | 5614 | 9263 | 11 025 | 12 211 | 13 476 | 13 980 |
| Корпоративный | 24 437 | 48 774 | 45 685 | 45 956 | 45 710 | 47 280 |
| США | 6946 | 13 427 | 13 750 | 13 768 | 14 456 | 14 825 |
| Государственный | 1818 | 2826 | 3416 | 4072 | 4811 | 4866 |
| Корпоративный | 5128 | 10 601 | 10 334 | 9695 | 9645 | 9959 |
| **Еврозона** | 12 996 | 25 391 | 25 536 | 26 319 | 25 452 | 26 859 |
| Государственный | 2989 | 4830 | 5733 | 6382 | 6423 | 6839 |
| Корпоративный | 10 007 | 20 361 | 19 803 | 19 936 | 19 029 | 20 020 |
| **Великобритания** | 5406 | 11 261 | 9107 | 9337 | 9529 | 9849 |
| Государственный | 146 | 385 | 386 | 428 | 564 | 570 |
| Корпоративный | 5261 | 10 601 | 8721 | 8910 | 8964 | 9279 |
| **Япония** | 1354 | 1768 | 2231 | 2086 | 2589 | 2641 |
| Государственный | 246 | 604 | 842 | 674 | 834 | 884 |
| Корпоративный | 1108 | 1164 | 1389 | 1413 | 1754 | 1756 |
| **Развивающиеся и с формирующимися рынками** | 1730 | 2933 | 3225 | 3372 | 3724 | 3700 |
| Государственный | 804 | 783 | 779 | 931 | 1078 | 1097 |
| Корпоративный | 926 | 2150 | 2446 | 2441 | 2646 | 2603 |
| **Азия** | 390 | 586 | 651 | 708 | 815 | 710 |

*Окончание табл. 15.2*

| Регионы | 2003 г. | 2007 г. | 2008 г. | 2009 г. | 2010 г. | 2011 г.* |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Государственный | 133 | 154 | 164 | 188 | 224 | 232 |
| Корпоративный | 257 | 432 | 487 | 520 | 591 | 478 |
| **Европа** | 573 | 1495 | 1663 | 1728 | 1788 | 1873 |
| Государственный | 293 | 314 | 301 | 393 | 448 | 480 |
| Корпоративный | 280 | 1181 | 1363 | 1336 | 1340 | 1393 |
| **Латинская Америка** | 712 | 723 | 786 | 802 | 966 | 957 |
| Государственный | 352 | 263 | 259 | 289 | 331 | 308 |
| Корпоративный | 360 | 461 | 527 | 512 | 635 | 649 |

*Первый квартал.

*Источник*: *Федякина Л. Н.* Международные финансы : учеб. пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Международные отношения, 2012. С. 115.

Финансовая глобализация обеспечивает перераспределение финансовых ресурсов между странами и создает условия для формирования и функционирования дефицитных и долговых экономик по внешним обязательствам. С середины 1970-х гг. развитые страны в совокупности имеют преимущественно отрицательное среднегодовое сальдо по текущим расчетам и испытывают нехватку собственных сбережений для осуществления внутренних инвестиций. Особенно неблагополучное положение с внешней задолженностью у США. С середины 1980-х гг. долговая модель функционирования американской экономики приняла необратимый характер; развитие США поддерживается масштабным притоком иностранных инвестиций, накопленный объем которых в 2008 г. составил 162% ВВП; за 2009–2011 гг. внешний долг США превысил ВВП.

Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой выступают преимущественно также заемщиками, а не кредиторами. На проведение международных финансовых операций у них не хватает средств. Однако в периоды высоких доходов такие страны, стремясь сохранить полученные средства, размещают их на рынках капиталов развитых государств, вкладывая как в государственные, так и в частные ценные бумаги. Например, Россия в 2004 г.,

получая сверхдоходы от реализации энергоресурсов, создала резервный фонд, вложив его средства в ценные бумаги Казначейства США.

Нехватка собственных финансовых ресурсов вынуждает развивающиеся страны обращаться к внешним заемным средствам. Внешнее финансирование государства включает следующие важные звенья:

• международное финансирование — займы на мировых финансовых рынках (выпуск суверенных еврооблигаций);

• кредиты международных финансовых организаций (МВФ, Группы Всемирного банка, региональных фондов и банков);

• двусторонние и многосторонние кредиты других государств, иностранных банков и компаний (проектное финансирование и др.);

• иностранное инвестирование (прямое и портфельное) на национальном рынке (продажа государственной собственности, выпуск государственных облигаций на национальном рынке);

• финансовая помощь (гранты на развитие отраслей и пр.). Внешнее финансирование может отражаться на структуре государственного долга.

Государственные займы (долги) могут иметь государственные и частные источники. Займы у иностранных государств могут быть на двусторонней или многосторонней основе — когда заем предоставляется одновременно несколькими странами или международными финансовыми организациями. Кредиты, взятые у зарубежных частных организаций, делятся на банковские и коммерческие, займы на мировых финансовых рынках, а также портфельные инвестиции (кроме инвестиций в акционерный капитал). Внешнее финансирование, не формирующее долги, — это финансовая помощь, прямые инвестиции и акционерные портфельные инвестиции.

Иностранные займы, предоставленные государству, формируют *внешний государственный долг*. Он специфичен, поскольку выданный государству международный кредит не имеет реального обеспечения, а к заемщику, отказавшемуся от своих обязательств, сложно предъявить судебные санкции (в большинстве случаев подобные иски расцениваются как нарушение суверенитета). Поэтому главным вопросом внешнего государственного долга является пла-

тежеспособность заемщика. Государство обслуживает свои внешние долги за счет потока доходов от экспорта товаров и услуг. Отношение платежей по обслуживанию долга к данным поступлениям называется *коэффициентом нормы обслуживания долга (К)*:

$$K = P/E \cdot 100\%,$$

где $P$ — платежи по обслуживанию долга; $E$ — поступления от экспорта товаров и услуг.

Принято считать, что страна неплатежеспособна, если $K$ превышает 20%. В российской статистике этот коэффициент называют ОВД/ЭТУ, где ОВД — платежи по обслуживанию внешнего долга, а ЭТУ — экспорт товаров и услуг. Нередко для оценки задолженности используются также отношения ВД/ВВП и ВД/ЭТУ, где ВД — сумма внешнего долга.

Кризисом внешней задолженности называется положение, когда какая-либо страна или группа стран не может выполнить свои международные обязательства, погасить предоставленный кредит и выплатить проценты.

Динамика относительных показателей по совокупному внешнему долгу и по долговым платежам, характеризующих уровень тяжести долговой нагрузки, свидетельствует о сохранении благоприятной тенденции до 2008 г.; в 2009 г. долговая нагрузка несколько увеличилась, но в 2010 г. восстановился докризисный уровень (табл. 15.3).

Наиболее низкие показатели по долговой нагрузке в 2002—2010 гг. имели развивающиеся страны Азии и нефтеэкспортеры Среднего Востока и Северной Африки, а также страны Субсахарской Африки, которым международные кредиторы оказывают значительную помощь в ослаблении долгового бремени посредством прощения и реструктуризации долгов. За эти годы несколько ослабло бремя долговой нагрузки в регионе Латинской Америки и Карибского бассейна; в СНГ показатели по тяжести долговой нагрузки были хуже средних по группе.

Самую высокую долговую нагрузку имели страны Центральной и Восточной Европы: внешний долг этих стран за 2002—2009 гг. увеличился с 50,7 до 69,4% ВВП; внешний долг к экспорту товаров и услуг поднялся с 154,7 до 194%; отношение долговых платежей к экспорту товаров и услуг — с 46,7 до 68,4%.

*Таблица 15.1*

**Внешние долги и платежи развивающихся стран и стран с формирующимися рынками по регионам в 2002–2010 гг.**

| Регионы | 2002 г. | 2005 г. | 2007 г. | 2008 г. | 2009 г. | 2010 г. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Внешний долг, всего (млрд долл.) | 2466 | 3122 | 4351 | 4654 | 4903 | 5125 |
| Азия (млрд долл.) | 698 | 849 | 1047 | 1111 | 1205 | 1327 |
| ВД/ВВП (%) | 26,1 | 20,9 | 17,3 | 14,9 | 15,3 | 14,5 |
| БД/ЭТУ (%) | 88,3 | 55,6 | 45,6 | 41,5 | 52,6 | 46,4 |
| ОВД/ЭТУ (%) | 31,2 | 20,3 | 18,2 | 18,8 | 22,2 | 18,2 |
| Африка к югу от Сахары (млрд долл.) | 206 | 217 | 202 | 205 | 220 | 224 |
| ВД/ВПП (%) | 61,7 | 34,8 | 24,6 | 22,0 | 25,0 | 21,9 |
| ВД/ЭТУ (%) | 184,4 | 95,6 | 63,8 | 53,2 | 75,1 | 65,0 |
| ОВД/ЭТУ (%) | 27,2 | 23,5 | 15,6 | 13,7 | 17,5 | 14,6 |
| Латинская Америка и Карибы (млрд долл.) | 764 | 744 | 836 | 861 | 901 | 1001 |
| ВД/ВВП (%) | 42,2 | 28,0 | 22,7 | 20,2 | 22,7 | 21,3 |
| ВД/ЭТУ (%) | 187,3 | 114,0 | 95,7 | 84,9 | 112,8 | 101,4 |
| ОВД/ЭТУ (%) | 60,9 | 44,9 | 33,6 | 30,2 | 39,0 | 29,5 |
| Средний Восток и Северная Африка (млрд долл.) | 258 | 413 | 651 | 691 | 715 | 682 |
| ВД/ВПП (%) | 33,4 | 32,3 | 36,2 | 30,8 | 36,2 | 30,6 |
| ВД/ЭТУ (%) | 84,4 | 58,6 | 64,6 | 52,6 | 76,1 | 62,1 |
| ОВД/ЭТУ (%) | 24,4 | 16,6 | 13,7 | 14,0 | 20,0 | 18,9 |
| СНГ (млрд долл.) | 212 | 362 | 681 | 729 | 738 | 758 |
| ВД/ВВП (%) | 45,9 | 36,1 | 39,9 | 33,4 | 45,0 | 38,9 |
| ВД/ЭТУ (%) | 118,9 | 93,0 | 115,3 | 92,0 | 139,5 | 116,2 |
| ОВД/ЭТУ (%) | 36,8 | 32,8 | 38,9 | 39,9 | 47,5 | 37,5 |
| Центральная и Восточная Европа (млрд долл.) | 327 | 537 | 934 | 1057 | 1124 | 1133 |

*Окончание табл. 15.3*

| Регионы | 2002 г. | 2005 г. | 2007 г. | 2008 г. | 2009 г. | 2010 г. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ВД/ВВП (%) | 50,7 | 45,7 | 56,7 | 54,5 | 69,4 | 65,8 |
| ВД/ЭТУ (%) | 154,7 | 131,0 | 154,5 | 144,5 | 194,0 | 177,7 |
| ОВД/ЭТУ (%) | 46,7 | 43,3 | 44,5 | 52,8 | 68,4 | 60,4 |

*Источник: Федякина Л. Н.* Международные финансы : учеб. пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Международные отношения, 2012. С. 114.

В целом за последние 25 лет можно констатировать существенное изменение подходов кредиторов к пониманию проблемы задолженности. На первых этапах международного сотрудничества по решению долговых проблем преобладал сугубо финансовый подход, направленный на повышение платежеспособности должников. Постепенно у международного сообщества росло понимание того, что проблема задолженности носит глобальный экономический и политический характер, требует решения целого ряда вопросов на международном уровне. Характерными чертами новой стратегии стали:

- дифференцированный подход в зависимости от уровня развития страны и тяжести бремени внешней задолженности;
- стремление обеспечить условия не только для погашения задолженности, но и для дальнейшего экономического роста должника, его полноценного включения в мировую торговую и финансовую системы;
- замена разовых стабилизационных мер регулярной финансовой помощью, увязываемой с экономическими программами должников;
- усиление роли международных финансовых организаций;
- перенесение центра тяжести соглашений в финансовой области с отсрочек по выплате долга на сокращение основного долга и стоимости его обслуживания.

В целом управление внешним долгом может принимать различные формы и сценарии: от полного отказа платить (дефолта) до наиболее благоприятного (тем не менее, с некоторым ущербом для кредиторов) — реструктуризации. Эти сценарии включают следующие основные варианты[1]:

1) дефолт — нарушение платежных обязательств заемщика перед кредитором, неспособность производить своев-

[1] *Hillyard M.* Cancellation of Third World Debt. — House of commons library, research paper 98/81. 1998. P. 13—14.

ременные выплаты по долговым обязательствам или выполнять иные условия договора займа;

2) *списание долга — безвозмездное снижение внешней задолженности;*

3) выкуп долга — регулирующий финансовый орган государства выкупает на вторичном рынке облигации;

4) рефинансирование — полное или частичное погашение кредита за счет получения новых кредитов или донорской помощи;

5) реструктуризация долга — изменение в условиях долгового контракта, в соответствии с которым кредитор предоставляет должнику какую-либо уступку или преимущество (льготу).

Осознание необходимости списания части внешней задолженности некоторых стран пришло в конце 1980-х гг., и эта мысль была озвучена в «плане Брейди» (реструктуризация долгов). Практика списания долга широко использовалась Парижским клубом кредиторов, а затем и в программе МВФ и ВБ «Инициатива для бедных стран, имеющих большую задолженность». В настоящее время действует расширенная версия указанной Инициативы, а кроме того, другая схема — Инициатива по облегчению бремени задолженности на многосторонней основе.

Сегодня реструктуризация долгов проводится по одной из следующих схем: перенос платежей, сокращение суммы долга, прощение долга, продажа долгов на вторичном рынке со скидкой, перевод долга, рекапитализация, выкуп долга.

*Перенос платежей* — перенос сроков платежей основной части долга, процентов по долгу или всех платежей по обслуживанию долга на более поздний срок по сравнению с изначально согласованным. Перенос платежей включает конверсию и консолидацию, которые могут применяться как вместе, так и по отдельности. В этом случае под *конверсией* понимается изменение доходности займов, причем оно может предусматривать как уменьшение, так и увеличение доходности государственных ценных бумаг. Под *консолидацией* займов понимается изменение их сроков, обычно в сторону увеличения. *Сокращение суммы долга* — снижение суммы невыплаченной задолженности путем либо списания части долга, либо продажи со скидкой на вторичном рынке, либо перевода в какие-либо национальные активы страны-должника. *Прощение долга* применяется довольно редко на двусторонней и многосторонней

основе преимущественно по отношению к долгам тех стран, которые не могут их выплатить в среднесрочной перспективе ни при каких условиях. *Продажа долгов на вторичном рынке со скидкой* от номинальной стоимости активно используется, особенно кредиторами латиноамериканских стран, для возврата хотя бы какой-то части своих прошлых кредитов. *Перевод долга в акции* означает погашение невыплаченной части задолженности фирмы своими акциями, а государства — облигациями. Банки-кредиторы становятся совладельцами предприятий стран-должников, могут получать дивиденды по таким акциям, а также продавать их на вторичном рынке.

С одной стороны, такой своп позволяет одновременно решить две проблемы: уменьшить государственный долг и обеспечить приток капитала в реальный сектор экономики. Так, эта схема предусматривает изменение расписания выплат и снижает краткосрочную нагрузку на бюджет. Более того, если до свопа поток выплат по долгу был жестко задан в номинальном выражении, то после поток доходов от компании зависит от экономического состояния страны, уровня внутренней и внешней инфляции, других факторов. Таким образом, выплаты по долгу привязываются к экономическому положению страны-заемщика, что расширяет возможности для компромисса.

С другой стороны, инвестор, получивший акции в результате обмена, в действительности не делает реальных вложений в экономику страны. Напротив, бюджет теряет потенциальные доходы от приватизации. Говорить об уменьшении объема государственного долга в масштабах страны также не вполне правомерно. Кредиторы вместо долговых обязательств получили в собственность национальные компании, т.е. фактически обменяли государственный долг на обязательства частного сектора. Помимо очевидных плюсов своп долгов на акции имеет и негативные моменты, такие как возможное бегство капитала — когда инвестор, получив на руки акции, сразу же старается продать их на рынке, чтобы как можно скорее вывести капиталы из страны. В этом случае обмен будет эквивалентен досрочному выкупу обязательств за счет резервов центрального банка. Если резервов будет недостаточно для удержания курса, последующая девальвация национальной валюты неизбежно приведет к еще более серьезным последствиям для экономики в целом.

*Рекапитализация* — обмен долгов на облигации должников или предоставление новых кредитов с целевым назначением оплатить прошлые долги. Наиболее известен в этой группе мер сокращения задолженности обнародованный в 1989 г. план министра финансов США Н. Брейди, в соответствии с которым некоторые развивающиеся страны, согласовавшие с МВФ программы экономических реформ, могли обменять свои долги иностранным банкам на облигации по рыночным ценам на мировом финансовом рынке.

*Выкуп долга* — мера менее популярная и используется в определенных ситуациях. Например, некоторые страны-должники имеют значительные объемы золотовалютных резервов или могут достаточно быстро их нарастить за счет стимулирования экспортных отраслей. В то же время долги этих государств на рынке продаются с большим дисконтом, что свидетельствует о сомнениях инвесторов в платежеспособности заемщика. В такой ситуации можно было бы разрешить заемщику самостоятельно выкупить собственные долги на открытом рынке. Это позволило бы на рыночных условиях сократить общий объем государственного долга без принятия кредиторами каких-либо согласованных решений. Из-за дисконта такая стратегия чем-то похожа на частичное прощение. Однако согласно стандартным условиям предоставления займов должник не имеет права на досрочный выкуп своих долгов, по крайней мере, по двум причинам. Во-первых, не соблюдается принцип главенства кредиторов, т.е. попирается их право на преимущественное получение любых свободных средств должника. Во-вторых, проявляется асимметрия информации из-за психологического риска и неблагоприятного отбора, когда фактически выигрыш получают худшие заемщики, долги которых продаются с самым большим дисконтом.

Роль государства в международных финансовых отношениях многогранна, хотя и проявляется в основном в импорте капиталов для развития национальной экономики. Государство в международных финансах отличается от частного сектора, так как ставит перед собой цель — не прибыль любой ценой, а, как правило, удовлетворение общественных благ за счет собственных и привлеченных ресурсов. Поэтому экспорт капитала и проведение спекулятивных операций относятся преимущественно к прерогативе частных компаний.

## 15.4. Глобальный финансовый кризис и основные направления реформирования мировой финансовой системы

В условиях фундаментальных изменений в глобализирующейся мировой экономике и современного мирового финансово-экономического кризиса структурные принципы Ямайской валютной системы пришли в противоречие с новыми требованиями к ней. Эти факторы определяют поиск направлений мировой валютной реформы.

Наиболее вероятный вариант выбора базового стандарта новой мировой валютной системы — многовалютный стандарт. Предпосылками многовалютного стандарта стали: формирование в 1960—1970-х гг. трех мировых финансово-экономических центров — США, Западная Европа, Япония; изменение соотношения сил между ними; появление новых региональных центров и их валют. Вероятно, что доллар и евро в новой валютной системе сохранят свои позиции как ведущие мировые валюты, однако степень их использования в качестве мировых денег зависит от экономического и валютного потенциала США и Европейского экономического и валютного союза (ЕЭВС) и соотношения сил этих мировых финансовых центров с учетом последствий современного мирового финансово-экономического кризиса.

При оценке перспектив доллара как ведущей мировой валюты ряд стран выражают недовольство доминированием американской валюты на финансовых рынках, в международных расчетах, валютных резервах и инвестициях. Подвергается критике негативная роль США и их валюты в формировании разрыва между объемом спекулятивного капитала в мире (400 трлн долл., из них 140 трлн приходятся на США) и мировым ВВП (40 трлн долл.)[1]. В условиях современного кризиса повысился риск использования доллара как международного платежного и резервного средства в связи с его нестабильностью. Рост эмиссии денег и выпуска казначейских ценных бумаг в США для финансирования беспрецедентной антикризисной программы увеличивает долларовую лавину в международном обороте. Две трети

---

[1] *Большаков Б. Е.* Новая парадигма развития // Тематический сборник. Обсуждение статьи Н. Назарбаева «Ключи от кризиса». II Астанинский экономический форум. 2-е изд., испр. и доп. Казахстан, Астана, 11—12 марта 2009 г.

эмитированных Федеральной резервной системой 100-долларовых купюр обращается за рубежом. Для уменьшения риска потерь страны, накопившие долларовые резервы и американские ценные бумаги, снижают долю доллара в своих валютных резервах. Доля доллара в мировых валютных резервах снизилась с 70,9% в 1999 г. до 62,8% в 2009 г., а доля евро повысилась с 18 до 27,5%.

ВВП еврозоны приблизился к объему ВВП США, на долю евро приходится более 13% мировой торговли товарами и услугами. Однако есть опасность потерять контроль над евро при его использовании в качестве мировой резервной валюты. Эта опасность усилилась в условиях мирового финансово-экономического кризиса, который обнажил слабые звенья в зоне евро (Греция, Испания, Португалия, Ирландия, Кипр). Новый вариант мировой валютной системы тяготеет к регионализации валютных отношений. Мировой финансово-экономический кризис стимулирует развитие региональных объединений и валют. В настоящее время в торгово-экономическом объединении (США — Канада — Мексика) планируется заменить американский доллар амеро — «универсальным долларом суверенных государств», рассчитанным на его использование и странами неамериканского континента. Этот проект направлен на укрепление международных позиций доллара. В Азиатско-Тихоокеанском регионе экономическое объединение АСЕАН+3 (Китай, Япония, Южная Корея), где традиционно доминировала Япония с ее валютой, разрабатывается проект азиатской валютной единицы — АКЮ. Арабский валютный фонд стремится использовать динар в качестве коллективной региональной валюты арабских государств. В связи с созданием Таможенного союза (2003 г.), Общего рынка (2008 г.), Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива (1981 г.), более известного под названием «Совет сотрудничества Залива», поставлена задача выпуска единой арабской валюты — халиджи — взамен национальных валют: динара (Бахрейн, Кувейт), риала (Оман), рияла (Катар и Саудовская Аравия), дирхама (ОАЭ), хотя единства по этому вопросу нет. Однако незначительная внутрирегиональная торговля этих стран (около 7%) по сравнению с зоной евро (50%) затрудняет формирование их валютного союза. Разрабатываются варианты региональной валютной интеграции в Африке.

Нарастает тенденция интернационализации использования национальных валют. В этой связи актуальной стала

проблема интернационализации использования российского рубля как одной из региональных валют. Этот процесс уже начался. Например, Польша стала платить за поставки российского газа рублями в начале 2009 г., причем получила выгоду в размере 10% в связи с девальвацией рубля. В 2014 г., возможно, Китай будет рассчитываться российскими рублями за поставки газа из России в соответствии с Рамочным соглашением от октября 2009 года. Одним из наиболее интегрированных экономических объединений на пространстве СНГ является ЕврАзЭС, где в валютной структуре платежей доля российского рубля составила в 2008 г. 52,6%. Однако российский рубль используется преимущественно в двусторонних расчетах России со странами ЕврАзЭС: с Казахстаном — 59,1%, Белоруссией — 56,6%, Таджикистаном — 31%, Киргизией — 25,1%. В сложившейся ситуации у рубля хорошие перспективы превратиться в региональную международную валюту. Но для этого необходимо навести больший порядок в собственном финансовом хозяйстве, прежде всего обуздать инфляцию. Иначе рубль не сможет выполнять одну из важнейших функций ключевой мировой валюты — служить валютой резервов. Не много найдется желающих держать свои валютные резервы в обесценивающихся рублях. Конечно, функцию валюты международных расчетов рубль может выполнять уже сейчас, инфляция сказывается на ней в значительно меньшей степени, однако для подведения прочной базы под претензии России стать международным финансовым центром, а рубля — одной из ключевых валют требуется дальнейшее усиление стабильности рубля. В планах Центрального банка и Правительства РФ — снижение темпа инфляции за 2013 г. до 7%.

Одно из дискуссионных направлений реформы мировой валютной системы — пересмотр утверждения о «снижении резервной роли золота» и полном отказе стран от этого резервного актива. Поэтому целесообразно при обновлении устава МВФ подтвердить статус золота как международного резервного актива и определить принципы регулирования операций с золотом центральных банков во избежание резких колебаний его цены с учетом уроков современного кризиса. Безусловно, речь не идет о возврате к золотому стандарту, хотя такие необоснованные призывы раздаются до сих пор.

Как известно, МВФ не справился с задачей раннего предвидения кризисных потрясений. Он пассивно наблю-

дал за изменением макроэкономического цикла — переходом от подъема к замедлению экономического роста в условиях банковского перекредитования и отрыва финансового рынка от реальной экономики, в первую очередь в развитых странах, особенно США, что привело к мировому финансово-экономическому кризису. В ответ на острую критику со стороны мирового сообщества МВФ разработал ряд мер: принята новая система стандартов и кодексов, повышены эффективность надзора по глобальным вопросам, оценка состояния и мониторинга финансового сектора, курсы валют стран с развивающимся рынком, углублен анализ макроэкономических рисков.

Намечена также внутренняя реорганизация Фонда по следующим направлениям:

- перераспределение квот и голосов в пользу стран, которые слабо представлены в МВФ;
- обновление модели среднесрочного бюджета МВФ, в частности, путем привлечения долгосрочных источников доходов;
- уменьшение бюрократизма в работе МВФ и ориентация менеджеров на стратегию его развития;
- совершенствование методов оказания помощи странам;
- укрепление институциональной структуры мировой валютной системы и финансовых рынков.

Система предотвращения международного кредитного кризиса базируется на следующих основных элементах.

*Ограничение на определенный вид деятельности и определенные активы.* Оба эти элемента пруденциального управления имеют целью снижение международного риска, который берет на себя кредитное учреждение. Высокорисковые международные финансовые инструменты могут принести банку большие доходы в случае успешного завершения сделки. В обратной ситуации банк может оказаться несостоятельным, и существует угроза потери вкладчиками своих депозитов. Если международная деятельность кредитного учреждения будет достаточно прозрачной, при малейшем превышении риска допустимого уровня клиенты станут изымать свои сбережения — это и есть «набег на банки». Поскольку получить точную информацию о международной деятельности банка достаточно трудно, защита интересов вкладчиков в каждой стране, где работает банк, ложится на государство. Международные финансовые организации пытаются защитить кредитные организации от самих себя,

создавая стимулы и механизмы по страхованию и снижению международного риска.

*Разграничение международной кредитной и финансовой деятельности.* Попытки государства разделить международную кредитную деятельность на так называемую типично банковскую и международные операции с ценными бумагами, являющиеся прерогативой специальных кредитно-финансовых учреждений, предпринимались давно. Соединенные Штаты еще в 1933 г. руководствовались законодательным актом Гласса-Стигала о сепарации банковской деятельности и операций с ценными бумагами. С одной стороны, устранение банков с международных рынков ценных бумаг придает большую упорядоченность и прозрачность мировому финансовому рынку. С другой стороны, специальные кредитно-финансовые учреждения могут этим воспользоваться и повысить объемы рисковых операций, что увеличит уязвимость всей мировой кредитной системы.

*Ограничение международной конкуренции.* Рост международной конкуренции банков подстегивает кредитные учреждения идти на высокорисковые международные операции. Новые банки занимают часть мирового рынка ссудных капиталов, а это снижает прибыль «старых» кредитных организаций и стимулирует их расширять круг своей международной деятельности, участвуя в рисковых операциях. Для того чтобы предотвратить это, мировые кредитные центры стремятся снизить международную конкуренцию банков, вводя различные ограничения, например, сокращение или запрет на вход иностранных банков в национальную кредитную систему, ограничение на развертывание филиальной сети, установление верхних пределов процентных ставок по депозитам и кредитам, требования к размеру капитала банков.

Хотя ограничение международной конкуренции может благоприятно сказаться на оздоровлении мировой кредитной системы, существуют очевидные недостатки этого способа: удорожание, снижение качества международных банковских услуг в силу низкой конкуренции.

*Система страхования депозитов* вводится в каждой стране для предупреждения кредитной нестабильности в национальной системе. Страховые премии, которые платят кредитные институты, устанавливаются с учетом статуса банка, и чем он выше, тем ниже премии, и наоборот. Хотя такая система привлекательна с теоретической точки зрения, использование ее на практике сопряжено с рядом

проблем. Главный недостаток системы страхования депозитов — невозможность четко определить степень риска, который действительно берет на себя банк.

*Мониторинг международной банковской деятельности* — сбор и обработка периодической (ежеквартальной) информации о международных активах, обязательствах, доходах, дивидендах, собственности, валютных операциях и т.п. Службы, проводящие международный банковский мониторинг, должны оценивать качество банковских займов, классифицировать их по степени риска и т.д. Такая информация позволяет проследить, выполняют ли банки требования по активным операциям, капиталу и закрытию неэффективного банка.

*Преодоление международного кредитного кризиса* находится в компетенции страны, в которой зарегистрировано международное кредитное учреждение. Преодоление кризиса предполагает реструктуризацию международных кредитных организаций, которая состоит из двух этапов. На *первом этапе* реорганизуется деятельность неплатежеспособных филиалов международных кредитных организаций: вносятся кардинальные изменения в структуру их капитала, контроль над ними передается другим стратегическим инвесторам. При отсутствии последних контроль над капиталом реструктурируемых кредитных организаций (право распоряжения имуществом) передается специализированным гарантийным страховым фондам банковской системы либо органам, осуществляющим лицензирование, надзор и санирование кредитных организаций. На *втором этапе* определяют механизмы (процедуры) смены руководства в проблемных международных кредитных организациях, включая введение временного принудительного управления их деятельностью. Функции внешнего управления обычно выполняют специализированные фонды, органы регулирования и контроля за банковской деятельностью.

Механизм международной кредитной стабилизации является элементом внешнеэкономической антикризисной политики государства, которая кроме него включает валютные и международные финансовые стабилизационные механизмы. Взаимосвязь этих элементов объясняется единой природой источников международных валютных, кредитных и финансовых потрясений. Особую роль в интернационализации валютных и кредитных кризисов играют деста-

билизационные процессы в международных финансовых отношениях.

Международная финансовая нестабильность возникает из-за дефицита финансовых ресурсов в международном масштабе и представляет собой кризис платежеспособности международных финансовых субъектов, при котором должник не способен или не желает выполнять взятые на себя международные финансовые обязательства. Кризис платежеспособности международных финансовых субъектов бывает двух видов: *кризис международной ликвидности* и *стратегический кризис*. В первом случае кризис наступает, если должник не способен погасить свои внешние обязательства, во втором случае нежелание обслуживать и возмещать свои внешние долги является стратегией должника.

Международная финансовая стабилизация предполагает как создание благоприятных условий функционирования для отдельных международных субъектов, так и формирование общей привлекательной финансовой среды. Глобальный характер мирового финансового кризиса требует глобального ответа. Объективные потребности развития делают необходимым создание новых мировых ключевых валют, новых международных финансовых центров, с гораздо большими регулирующими функциями, чем у МВФ и МБРР, или их соответствующего коренного преобразования и изменения их прозападной односторонности в политике. Но противоречия между странами вряд ли дадут возможность создать финансовую систему с требуемыми характеристиками. Наиболее возможный вариант — создание новых финансовых центров и ключевых валют на базе евро совместно с долларом, а также юаня и рубля. Большинство стран не желают зависеть от состояния американского доллара, «здоровье» которого в последнее десятилетие резко ухудшилось, и шансов на радикальное излечение нет.

Шансы Российской Федерации еще более повышаются в рамках сотрудничества стран БРИКС. На саммите в ЮАР 27 марта 2013 г. образован Деловой совет БРИКС. Лидеры стран договорились о создании самоуправляемого валютного резерва в объеме 100 млрд долл. для использования в чрезвычайных ситуациях.

Кризис показал, что сторонники либерально-монетаристских доктрин теряют свои доминирующие позиции в экономической науке и политике, хотя, конечно, они будут отчаянно сопротивляться. Но их время прошло. Жизнь тре-

бует кардинальных изменений в подходах. Роль государства в экономике существенно возрастет, включая расширение госсобственности.

К сожалению, отдельные политики рассматривают локальные войны в качестве выхода из кризисных финансовых и экономических потрясений. Такая альтернатива в некоторых головах существует, о чем свидетельствуют военные авантюры в Афганистане, Ираке, Сирии. Конечно, об этом никто не говорит в открытую, напротив, военные конфликты демагогически «обеляются» борьбой с терроризмом, расширением демократии и т.д. Однако эта тема не входит в предмет нашего анализа.

## Учебно-методическое и информационное обеспечение

### Основные термины и понятия

**Брейди-бонды** — облигации развивающихся стран, заменившие долговые требования банков к несостоятельным должникам.

**Дефолт** — отказ страны-должника от обязательств по обслуживанию внешнего долга.

**Внешний долг** — долги нерезидентам в любой валюте.

**Долговая нагрузка по внешним обязательствам** — показывает степень тяжести долговых обязательств по обслуживанию внешнего долга страны; определяется отношением внешнего долга и платежей по его обслуживанию к ВВП, к доходам от экспорта товаров и услуг.

**План Брейди** (март 1989 г.) — направлен на реструктуризацию долгов и снижение долговых платежей коммерческим банкам, при этом банк-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, поддержанных МВФ.

**Реструктуризация долга** — любое действие кредитора, изменяющее условия, установленные для погашения долга, с целью снижения обязательств по обслуживанию долга (долговой нагрузки); включает переоформление, рефинансирование, операции по снижению долга и долговых платежей, обратный выкуп и прощение.

**Рефинансирование** (refinancing) — выпуск новых ценных бумаг для погашения бумаг с истекающими сроками или изменение условий займа (обычно по более низкой ставке и с более длинным сроком); процедура, по которой просроченные платежи или будущие обязательства по обслуживанию долга по официально поддержанному экспортному кредиту оплачиваются новым займом.

## Контрольные вопросы и задания

1. Дайте определение понятия «финансовый кризис».
2. В чем состоит сущность «канонической» модели валютных кризисов?
3. Почему возникла модель ожиданий, или модель «второго поколения»? Дайте ее характеристику.
4. В чем заключается специфика валютных кризисов, обусловленных долговыми проблемами?
5. Назовите особенности каждого кризиса, обусловленного долговыми проблемами.
6. В чем заключена специфика «финансовых вирусов»?
7. Опишите механизм «эффекта толпы».
8. Какие выводы при проведении валютной политики в нашей стране мы должны сделать из анализа различных моделей валютного кризиса?
9. Какие показатели определяют уровень финансовой самообеспеченности национальной экономики?
10. Назовите причины и показатели, характеризующие американскую экономику как дефицитную и долговую.
11. Какие стабилизационные меры принимаются для предотвращения международной кредитной нестабильности?
12. Назовите причины возникновения мирового финансового кризиса.
13. Расскажите о механизме международной финансовой стабилизации.
14. Что такое долговая нагрузка?
15. Назовите основные методы реструктуризации внешнего долга.

## Темы рефератов и курсовых работ

1. Россия и мировой финансовый кризис: основные макроэкономические тенденции.
2. Сценарии посткризисного развития стран мира.
3. Кризис глобальной финансовой системы: возможные сценарии реформирования.
4. Экономический цикл и финансовые кризисы.
5. Кризис финансовой системы: методы преодоления.

## Литература

*Dornbusch, Rudi.* A Primer On Emerging Market Crises. — Working Paper. — № 8326. — National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA. — June 2001.

*Frankel, J., Rose, A.* Currency crises in emerging markets: An empirical treatment // Journal of International Finance. — 1996. — № 41 (4).

*Flood, Robert P., Garber, Peter M.* Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples // Journal of International Economics. — 1984. — Vol. 17. — August.

IMF. Global Financial Stability Report. — Wash. 2010, Oct.; 2011, Apr., Sept.

*Krugman, P.* Currency Crises. — The University of Chicago Press, 2000.

UNCTAD. World Investment Report. — 2010, 2011. — Country fact sheet: United States.

*Аникин, А. В.* О типологии финансовых кризисов // Вестник Московского университета. — Сер. 6. Экономика. — 2001. — № 4.

*Беляев, М. К.* Международный финансовый центр (на примере Лондонского Сити). — М. : Наука, 2011.

Главная книга о кризисе : сборник / ред.-сост. А. В. Бузгалин. — М. : Яуза : Эксмо, 2009.

Малый экономический словарь / под ред. А. Н. Азрилияна. — М. : Институт новой экономики, 2000.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Финансы и статистика, 2003.

*Моисеев, С. Р.* Международные валютно-кредитные отношения : учеб. пособие. — М. : Дело и Сервис, 2003.

*Монтес, М., Попов, В.* «Азиатский вирус» или «голландская болезнь»? Теория и история валютных кризисов в России и других странах : пер. с англ. — 2-е изд. — М. : Дело, 2000.

*Понин, Ф. А.* Перестройка мировой валютной системы и позиция России. — М. : МАКС Пресс, 2009.

*Рудый, К. В.* Финансовые кризисы: теория, история, политика. — М. : Новое знание, 2003.

*Стиглиц, Дж. Ю.* Доклад Стиглица о реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. — М. : Международные отношения, 2010.

*Федякина, Л. Н.* Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. — М. : Дело и Сервис, 1998.

*Федякина, Л. Н.* Международные финансы : учеб. пособие. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Междунар. отношения, 2012.

## Интернет-ресурсы

Prepared for NBER Conference, Oct. 1997; URL: http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html.

*Приложение 1*

# ISO-коды валют

## Общероссийский классификатор валют

**Общероссийский классификатор валют** (*сокращ.* **ОКВ**) - Разработан Всероссийским научно-исследовательским институтом классификации, терминологии и информации по стандартизации и качеству (ВНИИКИ) Госстандарта России и Центральным банком Российской Федерации (Банком России).

Общероссийский классификатор валют разработан в соответствии с международным стандартом ИСО 4217 «Межгосударственный классификатор валют МК», разработанным Международной организацией по стандартизации (ИСО)

Принят и введен в действие Постановлением Госстандарта России от 25 декабря 2000 г. N 405-ст. (отдельными приказами Ростехрегулирования вносятся изменения в коды и наименования валют).

Ниже представлена актуальная информация о кодах валют.

| ISO букв. | ISO цифр. | число разрядов | *Валюта* | *Страны где валюта признана официальной* |
|---|---|---|---|---|
| AED | 784 | 2 | Дирхам (ОАЭ) | Объединённые Арабские Эмираты |
| AFN | 971 | 2 | Афгани | Афганистан |
| ALL | 8 | 2 | Лек | Албания |
| AMD | 51 | 2 | Армянский драм | Армения |
| ANG | 532 | 2 | Нидерландский антильский гульден | Нидерландские Антильские острова |
| AOA | 973 | 2 | Кванза | Ангола |
| ARS | 32 | 2 | Аргентинское песо | Аргентина |
| AUD | 36 | 2 | Австралийский доллар | Австралия; Кирибати; Кокосовые острова; Науру; Норфолк; Остров Рождества; Тувалу; Херд и Макдональд |
| AWG | 533 | 2 | Арубанский гульден | Аруба |
| AZN | 944 | 2 | Азербайджанский манат | Азербайджан |
| BAM | 977 | 2 | Конвертируемая марка | Босния и Герцеговина |
| BBD | 52 | 2 | Барбадосский доллар | Барбадос |
| BDT | 50 | 2 | Така | Бангладеш |
| BGN | 975 | 2 | Лев | Болгария |
| BHD | 48 | 3 | Бахрейнский динар | Бахрейн |
| BIF | 108 | 0 | Бурундийский франк | Бурунди |
| BMD | 60 | 2 | Бермудский доллар | Бермудские острова |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| BND | 96 | 2 | Брунейский доллар | Бруней |
| BOB | 68 | 2 | Боливиано | Боливия |
| BRL | 986 | 2 | Бразильский реал | Бразилия |
| BSD | 44 | 2 | Багамский доллар | Багамские острова |
| BTN | 64 | 2 | Нгултрум | Бутан |
| BWP | 72 | 2 | Пула | Ботсвана |
| BYR | 974 | 0 | Белорусский рубль | Беларусь |
| BZD | 84 | 2 | Белизский доллар | Белиз |
| CAD | 124 | 2 | Канадский доллар | Канада |
| CDF | 976 | 2 | Конголезский франк | Конго, демократическая республика |
| CHF | 756 | 2 | Швейцарский франк | Лихтенштейн; Швейцария |
| CLP | 152 | 0 | Чилийское песо | Чили |
| CNY | 156 | 2 | Юань женьминьби | Китай |
| COP | 170 | 2 | Колумбийское песо | Колумбия |
| CRC | 188 | 2 | Костариканский колон | Коста-Рика |
| RSD | 941 | 2 | Сербский динар | Сербия |
| CUP | 192 | 2 | Кубинское песо | Куба |
| CVE | 132 | 2 | Эскудо Кабо-Верде | Кабо-Верде |
| CYP | 196 | 2 | Кипрский фунт | Кипр (до 2008 года) |
| CZK | 203 | 2 | Чешская крона | Чехия |
| DJF | 262 | 0 | Франк Джибути | Джибути |
| DKK | 208 | 2 | Датская крона | Дания; Гренландия; Фарерские острова |
| DOP | 214 | 2 | Доминиканское песо | Доминиканская Республика |
| DZD | 12 | 2 | Алжирский динар | Алжир |
| EEK | 233 | 2 | Эстонская крона | Эстония |
| EGP | 818 | 2 | Египетский фунт | Египет |
| ERN | 232 | 2 | Накфа | Эритрея |
| ETB | 230 | 2 | Эфиопский быр | Эфиопия |
| EUR | 978 | 2 | Евро | Австрия; Андорра; Бельгия; Ватикан; Гваделупа; Германия; Греция; Ирландия; Испания; Италия; Кипр, Люксембург; Мальта, Мартиника; Монако; Нидерланды; Португалия; Реюньон; Сан-Марино; Сен-Пьер и Микелон; Финляндия; Франция; Французская Гвиана; Французские Южные Территории |
| FJD | 242 | 2 | Доллар Фиджи | Фиджи |
| FKP | 238 | 2 | Фунт Фолклендских островов | Фолклендские (Мальвинские) острова |
| GBP | 826 | 2 | Фунт стерлингов | Великобритания |
| GEL | 981 | 2 | Лари | Грузия |
| GHC | 288 | 2 | Седи | Гана |
| GIP | 292 | 2 | Гибралтарский фунт | Гибралтар |
| GMD | 270 | 2 | Даласи | Гамбия |
| GNF | 324 | 0 | Гвинейский франк | Гвинея |
| GTQ | 320 | 2 | Кетсаль | Гватемала |
| GYD | 328 | 2 | Гайанский доллар | Гайана |
| HKD | 344 | 2 | Гонконгский доллар | Гонконг |
| HNL | 340 | 2 | Лемпира | Гондурас |
| HRK | 191 | 2 | Куна | Хорватия |
| HTG | 332 | 2 | Гурд | Гаити |
| HUF | 348 | 2 | Форинт | Венгрия |
| IDR | 360 | 2 | Рупия | Восточный Тимор; Индонезия |
| ILS | 376 | 2 | Новый израильский шекель | Израиль |
| INR | 356 | 2 | Индийская рупия | Индия; Бутан |
| IQD | 368 | 3 | Иракский динар | Ирак |
| IRR | 364 | 2 | Иранский риал | Иран |
| ISK | 352 | 2 | Исландская крона | Исландия |
| JMD | 388 | 2 | Ямайский доллар | Ямайка |
| JOD | 400 | 3 | Иорданский динар | Иордания |
| JPY | 392 | 0 | Йена | Япония |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| KES | 404 | 2 | Кенийский шиллинг | Кения |
| KGS | 417 | 2 | Сом | Киргизия |
| KHR | 116 | 2 | Риель | Камбоджа |
| KMF | 174 | 0 | Франк Коморских островов | Коморские острова |
| KPW | 408 | 2 | Северо-корейская вона | КНДР |
| KRW | 410 | 0 | Вона | Южная Корея |
| KWD | 414 | 3 | Кувейтский динар | Кувейт |
| KYD | 136 | 2 | Доллар Каймановых островов | Каймановы острова |
| KZT | 398 | 2 | Тенге | Казахстан |
| LAK | 418 | 2 | Кип | Лаос |
| LBP | 422 | 2 | Ливанский фунт | Ливан |
| LKR | 144 | 2 | Шри-Ланкийская рупия | Шри-Ланка |
| LRD | 430 | 2 | Либерийский доллар | Либерия |
| LSL | 426 | 2 | Лоти | Лесото |
| LTL | 440 | 2 | Литовский лит | Литва |
| LVL | 428 | 2 | Латвийский лат | Латвия |
| LYD | 434 | 3 | Ливийский динар | Ливия |
| MAD | 504 | 2 | Марокканский дирхам | Марокко; Западная Сахара |
| MDL | 498 | 2 | Молдавский лей | Молдавия |
| MGA | 969 | 0 | Малагасийский франк | Мадагаскар |
| MKD | 807 | 2 | Динар | Македония |
| MMK | 104 | 2 | Кьят | Мьянма |
| MNT | 496 | 2 | Тугрик | Монголия |
| MOP | 446 | 2 | Патака | Макао |
| MRO | 478 | 2 | Угия | Мавритания |
| MTL | 470 | 2 | Мальтийская лира | Мальта (до 2008 года) |
| MUR | 480 | 2 | Маврикийская рупия | Маврикий |
| MVR | 462 | 2 | Руфия | Мальдивы |
| MWK | 454 | 2 | Квача | Малави |
| MXN | 484 | 2 | Мексиканское песо | Мексика |
| MYR | 458 | 2 | Малайзийский ringгит | Малайзия |
| MZN | 943 | 2 | Метикал | Мозамбик |
| NAD | 516 | 2 | Доллар Намибии | Намибия |
| NGN | 566 | 2 | Найра | Нигерия |
| NIO | 558 | 2 | Золотая кордоба | Никарагуа |
| NOK | 578 | 2 | Норвежская крона | Норвегия; Остров Буве; Свальбард; Ян-Майен |
| NPR | 524 | 2 | Непальская рупия | Непал |
| NZD | 554 | 2 | Новозеландский доллар | Новая Зеландия; Ниуэ; Острова Кука; Питкерн; Токелау |
| OMR | 512 | 3 | Оманский риал | Оман |
| PAB | 590 | 2 | Бальбоа | Панама |
| PEN | 604 | 2 | Новый соль | Перу |
| PGK | 598 | 2 | Кина | Папуа — Новая Гвинея |
| PHP | 608 | 2 | Филиппинское песо | Филиппины |
| PKR | 586 | 2 | Пакистанская рупия | Пакистан |
| PLN | 985 | 2 | Злотый | Польша |
| PYG | 600 | 0 | Гуарани | Парагвай |
| QAR | 634 | 2 | Катарский риал | Катар |
| RON | 946 | 2 | Румынский лей | Румыния |
| RUB | 643 | 2 | Российский рубль | Россия; Абхазия; Южная Осетия |
| RWF | 646 | 0 | Франк Руанды | Руанда |
| SAR | 682 | 2 | Саудовский риял | Саудовская Аравия |
| SBD | 90 | 2 | Доллар Соломоновых | Соломоновы острова |
| SCR | 690 | 2 | Сейшельская рупия | Сейшельские Острова |
| SDG | 938 | 2 | Суданский фунт | Судан |
| SEK | 752 | 2 | Шведская крона | Швеция |
| SGD | 702 | 2 | Сингапурский доллар | Сингапур |
| SHP | 654 | 2 | Фунт Острова Святой Елены | Остров Святой Елены |
| SIT | 705 | 2 | Толар | Словения |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| SKK | 703 | 2 | Словацкая крона | Словакия |
| SLL | 694 | 2 | Леоне | Сьерра-Леоне |
| SOS | 706 | 2 | Сомалийский шиллинг | Сомали |
| SRD | 968 | 2 | Суринамский доллар | Суринам |
| STD | 678 | 2 | Добра | Сан-Томе и Принсипи |
| SYP | 760 | 2 | Сирийский фунт | Сирия |
| SZL | 748 | 2 | Лилангени | Свазиленд |
| THB | 764 | 2 | Бат | Таиланд |
| TJS | 972 | 2 | Сомони | Таджикистан |
| TMM | 795 | 2 | Манат | Туркмения |
| TND | 788 | 3 | Тунисский динар | Тунис |
| TOP | 776 | 2 | Паанга | Тонга |
| TRY | 949 | 2 | Турецкая лира | Турция |
| TTD | 780 | 2 | Доллар Тринидада и Тобаго | Тринидад и Тобаго |
| TWD | 901 | 2 | Тайваньский доллар | Тайвань |
| TZS | 834 | 2 | Танзанийский шиллинг | Танзания |
| UAH | 980 | 2 | Гривна | Украина |
| UGX | 800 | 2 | Угандийский шиллинг | Уганда |
| USD | 840 | 2 | Доллар США | США; Американское Самоа; Британская территория в Индийском океане; Виргинские острова (Британские); Виргинские острова (США); Восточный Тимор; Гаити; Гуам; Малые Тихоокеанские Отдаленные острова США; Маршалловы острова; Микронезия; Палау; Панама; Пуэрто-Рико |
| UYI | 940 | 2 | Уругвайское песо в индексированных единицах | Уругвай |
| UZS | 860 | 2 | Узбекский сум | Узбекистан |
| VEB | 862 | 2 | Боливар | Венесуэла |
| VND | 704 | 2 | Донг | Вьетнам |
| VUV | 548 | 0 | Вату | Вануату |
| WST | 882 | 2 | Тала | Самоа |
| XAF | 950 | 0 | Франк КФА BEAC (денежная единица Банка государств Центральной Африки) | Габон; Камерун; Конго; Центрально-Африканская Республика; Чад; Экваториальная Гвинея |
| XAG | 961 | | Тройская унция серебра | |
| XAU | 959 | | Тройская унция золота | |
| XBA | 955 | | Европейская составная единица EURCO | |
| XBB | 956 | | Европейская валютная единица EMU-6 | |
| XBC | 957 | | Расчётная единица Европейского платежного союза EUA-9 | |
| XBD | 958 | | Расчётная единица Европейского платежного союза EUA-17 | |
| XCD | 951 | 2 | Восточно-карибский доллар | Ангилья; Антигуа и Барбуда; Гренада; Доминика; Монсеррат; Сент-Винсент и Гренадины; Сент-Китс и Невис; Сент-Люсия |
| XDR | 960 | | СДР (Специальные права заимствования) | Международный валютный фонд |
| XFO | | | Франк золотой (Специальная валюта для расчётов) | |
| XFU | | | Франк ЮИК (Специальная валюта для расчётов) | |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| XOF | 952 | 0 | Франк КФА ВСЕАО (денежная единица Центрального Банка государств Западной Африки) | Бенин; Буркина-Фасо; Гвинея-Бисау; Кот д'Ивуар; Мали; Нигер; Сенегал; Того |
| XPD | 964 | | Тройская унция палладия | |
| XPF | 953 | 0 | Франк КФП | Французская Полинезия; Новая Каледония; Уоллис и Футуна, острова |
| XPT | 962 | | Тройская унция платины | |
| XTS | 963 | | Код зарезервированный для тестовых целей | |
| XXX | 999 | | Отсутствие валюты | |
| YER | 886 | 2 | Йеменский риал | Йемен |
| YUM | 891 | 2 | Югославский динар | Югославия |
| ZAR | 710 | 2 | Рэнд | Лесото; Намибия; Южная Африка |
| ZMK | 894 | 2 | Квача (замбийская) | Замбия |
| ZWD | 716 | 2 | Доллар Зимбабве | Зимбабве |

**ISO 4217** (ИСО 4217) — международный стандарт ISO, определяющий коды валют.

Для национальных валют код состоит из двухбуквенного обозначения государства по ISO 3166-1 alpha-2 и одной буквы названия валюты. Начинающиеся с буквы X коды имеют другие активы, такие как драгоценные металлы (золото, серебро, платина и палладий), а также межнациональные валюты. Существует код для невалютных транзакций — XXX. Кроме буквенных, существуют также цифровые трёхзначные коды валют.

*Приложение 2*

# Краткий перечень соглашений о продолжительности года и числе дней в процентном периоде

| Страна (интеграционная группировка) | Дневной/годовой базовый (временной) период | Доходность *Y* или учетная ставка *D* |
|---|---|---|
| **Австралия**<br>Рынок денег<br>Облигации (полугодовой купон) | ACT/365<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Австрия**<br>Рынок денег<br>Облигации (годовой купон) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Бельгия**<br>Рынок денег<br>Облигации (полугодовой купон) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Канада**<br>Рынок денег<br>Облигации (годовой купон) | ACT/365<br>ACT/ACT | *Y* |
| ***Дания***<br>Рынок денег<br>Облигации (годовой купон) | ACT/360<br>30(E)/360 | *Y* |
| **Ирландия**[1]<br>Рынок денег<br>Облигации (годовой и полугодовой купоны) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Финляндия**<br>Рынок денег<br>Облигации (годовой купон) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |

*Продолжение таблицы*

| Страна (интеграционная группировка) | Дневной/годовой базовый (временной) период | Доходность *Y* или учетная ставка *D* |
|---|---|---|
| **Франция**<br>Рынок денег<br>OAT, BTAN (годовой купон) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Германия**<br>Рынок денег<br>Облигации, *OBL* (годовой купон) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Италия**<br>Рынок денег<br>BTP (полугодовой купон) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Япония**[2]<br>Рынок денег<br>JGB (полугодовой купон) | ACT/365<br>ACT/365 | *Y* |
| **Нидерланды**<br>Рынок денег<br>Облигации (годовой купон) | ACT/365<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Норвегия**[3]<br>T-bills<br>Другой рынок денег<br>Облигации (годовой купон) | ACT/365<br>ACT/360<br>ACT/365 | *Y* |
| **Испания**<br>Рынок денег<br>Облигации (полугодовой купон) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |
| **Швеция**<br>T-bills<br>Рынок денег<br>Облигации (полугодовой купон) | 30(E)/360<br>ACT/360<br>30(E)/360 | *Y* |
| **Швейцария**<br>Рынок денег<br>Облигации (полугодовой купон) | ACT/360<br>30(E)/360 | *Y* |

*Окончание таблицы*

| Страна (интеграционная группировка) | Дневной/годовой базовый (временной) период | Доходность *Y* или учетная ставка *D* |
|---|---|---|
| **Великобритания**<br>Депозиты<br>Первоклассные государственные ценные бумаги (полугодовой купон) | ACT/365<br>ACT/365<br>ACT/ACT | *Y* |
| **США**<br>Депозиты<br>Банковский акцепт<br>T-bond/note (полугодовой купон)<br>Государственные и корпоративные облигации | ACT/360<br>ACT/365<br>ACT/ACT<br>30(E)/360 | *Y*<br>*D* |
| **ЕС**<br>Рынок денег<br>Облигации (полугодовой купон) | ACT/360<br>ACT/ACT | *Y* |

*Примечание.* [1] Для Ирландии: некоторые старые облигации все еще используют ACT/360 или 30(E)/ 360. [2] Для Японии: дополнительный купонный доход начисляется в первый купонный период. [3] Для Норвегии: котируется как реальная доходность (на основе годового исчисления доходности), а не как номинальная ставка.

Стандартные обозначения:

T-bills (Treasury bills) — казначейские векселя;

T-notes (Treasury notes) — среднесрочные казначейские облигации;

CD (Certificate of deposit) — депозитные сертификаты;

BA (Bankers acceptance) — банковский акцепт векселя;

JGB (Japanese government bonds) — облигации правительства Японии;

CP (Commercial paper) — необеспеченные коммерческие бумаги (векселя) с большими номиналами и сроками от 2 до 270 дней.

**Покупайте наши книги:**

**В офисе издательства «ЮРАЙТ»:**
111123, г. Москва, ул. Плеханова, д. 4а,
тел.: (495) 744-00-12, e-mail: sales@urait.ru, www.urait.ru

**В логистическом центре «ЮРАЙТ»:**
140053, Московская область, г. Котельники, мкр. Ковровый, д. 37,
тел.: (495) 744-00-12, e-mail: sales@urait.ru, www.urait.ru

**В интернет-магазине «ЮРАЙТ»:** www.urait-book.ru,
e-mail: order@urait-book.ru, тел.: (495) 742-72-12

**Для закупок у Единого поставщика** в соответствии
с Федеральным законом от 21.07.2005 № 94-ФЗ обращаться
по тел.: (495) 744-00-12, e-mail: sales@urait.ru, vuz@urait.ru

**Новые издания и дополнительные материалы доступны
в электронной библиотечной системе «Юрайт»
biblio-online.ru**

*Учебное издание*

**Антонов Валерий Александрович**

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫЕ
И ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ**

**УЧЕБНИК И ПРАКТИКУМ**

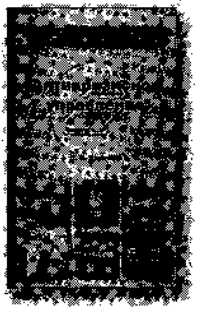
Учебник для бакалавров

Формат 84×108 1/32.
Гарнитура «Petersburg». Печать офсетная.
Усл. печ. л. 28,77. Тираж 1000 экз. Заказ № К-11546.

**ООО «Издательство Юрайт»**
111123, г. Москва, ул. Плеханова, д. 4а.
Тел.: (495) 744-00-12. E-mail: izdat@urait.ru, www.urait.ru

Отпечатано в ГУП ЧР «ИПК «Чувашия»
Мининформполитики Чувашии,
428019, г. Чебоксары, пр. И. Яковлева, 13

## АНТИКРИЗИСНОЕ УПРАВЛЕНИЕ + CD
### Учебник для бакалавров



*Гриф УМО*

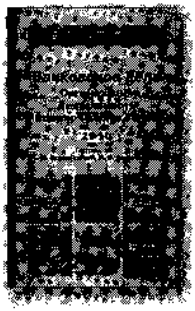
***Коротков Э. М.**, доктор экономических наук, профессор, почетный работник высшего образования Российской Федерации, заслуженный деятель науки Российской Федерации, заведующий кафедрой менеджмента и инновационных технологий управления Института инновационного управления экономикой Государственного университета управления.*

В учебнике содержится ряд новых тем, обогащающих концепцию антикризисного управления. Антикризисное управление рассматривается как тип управления, ориентированного на предвидение, распознавание кризисных ситуаций. Акцент делается на понимании субъективных и объективных причин возникновения кризиса в условиях циклического развития организации, возможностей прогнозирования кризисов и учета рисков. Особенностью учебника является новая логика построения содержания, включающая визуализированный модуль.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 406 с., 86*108/32, код 374824, ISBN 978-5-9916-3026-9*



## БАНКОВСКОЕ ДЕЛО. ОРГАНИЗАЦИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА
### Учебник для бакалавров. 3-е издание



*Гриф УМО ВО*

***Белоглазова Г. Н.**, доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой банковского дела факультета финансово-кредитных и международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного экономического университета, заслуженный деятель науки РФ. **Кроливецкая Л. П.**, доктор экономических наук, профессор кафедры банковского дела факультета финансово-кредитных и международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного экономического университета.*

В учебнике освещается организация деятельности коммерческого банка на различных сегментах финансового рынка. При написании книги использована действующая законодательная и нормативная база, приведены статистические данные, характеризующие развитие банковской системы России и отдельных направлений банковской деятельности. После каждой главы представлены вопросы для самоконтроля, практические задания и рекомендуемая литература.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 652 с., 60*90/16, код 376582, ISBN 978-5-9916-3200-3*

## БЕЗОПАСНОСТЬ БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
### Учебник для бакалавров. 3-е издание

Гриф УМО ВО

*Гамза В. А., кандидат экономических наук, кандидат юридических наук, профессор, советник ректора Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, профессор Российской академии предпринимательства. Ткачук И. Б., кандидат юридических наук, главный консультант ООО «Институт проблем безопасности и анализа информации», Почетный сотрудник контрразведки. Жилкин И. М., руководитель направления по экспертизе ценных бумаг ОАО «Альфа-Банк». Профессиональный криминалист.*

В издании отражены изменения законодательной и иной нормативно-правовой базы обеспечения безопасности банка, а также особенности современной организации противодействия угрозам банковскому делу. Освещены содержание и структура безопасности банка. Проанализированы системы мер противодействия угрозам различных направлений, видов и уровней.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 513 с., 84*108/32, код 374093, ISBN 978-5-9916-3039-9*



## БРЕНДИНГ
### Учебник для бакалавров

Гриф УМО ВО

*Чернышева А. М., кандидат экономических наук, доцент кафедры маркетинга экономического факультета Российского университета дружбы народов. Якубова Т. Н., кандидат экономических наук, доцент кафедры маркетинга экономического факультета Российского университета дружбы народов.*

В учебнике представлено комплексное освещение теоретических и практических сторон всех этапов создания, вывода на рынок, поддержания, укрепления на нем брендов товаров, услуг, компаний с целью завоевания ими лидирующих позиций на рынке. Рассматриваются основные понятия и инструменты современного брендинга, виды управленческих решений, направленных на повышение эффективности коммерческого бренда. Обширный иллюстративный материал, а также вопросы и задания для самопроверки, приведенные после каждой главы, и тесты существенно облегчат усвоение материала.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 504 с., 84*108/32, код 376192, ISBN 978-5-9916-2979-9*

## ДЕЛОВЫЕ КОММУНИКАЦИИ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА
### Учебник для бакалавров

Гриф УМО

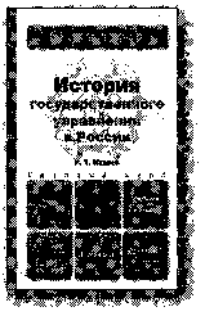
*Жернакова М. Б., кандидат экономических наук, доцент, заместитель заведующего кафедрой по учебной работе менеджмента и инновационных технологий управления Института инновационного управления экономикой Государственного университета управления. Румянцева И. А., кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента и инновационных технологий управления Института инновационного управления экономикой Государственного университета управления.*

Рассмотрен широкий круг вопросов, касающийся организации и реализации коммуникаций в процессе управления. Представлены основные виды деловых коммуникаций, их функции, потенциальные преграды и помехи в деловом общении, основы деловой этики, этикета и культуры делового общения, особенности публичных коммуникаций. Материал снабжен рисунками и таблицами, теория подтверждается практическими примерами, в том числе и типичными ошибками из реальной жизни.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 370 с., 84*108/32, код 376696, ISBN 978-5-9916-3189-1*



## ИСТОРИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ
### Учебник для бакалавров. 2-е издание



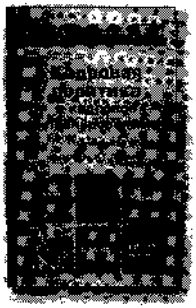

Гриф УМО

*Мужеев Р. Т., доктор политических наук, профессор кафедры политологии и социологии факультета политологии и права Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова, профессор кафедры государственного и муниципального управления факультета управления Российского государственного торгово-экономического университета, профессор кафедры теории рекламы и массовых коммуникаций факультета рекламы Московского гуманитарного университета.*

В учебнике представлено полное описание динамики системы исполнительной власти России на протяжении IX—XX вв., эволюции методов и организационных форм функционирования горизонтальных и вертикальных структур государственного управления. Выявлены тенденции возникновения и развития российских институтов государственного и муниципального управления, общее в их развитии и особенности по сравнению с процессом эволюции административных учреждений в других странах. Органично сочетаются анализ и строгая научность с доступностью изложения и оценочными суждениями.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 770 с., 84*108/32, код 376021, ISBN 978-5-9916-3254-6*

## КАДРОВАЯ ПОЛИТИКА И КАДРОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ
### Учебник для вузов



*Одегов Ю. Г., доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки РФ, заведующий кафедрой государственной службы и специальных программ факультета государственной службы, труда и занятости Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова. Лабадзян М. Г., кандидат экономических наук, старший преподаватель кафедры менеджмента факультета менеджмента Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова.*

В учебнике авторы последовательно рассматривают теоретические аспекты кадровой политики персонала применительно к существующим в России формам и методам организации трудовой деятельности и трудовых отношений в соответствии с действующим гражданским и трудовым законодательством Российской Федерации. Издание четко структурировано, содержит обширный иллюстративный материал и практические примеры.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 444 с., 60*90/16, код 374285, ISBN 978-5-9916-3043-6*



## КОММЕРЧЕСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ
### Учебник для бакалавров

*Гриф УМО ВО*

*Синяева И. М., доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой маркетинга и коммерции Заочного факультета менеджмента и маркетинга Финансового университета при Правительстве Российской Федерации. Ромашенкова О. Н., кандидат экономических наук, доцент кафедры маркетинга и логистики факультета менеджмента Финансового университета при Правительстве Российской Федерации. Земляк С. В., доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой менеджмента и маркетинга Финансового университета при Правительстве Российской Федерации (г. Смоленск). Синяев В. В., доктор экономических наук, доцент кафедры маркетинга и коммерции Заочного факультета менеджмента и маркетинга Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.*

Раскрыты понятия коммерции, коммерческого маркетинга как комплексной системы, основанной на единстве внешнего и внутреннего маркетинга, концептуальные вопросы маркетинга в сфере коммерции. Исследованы вопросы внутрифирменного планирования. Теория и практика, опирающиеся на конкретные факты развития коммерции (маркетинга, интернет-продаж, сорсинга), призваны обеспечить знания существа этого явления, неразрывно связанного с исследованием, рынка, выявления потребностей, созданием потребительской ценности продукта, формированием спроса, коммерческой структуры.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 506 с., 84*108/32, код 374074, ISBN 978-5-9916-3038-2*

## ЛИДЕРСТВО
### Учебник для бакалавров

*Гриф УМО ВО*

***Селезнева Е. В.**, доктор психологических наук, профессор кафедры акмеологии и профессиональной деятельности Международного института государственной службы и управления Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, специалист в области социальной психологии, психологии личности, акмеологии, психологии и акмеологии управления.*

Учебник охватывает основные вопросы, связанные с проблемами лидерства: факты и закономерности развития лидера, роли лидерства в решении задач, возникающих на разных уровнях социума. Анализируются проблемы лидерства и пути их разрешения. Особое внимание уделяется раскрытию существенной, но прежде мало освещенной проблемы ценностно-смыслового аспекта лидерской активности.

*М. : Издательство Юрайт, 2013 г., 429 с., 84*108/32, код 372387, ISBN 978-5-9916-2862-4*

Бакалавр. Базовый курс

## МАРКЕТИНГОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ
### Учебник для бакалавров. 3-е издание

*Гриф УМО ВО*

***Коротков А. В.**, доктор экономических наук, профессор кафедры экономической теории и инвестирования Института экономики и статистики Московского государственного университета экономики, статистики и информатики (МЭСИ).*

Учебник дает полное представление о современных направлениях, задачах и методах маркетинговых исследований, имеет множество иллюстраций. Имеются доступные примеры, подробный глоссарий, вопросы и тесты для самоконтроля, методические указания к самостоятельным работам, что может быть интересно преподавателям вузов.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 595 с., 84*108/32, код 375962, ISBN 978-5-9916-2878-5*

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСЫ
### Учебник для магистров

*Хасбулатов Р. И., доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки Российской Федерации, заведующий кафедрой мировой экономики факультета международных экономических отношений Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова, член-корреспондент Российской академии наук.*

В учебнике освещены основы международной системы финансов; предпосылки формирования и сущность валютных кредитно-финансовых отношений; структура валютной системы. Рассмотрены основные формы международных расчетов и валютных операций; характеристика основных финансовых рынков. Изучение материала поможет обучающимся уверенно ориентироваться в системе современных международных финансовых отношений, а также анализировать структурные характеристики международных финансовых рынков.

*Гриф УМО*

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 567 с., 70*100/16, код 382374, ISBN 978-5-9916-2853-2*



## МЕТОДЫ ПРИНЯТИЯ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ
### Учебник для бакалавров

*Трофимова Л. А., доктор экономических наук, профессор кафедры управления и планирования социально-экономических процессов им. з.д.н. РФ Ю. А. Лаврикова Санкт-Петербургского государственного экономического университета. Трофимов В. В., заслуженный деятель науки РФ, доктор технических наук, профессор, заведующий кафедрой информатики Санкт-Петербургского государственного экономического университета.*

В учебнике рассмотрены актуальные проблемы разработки, принятия и реализации организационно-управленческих решений. Представлены методы учета последствий реализации принятых решений и действия с позиций социальной ответственности, а также описаны модели принятия управленческих решений, подходы к оценке эффективности управленческих решений, информационно-аналитическая поддержка процесса принятия управленческих решений и многое другое.

*Гриф УМО*

*М. : Издательство Юрайт, 2013 г., 335 с., 84*108/32, код 375863, ISBN 978-5-9916-3167-9*

## МЕТОДЫ ПРИНЯТИЯ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ
### Учебник для бакалавров

*Гриф МО*

***Тебекин А. В.**, доктор экономических наук, доктор технических наук, почетный работник науки и техники РФ, профессор кафедры управления инновациями и инвестиционной деятельности Института дополни- тельного профессионального образования ГАОУ Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», профессор кафедры экономической теории и предпринимательства Института экономики Российской академии наук.*

В учебнике рассмотрены основные функции решения в методологии и организации процесса управления, представлен детальный анализ условий и факторов качества управленческих решений, описаны модели, методология и организация процесса разработки управленческого решения. Особое внимание уделено анализу влияния внешней среды на реализацию различных вариантов решений. Особенностью издания является рассмотрение различных подходов к оценке эффективности управленческих решений, а также описание способов контроля реализации управленческих решений.

*М. : Издательство Юрайт, 2013 г., 572 с., 84*108/32, код 369628, ISBN 978-5-9916-2364-3*



## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА + CD
### Учебник для бакалавров

*Гриф УМО*

***Касьяненко Т. Г.**, доктор экономических наук, профессор кафедры ценообразования и оценочной деятельности факультета финансовых, кредитных и международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного экономического университета. **Маховикова Г. А.**, кандидат экономических наук, профессор кафедры ценообразования и оценочной деятельности факультета финансовых, кредитных и международных экономических отношений, исполняющая обязанности заведующего кафедрой Санкт-Петербургского государственного экономического университета.*

В учебнике изложена теория и методология оценки бизнеса, раскрыты условия применимости известных подходов и методов оценки, уделено внимание систематизации стоимостных факторов и факторов риска, а также привязке положений теории оценки к текущим требованиям практической оценки, выраженным в Федеральных стандартах оценки. Учебный материал иллюстрирован примерами из практики оценки. На CD-диске, который идет в комплекте с учебником, подробно рассмотрен пример отчета об оценке рыночной стоимости конкретного предприятия.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 411 с., 60*90/16, код 369104, ISBN 978-5-9916-2365-0*

Магистр

## ПСИХОЛОГИЯ БИЗНЕСА
### Учебник для магистров

*Гриф УМО ВО*

*Иванова Н. Л., доктор психологических наук, профессор. Руководитель магистерской программы «Психология в бизнесе». **Штроо В. А.**, кандидат психологических наук, профессор, заведующий кафедрой организационной психологии факультета психологии Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». **Антонова Н. В.**, кандидат психологических наук, доцент кафедры организационной психологии факультета психологии.*

Рассмотрены основные теоретические подходы к анализу бизнеса как общественного, экономического и социально-психологического феномена, а также психологические особенности деятельности и личности бизнесмена. Раскрыта специфика функционирования и развития бизнес-организаций, освещены закономерности и механизмы потребительского поведения.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 509 с., 84*108/32, код 376968, ISBN 978-5-9916-2972-0*

Бакалавр. Базовый курс

## ПСИХОЛОГИЯ УПРАВЛЕНИЯ ПЕРСОНАЛОМ
### Учебник для бакалавров

*Гриф УМО ВО*

*Коноваленко В. А., кандидат психологических наук, доцент, заместитель декана факультета социальных технологий Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова. **Коноваленко М. Ю.**, кандидат психологических наук, доцент, заведующая кафедрой связей с общественностью и журналистики факультета социальных технологий Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова. **Соломанин А. А.**, предприниматель, соучредитель нескольких предприятий поставщиков услуг в сфере развития персонала, бизнес-тренер.*

Учебник дает цельное представление о сфере управления персоналом и способен оказать помощь в профессиональном росте тем, кто желает и готов подняться до уровня высококлассного управленца. В издании в доступной форме рассмотрены специфика использования теоретических основ и технологий психологии в управленческой практике, подходы к формированию и совершенствованию психологического климата и организационной культуры предприятия.

*М. : Издательство Юрайт, 2014 г., 477 с., 84*108/32, код 370075, ISBN 978-5-9916-2528-9*

# БИЗНЕС-ШКОЛА SRC

## SRC – это бизнес-семинары и тренинги в Москве
## SRC – всегда свежие и полезные знания!
## 12 лет безупречной репутации!

1 Вы держите в руках источник, подпитывающий и наполняющий реку ваших знаний. От того, **как удастся их применить по окончании вуза**, зависит, вольется ли эта река в морь бизнеса или увы... перебоинет не добравшись до цели.

2 Ведь не секрет, что в 9 случаях из 10 первые шаги на рабочем месте сопровождаются «шишками» и «граблями». **Молодому специалисту необходимо набраться опыта** и знаний из реального бизнеса, научиться применять полученные знания на практике.

3 А однажды наступает момент, когда ответы на накопленные вопросы нет времени искать и нащупывать в книгах. **Нужны готовые решения, при этом проверенные опытом.**

4 На помощь приходит **краткосрочное обучение у бизнес-практиков**. Прикладные знания и навыки от специалистов с 15-летним опытом работы в выбранной вами сфере можно получить на курсах, семинарах и тренингах в Бизнес-школе SRC.

5 **Бизнес-школа SRC входит в тройку ведущих провайдеров** услуг по обучению первобала. С 1998 года открытые семинары, тренинги и курсы Бизнес-школы SRC посетили более 30000 сотрудников высшего и среднего звена, а на 9000 предприятиях из 76 регионов России и стран СНГ. Из первой сотни крупнейших российских компаний ведущие заказчики 23 компании – наши постоянные клиенты.

6 Сегодня в активе Бизнес-школы SRC 26 спецкурсов, 130 программ открытых семинаров. **Лицензия Департамента образования** г. Москвы.

БИЗНЕС-ШКОЛА SRC

Теперь Вы знаете, где искать проверенные инструменты для Вашего успеха:

**Бизнес-школа SRC**

тел. +7 (495) 748-03-11/12/13

e-mail: info@src-master.ru http://www.src-master.ru

ЮРАЙТ

*книги для настоящих и будущих профессионалов*

# МЫ ПОВЫШАЕМ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ УРОВЕНЬ СПЕЦИАЛИСТОВ

**ЮРАЙТ ДЛЯ СТУДЕНТОВ**

Мы создаем учебники для бакалавров и магистров по новым образовательным стандартам третьего поколения. Наши учебники — КРЕПКИЙ ФУНДАМЕНТ ВАШЕЙ БУДУЩЕЙ КАРЬЕРЫ

**ЮРАЙТ ДЛЯ ПРЕПОДАВАТЕЛЕЙ**

Дидактический комплекс: учебники для студентов курса, рабочие тетради по дисциплине, практикумы, сборники задач, методические рекомендации для преподавателей, хрестоматии, пособия, дидактические материалы

**БАКАЛАВР**

**ЮРАЙТ ДЛЯ АВТОРОВ**

Высокие стандарты качества издания и актуализация текста, активное продвижение своих авторов по всей России и ближнему зарубежью

**МАГИСТР**

**ДЛЯ МАГАЗИНОВ И КОМПАНИЙ-ПАРТНЕРОВ**

Учебники рекомендованы Министерством образования и науки РФ и Учебно-методическим объединением

**ЮРАЙТ ДЛЯ БИБЛИОТЕК**

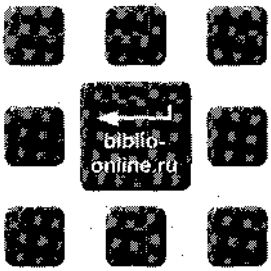
Сотрудничество с ЮРАЙТОМ – всегда выгодное партнерство...

По вопросам приобретения обращайтесь в книготорг «Юрайт»
по тел. (495) 744-0012; e-mail: sales@urait.ru; www.urait.ru,
а также в интернет-магазин www.urait-book.ru

# ЭЛЕКТРОННО-БИБЛИОТЕЧНАЯ СИСТЕМА «ЮРАЙТ»

## ПЛАТИТЬ ТОЛЬКО ЗА НЕОБХОДИМОЕ!

**www.biblio-online.ru**




### Что продаем?

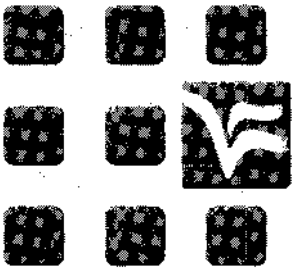
- **Учебники ведущих научных школ страны от издательства «Юрайт»**
- **Учебники других издательств**
- **Учебные материалы многих вузов страны**

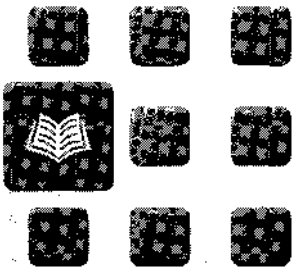
Широкий ассортимент учебных изданий!

### Сколько стоит?

- **Вы сами решаете – сколько наименований будет в вашей ЭБС «Юрайт»**
- **Вы сами выбираете количество доступов к книгам**
- **В 10 раз дешевле печатного издания**

Вы платите только за нужные книги!





### Почему именно наша ЭБС?

- **Сервисы для библиотек и преподавателей**
- **Передача данных в библиотечный каталог в формате RUSMARC**
- **Новинки и переиздания**
- **Доступ к архиву издательства**

Удобство и актуальность при использовании!

**(495) 744 00 12**
**vuz@urait.ru**

**Антонов Валерий Александрович**

кандидат экономических наук, доцент, профессор кафедры мировой экономики и управления внешнеэкономической деятельностью Института инновационного управления экономикой Государственного университета управления. Доктор экономики индустрии Германии.

# Международные валютно-кредитные и финансовые отношения

## Учебник и практикум

«Учебник имеет логически выдержанную, вполне обоснованную структуру. Написан экономически грамотным и легко воспринимаемым языком»

*М. И. Гельванковский*, доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой мировой экономики Российского государственного гуманитарного университета

«Учебник представляется исключительно необходимым и крайне востребованным учебным изданием»

*А. Н. Жилкина*, доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой корпоративных финансов и финансового инжиниринга Государственного университета управления

В учебнике освещены базовые концепции и инструменты, необходимые для понимания механизмов функционирования международных валютного, кредитного и финансового рынков в условиях осуществления конкретной валютной политики государства. Проблематика рассмотрения данных вопросов увязана с анализом роли финансовых инноваций на мировую экономику в условиях глобальной нестабильности.

Данный учебник объединяет раскрытие теоретических проблем международных финансов и валютных отношений с практикой валютного менеджмента, что особенно характерно для деятельности современного экономиста и финансиста.

Для закрепления теоретического материала каждая глава снабжена учебно-методическим комплексом, включающим вопросы для самоконтроля, практические задания, задачи, тесты, темы рефератов и курсовых работ.

**Новые издания и дополнительные материалы доступны в электронной библиотечной системе «Юрайт» biblio-online.ru**

ЮРАЙТ
издательство
biblio-online.ru

ISBN 978-5-9916-3097-9
9 785991 630979