

**Московский международный институт эконометрики,  
информатики, финансов и права**

---

**Моисеев С.Р.**

**Международные финансовые  
рынки и международные  
финансовые институты**

**Москва, 2003**

УДК 339.7  
ББК 65.268  
М 748

Моисеев С.Р. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты. / Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права. М., 2003 г. – 245 с.

© Моисеев С.Р., 2003

© Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права, 2003

## Содержание

<b>Цели и задачи дисциплины, ее место в учебном процессе.....</b>	<b>6</b>
<b>1. Роль международных финансовых рынков в мировой экономике.....</b>	<b>7</b>
1.1. Понятие международных финансовых рынков.....	7
1.2. Международное движение капитала: выгоды и недостатки .....	8
1.3. Глобализация и интернационализация финансовых рынков .....	10
1.4. Глобализация: миф или реальность?.....	17
<b>2. Балансы международных расчетов .....</b>	<b>26</b>
<b>3. Международная валютная система .....</b>	<b>33</b>
3.1. Понятие валютных отношений и валютной системы.....	33
3.2. Валютный курс и валютный рынок.....	34
3.3. Золото и его роль в международной валютной системе .....	44
<b>4. Эволюция международной валютной системы.....</b>	<b>47</b>
4.1. Золотой стандарт .....	47
4.2. Золотодевизный стандарт.....	54
4.3. Современная валютная система: ямайские соглашения .....	59
4.4. Европейский Валютный Союз .....	61
<b>5. Валютное регулирование.....</b>	<b>66</b>
5.1. Валютный контроль .....	67
5.2. Валютный контроль как реакция на недостатки режима валютного курса.....	70
5.3. Двойственная природа валютного контроля .....	73
5.4. Причины использования валютного контроля: прошлое и настоящее.....	76
<b>6. Контроль над движением капитала .....</b>	<b>79</b>
6.1. Цели контроля над движением капитала.....	81
6.2. Типы контроля над движением капитала .....	90
6.3. Направление контроля .....	92
<b>7. Оптимальные валютные зоны .....</b>	<b>97</b>
7.1. Валютная зона, её сущность и свойства .....	97
7.2. Критерии оптимальности валютной зоны .....	102
7.3. Асимметричные шоки.....	104
7.4. Эндогенная природа связей между критериями оптимальности.....	107
7.5. Участие в валютной зоне: преимущества и недостатки.....	108

<b>8. Политика валютного курса в развивающихся странах .....</b>	<b>113</b>
8.1. Развивающиеся страны: от фиксированного курса к плавающему.....	113
8.2. Выбор политики валютного курса.....	115
8.3. Конвертируемость по счету текущих операций и валютный курс .....	118
8.4. Денежные потоки и конвертируемость по счету движения капитала .....	120
8.5. Стабилизационные программы на базе валютного курса в 1990-х гг. ....	123
<b>9. Теория долларизации .....</b>	<b>127</b>
9.1. Валютная гегемония: официальная долларизация .....	127
9.2. Последствия денежного хаоса: неофициальная долларизация	136
<b>10. Анализ валютного кризиса .....</b>	<b>144</b>
10.1. Определение валютного кризиса.....	144
10.2. Модели валютного кризиса.....	146
10.3. Экономическая политика противостояния валютным кризисам.....	149
<b>11. Реформа глобальной финансовой архитектуры .....</b>	<b>158</b>
11.1. «Целевые зоны» Вильямсона.....	159
11.2. Координация экономической политики в условиях фиксированных валютных курсов .....	162
11.3. Таргетирование номинального дохода.....	163
11.4. Всемирный кредитор .....	165
11.5. Регулирование движения капитала .....	168
11.6. Координация кредиторов .....	171
<b>12. Еврорынок.....</b>	<b>175</b>
12.1. Теория и практика еврозаймов .....	175
12.2. Введение в рынок синдицированных кредитов.....	177
12.3. Синдикат кредиторов .....	178
12.4. Стоимость привлечения синдицированного кредита .....	179
12.5. Процедура синдикации.....	183
12.6. Тенденции развития на рынке еврокредитов.....	185
<b>13. Международный рынок долговых ценных бумаг.....</b>	<b>188</b>
13.1. Еврооблигации .....	188
13.2. Прочие евробумаги.....	192
13.3. Глобальные облигации .....	193
13.4. Порядок эмиссии еврооблигаций.....	198
13.5. Регулирование рынка евробумаг.....	199
13.6. Торговые системы.....	201

13.7.	Депозитарно-клиринговые системы .....	201
13.8.	Инвестиционные банки .....	204
<b>14.</b>	<b>Депозитарные расписки .....</b>	<b>213</b>
14.1.	Виды депозитарных расписок .....	214
14.2.	Уровни спонсируемых ADR .....	215
14.3.	Механизм действия .....	216
14.4.	Выпуск расписок .....	217
14.5.	Преимущества для инвесторов .....	218
14.6.	Преимущества для эмитента .....	219
14.7.	Роль американского депозитария .....	220
<b>15.</b>	<b>Мировой рынок финансовых дериватов .....</b>	<b>222</b>
15.1.	Введение в производные инструменты .....	222
15.2.	Структура рынка по базисным активам .....	224
15.3.	Биржевая и внебиржевая торговля .....	229
15.4.	Применение финансовых дериватов .....	231
15.5.	Финансовые дериваты в денежно-кредитной политике .....	233
<b>16.</b>	<b>Международные финансовые организации .....</b>	<b>235</b>
16.1.	Международный валютный фонд .....	237
16.2.	Группа Всемирного банка .....	238
<b>17.</b>	<b>Стратегия Всемирного банка в России (по материалам Всемирного банка) .....</b>	<b>242</b>

## Цели и задачи дисциплины, ее место в учебном процессе

Цель преподавания дисциплины состоит в формировании у студентов теоретических знаний в области функционирования международных финансовых рынков.

### Задачи курса.

В результате изучения данного курса студенты должны:

- знать историю возникновения, становления и развития международных финансовых рынков, знать ключевые международные финансовые институты, причины их возникновения, их сущность и роль в мировой экономике;
- знать современное состояние международных финансовых рынков;
- усвоить основные инструменты, доступные для участников рынков;
- распознавать отличия и сходства в способах деятельности участников рынков;
- уметь применять полученные знания для распознавания различных видов ценных бумаг, обращающихся на международных рынках;
- быть способным оценить пути снижения возможных рисков на рынках;
- усвоить структуру, механизм функционирования международных финансовых институтов;
- знать формы международного кредита;
- разбираться в основах международного кредитования России.

Данная дисциплина базируется на материалах курсов:

- макроэкономика
- история экономических учений
- мировая экономика
- рынок ценных бумаг
- финансы.

### Виды занятий

Изучение данной дисциплины включает курс лекций, семинары, самостоятельные занятия, использование материалов сети Интернет.

Активной формой обучения является дискуссия в течение семинаров с обсуждением избранной темы.

### Виды контроля:

- тестовые задания по темам
- контрольные работы
- подготовка докладов
- сдача зачета или экзамена.

# 1. Роль международных финансовых рынков в мировой экономике

## 1.1. Понятие международных финансовых рынков

По своей экономической сущности международный финансовый рынок представляет собой систему определенных отношений и своеобразный механизм сбора и перераспределения на конкурентной основе финансовых ресурсов между странами, регионами, отраслями и институциональными единицами.

С функциональной точки зрения под международным финансовым рынком можно понимать совокупность национальных и международных рынков, обеспечивающих направление, аккумуляцию и перераспределение денежных капиталов между субъектами рынка посредством финансовых учреждений для целей воспроизводства и достижения нормального соотношения между предложением и спросом на капитал.

Определить единую форму международного финансового рынка не представляется возможным, за исключением наиболее яркого его проявления – евrorынков, таких как рынка еврокредитов, рынка еврооблигаций, рынка евродепозитов, объединенных понятием евровалютного рынка.

Функции, выполняемые международным финансовым рынком, сходны с функциями кредита:

- перераспределение и перелив капитала;
- экономия издержек обращения;
- ускорение концентрации и централизации капитала;
- межвременная торговля, снижающая издержки экономических циклов;
- содействие процессу непрерывного воспроизводства.

Участники международного финансового рынка могут быть классифицированы по следующим основным признакам:

- характер участия субъекта в операциях (прямые и косвенные или непосредственные и опосредованные);
- цели и мотивы участия (хеджеры и спекулянты, трейдеры и арбитражеры);
- типы эмитентов (международные, национальные, региональные и муниципальные, квази-правительственные, частные);
- типы инвесторов и должников (частные и институциональные);
- страна происхождения субъекта (развитые страны, развивающиеся, переходные экономики, оффшорные центры, международные институты).

В экономической теории существует разделение международного финансового рынка на рынок денег и капиталов. Ссуда денег означает получение средств заемщиком для поддержания текущей ликвидности и покрытия дефицита кредиторской задолженности со сроком до одного

года. Ссуда капитала подразумевает получение средств заемщиком на долгосрочный период.

Современная структура международного финансового рынка представлена на схеме 1.

*Схема 1.*

### Структура международного финансового рынка



#### 1.2. Международное движение капитала: выгоды и недостатки

Уже длительное время экономисты спорят о выгодах от свободной мобильности капиталов. На теоретическом уровне обсуждение выстраивается вокруг вопроса: могут ли теоремы о выгодах от свободной международной торговли товарами и услугами также распространяться на международную торговлю финансовыми активами? Морис Обстфельд из Калифорнийского Университета и Кенет Рогофф из Принстонского Университета в своем фундаментальном учебнике представили, казалось бы, исчерпывающие аргументы в пользу того, что международный рынок ценных бумаг способствует межвременной торговле, которая приносит существенные выгоды экономикам разных стран.

Согласно традиционной точке зрения выгоды от свободной мобильности капиталов соответствуют выгодам от **межвременной торговли** (intertemporal trade), которая представляет собой обмен товаров и услуг на обязательства предоставить товары и услуги в будущем. Когда развивающиеся страны берут займы за рубежом для финансирования импорта оборудования, они участвуют во межвременной торговле. Страна, берущая заем, выигрывает от такого рода торговли, поскольку получает возможность осуществить инвестиционные проекты, которые невозможно профинансировать лишь за счет внутренних сбережений. Страна, предоставляющая заем, в свою очередь, тоже выигрывает, поскольку приобретает активы, приносящие больший доход, чем можно извлечь на национальном рынке. Кроме того, иностранные инвестиции сопровождаются «сопутствующими» выгодами, такими как трансферт новых технологий, повышение конкуренции на внутреннем рынке и т.д.



Участие во межвременной торговле объясняется, прежде всего, структурными особенностями экономики и общества. Например, в связи с тем, что в Японии население стареет быстрее, чем в США, для японских резидентов имеет смысл больше покупать американских активов, чем продавать США своих. Это позволяет японцам получать повышенные доходы после достижения пенсионного возраста, а американцам – заимствовать по более низкой процентной ставке. Другое преимущество свободной мобильности капиталов состоит в том, что она дает возможность избежать резких падений национального потребления из-за экономического спада или крупного стихийного бедствия. В периоды экономических потрясений страна вместо того, чтобы расходовать свои собственные сбережения, на временной основе привлекает сбережения других стран, продавая им свои активы или заимствуя за рубежом.

Ягдиш Бхадвати из Колумбийского Университета и Ричард Купер из Гарвардского Университета выдвинули контраргументы. По их мнению, в мире с неполной информацией свободная мобильность капитала усиливает уже существующие искажения в экономике. В основе этих искажений лежит **асимметричность информации**. Например, заемщик, получающий ссуду, обычно лучше кредитора осведомлен о риске, который сопутствует его инвестициям. Неполная информация порождает проблемы как до, так и после осуществления сделки. **Проблема ложного выбора** («неблагоприятного отбора», «негативной селекции» - adverse selection) порождается асимметричностью информации до проведения операции. Потенциальные заемщики, крайне ненадежные в кредитном отношении, чрезвычайно активно стремятся взять кредит и потому имеют больше шансов его получить. Парадокс ложного выбора состоит в том, что кредит, скорее всего, выдадут именно ненадежным заемщикам, в результате чего кредиторы будут стремиться не выдавать кредиты вообще, даже несмотря на наличие вполне надежных заемщиков. **Опасность недобросовестного поведения** («морального риска», «риска недобросовестного контрагента» - moral hazard) также порождается асимметричностью информации, но только после проведения операции. Она заключается в том, что заемщик после заключения контракта может заниматься такой деятельностью, которую кредитор посчитает нежелательной в силу высоких рисков. По этой причине кредиторы также будут стремиться не выдавать ссуды вообще. Все перечисленные недостатки способствуют тому, что свободная мобильность капитала закончится неэффективными инвестициями и финансовым кризисом системы. Именно из-за опасности потрясений правительства разных стран прибегают к контролю для ограничения негативных эффектов мобильности международного капитала.

### 1.3. Глобализация и интернационализация финансовых рынков

В финансовом сообществе уже ни у кого не вызывает сомнений тот факт, что мир все больше превращается в единый рынок. На протяжении двух последних десятилетий каждый мог наблюдать ускорение процесса глобализации финансовых рынков. Выражается это, прежде всего, в том, что международные финансовые рынки существенно расширились, а объемы сделок на валютном рынке и рынках капитала заметно возросли. Прогресс в информационных и телекоммуникационных технологиях, либерализация рынков капитала и разработка новых финансовых инструментов, безусловно, и дальше будут стимулировать рост международных потоков капитала, что ведет к расширению и повышению эффективности международных финансовых рынков.

Как это часто случается с быстро популяризирующимися терминами, определение глобализации не получило полную унификацию. Первыми о формировании глобального рынка начали говорить в Соединенных Штатах. Термин "глобализация" был предложен Т. Левиттом в 1983 году. Под этим словом он подразумевал феномен слияния рынков отдельных продуктов, производимых транснациональными корпорациями. Более широкое значение новому термину придали в Гарвардской школе бизнеса, а его главным популяризатором стал К. Омэ, который в 1990 году опубликовал книгу "Мир без границ". Как считает Омэ, состояние мировой экономики теперь определяется триадой, сформированной из Европейского Союза, Соединенных Штатов и Японии. Из-за роста глобального рынка экономический национализм отдельных государств, по его мнению, в настоящее время стал бессмысленным.

Несмотря на многочисленные попытки определиться с термином "глобализация", единое понимание этого процесса так и не было достигнуто. Под глобализацией экономики сейчас подразумевают целый ряд направлений: становление глобальных транснациональных корпораций, регионализацию экономики, интенсификацию мировой торговли, тенденции конвергенции и, наконец, финансовую глобализацию. В отечественной экономической науке тоже предпринимаются попытки разобраться с новым явлением. В частности, С. Долгов, автор книги "Глобализация экономики: новое слово или новое явление?", считает, что глобализация – *«по существу, то же самое, что уже давно называлось "интернационализацией хозяйственной жизни"»*. По его мнению, финансовая глобализация состоит в увеличении оборотов международных рынков капитала, появлении новых финансовых инструментов и росте возможностей для инвесторов и заемщиков. В основе его описания финансовой глобализации лежит анализ роста международных рынков капитала, таким образом, речь идет фактически о финансовой интернационализации.

Однако между интернационализацией и глобализацией имеются существенные различия. Интернационализация - это развитие устойчивых экономических связей между странами. Термин "интернационализация" в значительной степени относится к ситуации, когда происходит увеличение операций на внешних рынках, в то время как **"глобализация" означает все большую и большую интеграцию национальных экономик**, включая финансовые рынки, что, в конечном счете, ведет к созданию единого рынка. Например, если какая-либо страна принимает решение прибегнуть к специальным мерам, защищающим внутренний рынок, то в этих условиях интернационализация еще может развиваться, а глобализация - уже нет. Таким образом, интернационализация относится к расширению международных рынков, а глобализация - к созданию общего рынка без границ.

Что же является движущей силой глобализации? **В основе глобализации лежит международная деятельность транснациональных корпораций.** Финансовая глобализация же стала следствием международных инвестиций транснациональных корпораций. Это утверждение не утратило свою актуальность и сейчас. В исследовании Конференции ООН по торговле и развитию, опубликованном в 1997 году, говорится: *«Прямые иностранные инвестиции продолжают оставаться движущей силой процесса глобализации, характерной для современной международной экономики. Нынешний бум в сфере прямых иностранных инвестиций свидетельствует о все более важной роли, которую играют транснациональные корпорации в развитых и развивающихся странах».*

Первоначально финансовые рынки обслуживали, прежде всего, реальный сектор экономики: они помогали страховать потери корпораций от валютнообменного риска, финансировали краткосрочные операции и т.д. С течением времени, однако, **финансовые рынки стали приобретать самостоятельное значение.** Это преобразование привело к огромному количественному росту рынков и многократному увеличению возможностей извлечения прибыли от операций с финансовыми инструментами. К настоящему времени можно говорить уже о том, что на международном рынке не реальный сектор формирует финансовую сферу, а, наоборот, финансовые рынки зачастую определяют состояние реальной экономики. Действительно, когда только 10% ежедневных валютных операций обслуживают внешнюю торговлю, основное влияние на валютный курс оказывают не фундаментальные экономические факторы, а текущая конъюнктура финансовых рынков.

Подобная ситуация не сложилась бы, если национальные власти на макроэкономическом уровне не поддерживали финансовую глобализацию. Ведь **движение к общему рынку нуждается в**

**постоянном стимулировании:** устранении ограничений для иностранных инвестиций и международных финансовых операций. Что и происходит на протяжении последних двадцати лет и носит этот процесс название "**либерализация**". Благодаря проводимой многими государствами либерализационной политике национальные границы в значительной степени ослабли, и финансовые потоки хлынули в соседние страны. Именно благодаря либерализации в финансовой сфере основным признаком глобализации стало международное движение капитала.

Глобализация финансовых рынков характеризуется несколькими феноменами:

**1) Расширение валовых потоков капитала.** Валовые потоки капитала за последние десять лет существенно увеличились. Потоки капитала будут играть еще большую роль в мировой экономике, чем в настоящее время. В краткосрочном периоде подобное увеличение подвижности капиталов может стать причиной нестабильности мировой финансовой системы.

**2) Арбитраж процентной ставки.** В связи с тем, что международные потоки капитала становятся мобильнее, различие в процентных ставках на рынке должно становиться все менее и менее заметным.

**3) Синхронизация движения цен.** Усиление международного движения капитала и связанное с ним повышение эффективности арбитража процентной ставки ведут к одному очень важному следствию - синхронизации движения цен активов. В теоретическом плане благодаря синхронизации цен должно происходить постепенное ослабление международной диверсификации инвестиций. Синхронизация движения цен активов может привести к синхронизации экономических циклов в странах, являющимися основными участниками международного рынка.

### *1.3.1. Государство в меняющемся мире*

#### *Поведение правительств на глобальном рынке.*

Все описанные нами проблемы и следствия глобализации финансовых рынков касаются не столько частного сектора (хотя, безусловно, и его тоже), сколько органов, отвечающих за нормальное функционирование рыночных механизмов. Как известно, различные субъекты экономических отношений придерживаются не одинаковых стилей поведения на рынке. Частные рыночные участники в своем поведении вынуждены следовать жестким правилам и дисциплине глобального рынка, в то время как **государство, играющее особую роль в экономике, чаще всего отнюдь не следует рыночным принципам.** В не зависимости от того, является ли государство участником рынка или выступает в качестве стороннего арбитра, оно всегда присутствует на рынке. Эмиссия долговых обязательств,

операции на открытом рынке, управление общественными финансовыми институтами и пенсионными фондами - вот крайне неполный перечень действий, обозначающих присутствие государства на финансовом рынке. Помимо всего прочего, государство находится в самом центре экономических отношений - оно играет роль гаранта, обеспечивающего стабильность национальной финансовой системы. Именно это и является отправной точкой в дискуссии о поведении национальных правительств на глобальном рынке.

С одной стороны, глобализация дала возможность государству получить доступ на общий рынок финансовых ресурсов. В докладе секретариата UNCTAD, подготовленном к совещанию экспертов в рамках Комиссии по инвестициям, технологиям и связанном с ними финансовыми вопросами в мае 1998 года, говорится: *"интеграция стран с развивающимися рынками в глобальную финансовую систему может нести существенные выгоды. Она позволит этим странам привлекать из-за границы дополнительные ресурсы для финансирования инвестиций. Она способствует развитию внутренних финансовых институтов и рынков, улучшению финансового менеджмента..."*

Это, безусловно, позитивный аспект интеграционного процесса. Но с другой стороны, в условиях глобального рынка государство уже не может эффективно выполнять функции гаранта, поскольку оно может регулировать деятельность только национальных участников рынка. Государство фактически превращается в рядового участника глобального рынка, чьи обязательства (к которым можно причислить государственные ценные бумаги и валюту) котируются на рынке наряду с обязательствами частного сектора. **Глобальный рынок отслеживает поведение правительств**, точно так же, как он наблюдает за бухгалтерскими балансами крупнейших корпораций. Если национальное правительство демонстрирует успешные результаты своей работы, оно вознаграждается дополнительным объемом привлеченных инвестиций. Но как показывает практика, чаще всего подобные потоки капитала крайне нестабильны. Особенно это касается развивающихся стран и государств с переходной экономикой. Если инвесторы посчитают, что национальное правительство допустило уже достаточное количество ошибок, то капитал уходит из страны не меньшими темпами, чем приходил. В том же докладе UNCTAD далее говорится: *"Однако как показывает недавний опыт развивающихся стран, стремительная интеграция в глобальные финансовые рынки несет с собой риски финансовых кризисов"*. У всех еще свежи в памяти примеры валютного кризиса в Мексике 1994 года и в странах Юго-Восточной Азии в 1997-98 годах.

### *Центральный банк в новой экономической среде*

Другим не менее важным государственным институтом, которого затрагивает глобализация, является центральный банк. Ведь это его политика определяет состояние внутреннего финансового рынка. В национальных экономиках центральным банкам вменяется в обязанность решение целого ряда разнообразных задач. Это может быть и обеспечение устойчивого экономического роста, и поддержание оптимальной окружающей экономической среды, но чаще всего - сохранение внешней и внутренней стабильности национальной денежной единицы. Чтобы выполнить данный ему наказ, центральный банк придерживается определенной денежно-кредитной политики, отслеживает состояние расчетных и платежных систем и стремится предотвратить системные риски, выступая в качестве кредитора последней инстанции. В конечном счете, центральный банк глубоко вовлечен в процесс надзора за частными финансовыми учреждениями. Эти основные обязанности центрального банка остались неизменными и с наступлением эры финансовой глобализации.

Однако, с образованием глобального рынка, экономическая среда, в которой действовали центральные банки, заметно поменяла свою структуру. **Деятельность финансовых учреждений, с которыми имеют дело центральные банки, приобрела глобальный, общемировой характер, в то время как центральные банки остались институтами внутреннего рынка.** Еще в 1969 году нобелевский лауреат по экономике Джон Р. Хикс, обратил внимание на появление этого дуализма: *«Только в национальной экономике, являющейся в значительной степени обособленной, национальный центральный банк может быть настоящим центральным банком; с развитием мирового рынка и (особенно) международных финансовых рынков национальные центральные банки сдвигаются вниз в иерархии, становясь простыми банками в мировой системе без приставки "центральный". Таким образом, проблема, которая была решена (частично) учреждением национальных центральных банков, вновь дала о себе знать. Она остается все еще не решенной (несмотря на наши попытки ее разрешить) на мировом уровне...».*

Для того чтобы продолжать эффективно выполнять свои задачи, центральные банки должны найти новые практически приемы работы, соответствующие глобальному рынку. Эти изменения в поведении центральных банков можно заметить уже сейчас. В ответ на глобализацию, центральные банки все чаще стали вносить коррективы в денежно-кредитную политику, надзор за финансовыми учреждениями и регулирование банковских операций, руководствуясь изменениями на международном рынке. Благодаря предпринимаемым центральными банками усилиям, общество стало больше внимания уделять их политике, что выразилось, например, в усилении независимости центральных банков во многих странах. Однако, проблема, касающаяся

роли центрального банка в достижении стабильности финансовой системы в условиях глобального рынка, так и осталась нерешенной. Финансовое сообщество еще не подошло к той стадии, которая позволила бы сформировать новое понимание глобального рыночного механизма.

Если рассматривать в этом контексте валютную политику, по всей видимости, можно говорить, что на сегодня существуют две основные модели построения мировой валютной системы: гегемония и многополюсный мир. После развала Бреттон-Вудской системы международное сообщество пришло к пониманию необходимости создания безусловного платежного средства, выступающего в качестве полноценных мировых денег. Первоначально предполагалось, что SDR и МВФ встанут в центре мировой валютной системы. Однако МВФ не сумел оправдать возлагавшиеся на него надежды. Господство в валютной сфере так и осталось за долларом США. Тем не менее, это господство не постоянно: **природа валютной гегемонии такова, что центры системы периодически смещаются в силу неравномерности экономического развития.** И ближайшим конкурентом доллару при всех своих недостатках является единая европейская валюта.

На сегодня все более тревожнее звучат вопросы: может ли ФРС выступать в роли международного кредитора последней инстанции, а доллар в качестве мировой валюты, когда США обладают не самым идеальным платежным балансом и государственным долгом, а международные рынки безостановочно сотрясают кризисы? Если да, то нет никаких оснований для опасений по поводу стабильности глобальной финансовой системы. Однако следует учесть одно важное обстоятельство - роль лидера не проходит бесследно. Эмитент резервной валюты должен брать на себя ряд обязательств по поддержанию равномерного развития мирового рынка и иногда осуществлять крупные трансферты для покрытия диспропорций в развитии. То есть для сохранения лидирующего положения он должен уметь отказываться от своих преимуществ. А этого Соединенные Штаты делать как раз не собираются. Свидетельством тому выступает процесс долларизации Латинской Америки.

Уже неоднократно Аргентина, Сальвадор и Коста-Рика высказывали свое пожелание перейти на доллар в качестве своей национальной валюты. В начале 1999 года заместитель секретаря Казначейства США Лоуренс Саммерс заявил, что страна, претендующая на использование доллара США, должна быть готова к ограничению свободы проведения собственной денежно-кредитной политики, в частности, в отношении процентных ставок. Власти США не намерены ни брать на себя ответственность по надзору за банками этих стран, ни предоставлять этим банкам стабилизационные кредиты. Вашингтон оставляет за собой исключительное право в разработке денежно-кредитной политики, причем США не собираются принимать

во внимание экономические нужды других стран и не намерены предоставлять указанным странам даже право совещательного голоса в этих вопросах.

Другим вариантом построения международной валютной системы является многополюсный мир. Когда существует несколько "центров силы", **ведущие промышленные страны должны четко координировать свои действия**, проводимые в рамках национальной денежно-кредитной политики. Если говорить о валютной политике, одной из моделей взаимодействия денежных властей может быть введение "целевых зон" (target zones). В рамках механизма целевых зон устанавливается диапазон колебаний курсов ведущих резервных валют. Проект введения целевых зон между долларом, маркой и иеной обсуждается еще со времен Бреттон-Вудской системы, но до сих пор он так и не нашел своего реального воплощения. После того, как международные финансовые рынки стали сотрясаться под воздействием Азиатского кризиса, проект целевых зон вновь стал крайне актуальным.

Например, в Европе полагали, что к середине 1999 г. в мире сформируется новая финансовая система, в основе которой будет лежать механизм целевых зон. В январе 1999 г. японский и немецкий министры финансов предложили США организовать взаимную привязку курсов доллара, евро и иены. Однако министр финансов США Роберт Рубин и глава ФРС Алан Гринспен не только не отвергли это предложение, но и в целом высказались против введения ограничений на колебание американской валюты. По их мнению, подобные меры могут парализовать независимую денежно-кредитную политику США, направленную на борьбу с инфляцией и безработицей.

Поведение Соединенных Штатов вполне объяснимо, ведь если США согласятся на целевые зоны, это означает отказ от роли мирового лидера и раздел преимуществ, которые несет статус эмитента ключевой резервной валюты, между тремя равноправными центрами. Пока же США выгодно сохранять текущую ситуацию неопределенности, когда, несмотря на глобальные изменения финансовой системы и нарастающие периодические кризисы, они продолжают удерживать мировое лидерство.

Подобные провалы в создании новой финансовой системы, которая устроила бы основных участников международного рынка, постепенно приводят к тому, что **все больше число стран стремятся оградить себя от общего рынка, но при этом сохранить преимущества международной интеграции**. Свидетельством этого выступает процесс, получивший название "регионализация" (regionalization). Параллельно с глобализацией в мире наблюдается экономическая интеграция множества государств по региональному признаку: АСЕАН, МЕРКОСУР и т.д. Наиболее типичный пример - Европейский Валютный Союз, в рамках которого происходит расширение валютной зоны, говорящее о том, что региональное



экономическое пространство вышло за рамки государственных границ. По данным ГАТТ/ВТО к середине 1990-х гг. в мире насчитывалось более 30 интеграционных группировок различного типа (зоны свободной торговли, таможенные союзы, экономические союзы и т.д.). Регионализация отражает более глубокую интеграцию и связь реальной и финансовой сторон экономики по сравнению с глобализацией. Она, с одной стороны, стимулирует процессы экономической интеграции на местном уровне, но с другой стороны, усиливает обособленность отдельных экономических группировок. По всей видимости, регионализация будет развиваться параллельно с глобализацией, которая позволит соединить расширяющиеся региональные экономические зоны.

#### **1.4. Глобализация: миф или реальность?**

В течение двух последних десятилетий в мировой экономической среде произошли значительные изменения. Развитие международных рынков привело к тому, что мировая финансовая система стала функционировать на глобальном уровне. Возникла единая сеть, объединившая ведущие финансовые центры разных стран. Она связала такие широко известные центры как Нью-Йорк, Лондон, Токио, Франкфурт. Укрепление связей между этими центрами произвело настоящую революцию, следствием которой стала финансовая глобализация, т.е. превращение национальных рынков в единое общемировое пространство.

Глобализация финансовых рынков связана с устранением барьеров между внутренними и международными финансовыми рынками и развитием множественных связей между отдельными секторами. В идеале на глобальном уровне капитал должен свободно перемещаться с внутреннего на мировой финансовый рынок и наоборот. Теоретически можно предположить, что международный капитал должен стремиться туда, где доходы и производительность выше, чем на местном уровне. Исходя из этого следует ожидать, что мобильность международных капиталов будет возрастать до тех пор, пока мировая экономика не станет характеризоваться относительной равномерностью развития (что в ближайшие десятилетия крайне маловероятно). Традиционно экономисты предпочитают придерживаться точки зрения, что международное движение капиталов сегодня выше, чем когда-либо. Однако так ли это на самом деле? Результаты последних исследований, посвященных проблемам глобальной финансовой системы, позволяют сомневаться в том, что глобализация бизнеса и расширение потоков капитала действительно имеют место. Такой вывод можно сделать на основе трех интересных особенностей развития глобального рынка: феномена "домашнего смещения", парадокса Филдстайна-Хориока и наблюдений, показывающих низкий уровень международных нетто-потоков капитала.

### ***Феномен "домашнего смещения"***

Одной из этих особенностей является феномен "домашнего смещения" (home bias), широко обсуждаемый в международных научных кругах. Если основываться на идее о том, что диверсифицированный финансовый портфель ведет к большим ожидаемым доходам при том же уровне риска по сравнению с не диверсифицированным портфелем, международный финансовый портфель должен становиться все более диверсифицированным.

Модели выбора портфельных инвестиций, разработанные Марковицем и Тобином, лежат в основе всех современных моделей диверсификации рискованных активов. В пределах одного государства экономические явления и экономические переменные изменяются, главным образом, параллельно. Следовательно, международные доходы по акциям могут обладать высокой степенью корреляции. Это позволяет предположить, что на внутреннем рынке существует предел сокращения риска. Однако степень сокращения риска может быть значительно увеличена, если диверсификация осуществляется на международном рынке. Тем не менее, если обратить внимание на состояние существующих портфелей международных инвесторов, можно обнаружить, что они характеризуются значительным смещением в сторону внутренних активов по сравнению с оптимальным портфелем, рассчитанным по CAPM-модели. Кеннет Френч и Джеймс Потерба в 1991 году опубликовали первую статью о международной диверсификации, которая опрокинула привычные представления о мировом рынке капиталов. Ими была произведена оценка международных портфелей инвесторов из Японии, Соединенных Штатах и Великобритании на конец 1980-х годов.. Оказалось, что инвесторы предпочитают держать большую часть своих активов во внутренних финансовых инструментах. В составе американских портфелей акций национальные ценные бумаги занимают 94%. Японские инвесторы держат 98% своих средств в японских акциях. В то же самое время французские, немецкие и канадские инвесторы вложили в японские и американские акции не более 1% своих капиталов. Столь серьезный дисбаланс в аллокации финансовых ресурсов напрямую противоречит концепции международной диверсификации портфелей. Ведь если инвесторы стремятся застраховать специфические национальные риски, они должны включить в свои портфели большое количество международных бумаг. Однако даже с ростом международной диверсификации портфелей в середине 1990-х годов, когда в США начали свою деятельность взаимные глобальные инвестиционные фонды, перераспределение средств в пользу зарубежных активов так и не произошло. Согласно данным стран-участниц ОЭСР их валовые иностранные активы, включая акции и

другие ценные бумаги, составляют очень небольшую величину по отношению к совокупным внутренним финансовым сбережениям.

Что же может объяснить феномен "домашнего смещения"? Полного ответа на этот вопрос не знает никто. Частично феномен "домашнего смещения" может объяснять тот факт, что международные финансовые потоки преимущественно связаны с транснациональными корпорациями и отражают производственные операции за границей. По этой причине прямые иностранные инвестиции (и сопутствующие им краткосрочные портфельные вложения) являются, в основном, постоянными по объему. Другим объяснением может быть то, что инвесторы, скорее всего, предпочитают слишком не рисковать и вкладывать деньги за рубежом преимущественно в долговые обязательства, а не корпоративные бумаги. Кроме того, оценка оптимального портфеля является крайне неточной и может отражать сильный перекося аллокации инвестиций в пользу внутреннего производства.

Тем не менее, все эти объяснения не могут в полной мере раскрыть феномен "домашнего смещения". Согласно последним исследованиям, проведенным в 1990-х годах, международные инвесторы продолжают упускать широкие возможности финансовой диверсификации. По состоянию на 1998 год британские инвесторы в иностранных акциях держат 23% своих средств, немецкие – 18%, канадские – 12%, американские – 10% и японские – 5%. Как показывает динамика международной диверсификации, тенденция к увеличению доли вложений в иностранные активы остается крайне слабой.

По всей видимости, какие-то барьеры на пути международных инвестиций продолжают сдерживать глобализацию финансовых рынков. Можно даже попробовать предположить, что это за барьеры. Прежде всего, к ним следует отнести незнакомство с иностранными продуктами, компаниями, методами ведения бизнеса, стандартами учета и отчетности, политическими предпочтениями, государственным регулированием - словом, все то, что непосредственно влияет на предпринимательскую деятельность. Американский инвестор может, например, считать неперспективным вложения во французские предприятия, а расходы на получение достоверной информации о состоянии дел во Франции - слишком высокими.

В настоящее время в большинстве развитых стран действует множество фондовых бирж, где в листинг включены ценные бумаги зарубежных предприятий. Однако кроме Лондона активная торговля этими бумагами нигде не ведется. Основная часть торговли приходится, все же, на бумаги национальных предприятий. Например, на

Амстердамской фондовой бирже листинг делят ровно пополам внутренние и иностранные компании, и, тем не менее, 99% годового торгового оборота приходится на национальные бумаги.

Таким образом, феномен "домашнего смещения" продолжает существовать. В настоящее время на глобальном рынке проводится довольно плотный арбитраж на стандартизованных пакетах ценных бумагах, риски по которым хорошо известны, и, следовательно, легко хеджируемы. Но это означает, что рынок выбрал путь преимущественно безрисковой торговли, поскольку инвесторы не стремятся реализовать потенциал прибылей, кроющийся в новых секторах рынка. Хотя торговля более рискованными и менее однородными активами непрерывно растет, она остается в значительной степени неразвитой по сравнению с низко рискованными секторами рынка. Ведь если бы инвесторы чаще решались бы на чуть более рискованные инвестиции, то и феномен "домашнего смещения" не существовал бы.

### ***Парадокс Филдстайна-Хориока***

Другим интересным феноменом является "парадокс Филдстайна-Хориока" (Feldstein-Horioka paradox). Он затрагивает все ту же область поведения международных инвесторов, которую не может объяснить классическая теория. Мартин Филдстайн и Чарльз Хориока обратили внимание на тот факт, что беспрепятственное функционирование международного рынка капиталов позволяет внутренней норме инвестиций значительно отклоняться от нормы сбережений. В таком идеализированном мире сбережения вне зависимости от месторасположения должны искать пути своего наиболее эффективного использования на всем рынке. В то же самое время внутренние инвестиции не ограничиваются только национальными сбережениями, поскольку источником инвестиционных средств также будет и международный рынок капиталов.

Однако во многих странах со времен Второй Мировой войны разница между национальными сбережениями и инвестициями, т.е. баланс текущих операций не была слишком заметной (см. табл. 1 по состоянию на конец 1990-х годов). Страны, характеризовавшиеся высокой нормой сбережений, имеют также и высокую норму инвестиций. Отсюда Филдстайн и Хориока сделали вывод о низкой международной мобильности капиталов. По их мнению, мировой рынок капиталов не способствует получению странами долгосрочного выигрыша от межвременной торговли. Морис Обстфельд и Кеннет Рогофф в 2000 году перепроверили расчеты Филдстайна и Хориока применительно к 1990-97 годам. Если у Хориока с Филдстайном коэффициент корреляции оказался 0,89, то у Обстфельда и Рогоффа он

составил 0,60, что можно считать аргументом все еще против глобализации.

**Таблица 1.**

**Нормы сбережений и инвестиций в странах Большой семерки.**

Источник: Obstfeld M. and Rogoff K.

The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause?

*NBER Working Paper №7777, 2000.*

<b>Страна</b>	<b>Норма сбережений*</b>	<b>Норма инвестиций**</b>
США	0,15	0,17
Япония	0,33	0,30
Великобритания	0,14	0,15
Франция	0,20	0,19
Германия	0,21	0,22
Италия	0,19	0,19
Канада	0,16	0,18

\* Валовые национальные сбережения / ВВП.

\*\* Валовые инвестиции / ВВП.

Ключевая проблема аргументации Филдстайна-Хориоки заключается в том, что определить, недостаточен ли размер межвременной торговли, невозможно, не зная, существует ли неиспользованный выигрыш от торговли, а это требует большего знания реальной экономики, чем мы обычно обладаем. Например, сбережения и инвестиции могут, как правило, изменяться вместе просто потому, что факторы, увеличивающие норму сбережений, увеличивают также и норму инвестиций. Другое объяснение высокой корреляции между сбережениями и инвестициями состоит в том, что экономическая политика государства направлена на ликвидацию значительного дисбаланса счета текущих операций.

Тем не менее, если бы финансовые рынки были полностью объединены, вслед за ними во всем мире были бы объединены и сбережения. Теория предполагает, что избыточные внутренние сбережения должны направляться в страны, обеспечивающие наибольший доход и не существует никакой корреляции между внутренними сбережениями и внутренними инвестициями. Однако исследования обнаружили высокую корреляцию между внутренними сбережениями и инвестициями, что опровергает утверждения о финансовой интеграции рынков. Другими словами, исследователи парадокса Филдстайна-Хориока пришли к выводу, что рынки стремятся

не к экспорту избыточного капитала, а к поглощению излишка сбережений на внутреннем рынке.

### ***Международные нетто-потоки капитала***

Международные потоки капитала являются одним из главных индикаторов глобализации финансовых рынков. В системе национальных счетов, счет текущих операций платежного баланса соответствует разнице между валовыми национальными сбережениями и инвестициями. Дефицит счета по текущим операциям означает нехватку внутренних сбережений, которая финансируется притоком чистых сбережений из-за границы. Подобная структура платежного баланса позволяет рассматривать динамику сальдо счета текущих операций как международную мобильность капитала. Согласно исследованиям, проведенным Обстфельдом и Тейлором в 1997 году, средний размер чистых международных потоков капитала промышленно развитых стран, равный отношению счета по текущим операциям к номинальному ВВП, в среднем составлял более 3% накануне Первой Мировой войны. В отдельные периоды времени показатель международной мобильности капитала достигал 4-5%. В 1920-х, 1930-х годах, и в период функционирования Бреттон-Вудской системы в 1950-е и 1960-е годы, это отношение снижалось. С момента перехода к режиму плавающих валютных курсов в 1970-х годах, показатель мобильности капитала равномерно увеличивался до 3% и остался приблизительно на том же уровне, что и в период Первой Мировой войны.

Подобные изменения в чистых международных потоках капитала были тесно связаны с выбором целей макроэкономической политики: стабильностью валютного курса, устойчивостью внутренней хозяйственной деятельности или свободным движением капитала. Как известно, страна может одновременно достигнуть только двух из трех вышеупомянутых целей. В течение периода до Первой Мировой войны, индустриальные страны, сделали выбор в пользу стабильности валютных курсов и свободного движения капитала в условиях золотого стандарта. За этот период времени финансовые рынки продемонстрировали высокую международную мобильность. Во время функционирования Бреттон-Вудской системы промышленно развитые страны, напротив, сделали своей главной целью независимую денежно-кредитную политику и твердые валютные курсы в ущерб международной подвижности капитала. В результате, мобильность капитала в течение этого времени была крайне низкой. С переходом к плавающим валютным курсам, после краха Бреттон-Вудской системы, во главу угла были поставлены стабильность внутренней экономики и свобода движения капитала, в результате чего подвижность капитала постепенно вновь начала увеличиваться. Даже с учетом того, что сбережения и инвестиции в индустриально развитых странах

колеблются по различным причинам, наблюдаемый в настоящее время уровень чистых потоков капитала противоречит концепции растущей финансовой глобализации (см. табл. 2).

*Таблица 2.*

**Размеры нетто-потоков капитала с 1870 по 1996 гг. стран  
Большой семерки,**

абсолютная величина счета текущих операций платежного баланса  
по отношению к ВВП, %.

Источник: Obstfeld Maurice. The Global Capital Market: Benefactor  
or Menace? -

University of California, Berkeley, 1998.

Период	Канада	Франци я	Германи я	Италия	Япония	Великоб- ритания	США	Всег о
1870-89	7,0	2,4	1,7	1,2	0,6	4,6	0,7	3,7
1890- 1913	7,0	1,3	1,5	1,8	2,4	4,6	1,0	3,3
1914-18	3,6	-	-	11,6	6,8	3,1	4,1	5,1
1919-26	2,5	2,8	2,4	4,2	2,1	2,7	1,7	3,1
1927-31	2,7	1,4	2,0	1,5	0,6	1,9	0,7	2,1
1932-39	2,6	1,0	0,6	0,7	1,0	1,1	0,4	1,2
1940-46	3,3	-	-	3,4	1,0	7,2	1,1	3,2
1947-59	2,3	1,5	2,0	1,4	1,3	1,2	0,6	1,9
1960-73	1,2	0,6	1,0	2,1	1,0	0,8	0,5	1,3
1974-89	1,7	0,8	2,1	1,3	1,8	1,5	1,4	2,2
1989-96	4,0	0,7	2,7	1,6	2,1	2,6	1,2	2,3

***Реальность глобализации: трансферт рисков через финансовые дериваты***

Как свидетельствуют описанные феномены финансовой глобализации, институциональные инвесторы отнюдь не стремятся освоить просторы мирового рынка. На пути международного инвестирования стоят барьеры государственного регулирования, издержки инвестирования, недостаток информации и, на управленческом уровне, инерция и консерватизм менеджмента. Инерция и консерватизм появляются, когда фактические затраты, которые фирма несет при изменении объекта инвестирования, могут превышать прогнозное значение прибыли. Тем самым национальные границы могут серьезно препятствовать международному движению капитала, поскольку реальные преимущества международного инвестирования, по

всей видимости, не столь велики, как это принято полагать. В то же время затраты и риски международного инвестирования, очевидно, настолько существенны, что фактически нивелируют стимулы для международной диверсификации портфеля.

Однако все ли действительно настолько плохо, что финансовая глобализация является мифом, выдуманным экономическими теоретиками? Ответ на этот вопрос может подсказать еще один интересный феномен становления глобального рынка - диспропорция развития в пользу производных финансовых инструментов. Ни для кого не является секретом тот факт, что за последние годы произошло резкое увеличение международных финансовых операций в области забалансовых сделок. Сейчас даже стоит вопрос о необходимости жесткого регулирования сделок с финансовыми дериватами. По данным Банка Международных Расчетов международные операции с дериватами составляют большую часть всего объема операций, проводимых финансовыми учреждениями как на национальном, так и на международном рынке. За последние пять лет мировой рынок финансовых дериватов вырос на более чем на 400%. **Номинальный объем заключенных контрактов на внебиржевом и биржевом рынке достиг \$107 трлн., а среднедневной оборот рынка составляет \$3 трлн.** О диспропорции развития международных операций неуклонно свидетельствует статистика. По данным МВФ в 1990-х годах экспорт товаров в среднем составлял \$5 трлн. в год, экспорт услуг - \$1,2 трлн. в год, прямые инвестиции - \$300 млрд. в год, портфельные инвестиции - \$412 млрд. в год. Согласно отчету Банка Международных Расчетов за 2000 год ежегодно в мире эмитируется облигаций на сумму \$5,3 трлн. и выдается банковских ссуд на \$9,8 трлн. (при чем из них \$5,7 трлн. приходится на межбанковский рынок). Статистика Международной Федерации Фондовых Бирж также говорит о бесспорном лидерстве глобального рынка финансовых дериватов по сравнению с национальными фондовыми рынками. Первая десятка ведущих фондовых рынков по общей капитализации уступает глобальному рынку производных инструментов. Например, капитализация NYSE не превышает \$10 трлн., Nasdaq и TSE - \$4 трлн., LSE - \$3 трлн. и т.д. Всего же суммарная капитализация первой десятки ведущих фондовых рынков не дотягивает и до \$30 трлн. Итак, **финансовые дериваты являются локомотивом глобального рынка и составляют его основу, во много крат обгоняя все другие международные и национальные рынки.**



В чем же причина успеха финансовых дериватов? Как известно, сделки с производными позволяют разделять риски, присущие лежащим в их основе финансовым активам, на составные части. Одновременно с этим они дают возможность перераспределять разложенные риски через синтетические инструменты, что позволяет торговать рисками отдельно от базисных активов. Тем самым можно сказать, что валовое увеличение международных финансовых операций имеет два аспекта. Во-первых, произошел рост мобильности сбережений, который привел к повышению эффективности распределения ресурсов во времени. Во-вторых, трансферт рисков через дериваты помогает сглаживать риски благодаря диверсификации, в результате чего международные операции с производными ценными бумагами увеличили эффективность трансферта рисков.

*В целом итог развития международных финансовых операций может быть сформулирован следующим образом. Международные финансовые сделки могут интерпретироваться как трансферт сбережений и (или) рисков от экономических агентов, обладающих избытком ресурсов, к тем, кто испытывает их дефицит. Сделки с дериватами позволяют выделять риск и передавать его другой стороне. С учетом того, что операции с дериватами составляют большую часть всего объема международных операций, развитие финансовой глобализации характеризуется в большей степени как увеличение международного трансферта рисков, чем потоков капитала.*

## 2. Балансы международных расчетов

Международные экономические отношения можно представить в статистическом виде через **балансы международных расчетов**. Они представляют собой соотношение денежных требований и обязательств, поступлений и платежей одной страны по отношению к другим странам. На международном уровне они показывают распределение национального дохода между странами. К основным видам балансов международных расчетов следует причислить:

- расчетный баланс;
- баланс международной задолженности;
- платежный баланс.

**Платежный баланс** является одним из главных инструментов макроэкономического анализа и прогнозирования. Данные платежного баланса показывают, как в течение определенного периода времени развиваются внешнеэкономические отношения, которые влияют на внутреннее производство, занятость, потребление и т.д. Согласно «Руководству по платежному балансу» МВФ он представляет собой статистический отчет, в котором в систематическом виде приводятся суммарные данные о внешнеэкономических операциях страны с другими странами за определенный период времени. Абстрактно говоря, платежный баланс отражает изменения в двух потоках:

- поток реальных ресурсов, т.е. внешнеторговый оборот;
- поток финансовых ресурсов, т.е. движение капитала.

Существует несколько основных принципов построения платежного баланса.

**1. Система двойной записи.** Платежный баланс построен на основе бухгалтерского учета. каждая операция отражается дважды – в кредите одного счета и дебете другого. Из этого следует, что сумма всех кредитовых проводок должна совпадать с суммой всех дебетовых проводок, а общее сальдо должно равняться нулю. Однако на практике нулевое сальдо никогда не достигается, т.к. данные об операциях берутся из разных источников, существуют мнимые сделки и т.д. Расхождение между суммами проводок называют чистыми ошибками и пропусками.

**2. Экономическая территория страны.** Это географическая территория, находящаяся под юрисдикцией правительства данной страны, в пределах которой могут свободно перемещаться рабочая сила, товары и капитал. Вовсе не обязательно, чтобы экономическая территория страны совпадала с территорией государства.

**3. Резиденты/нерезиденты.** Субъектами отношений при составлении платежного баланса выступают резиденты и нерезиденты. В основе их деления лежит общепризнанный в международном частном

праве критерий "**оседлости**". При определении круга физических лиц - резидентов принимается во внимание критерий постоянного места жительства, известный в международном частном праве как критерий "**домициляции**". Согласно российскому законодательству под термином "**резиденты**" понимаются:

- физические лица, имеющие постоянное местожительство в РФ, в том числе временно находящиеся за пределами РФ (экипажи самолетов, кораблей и других транспортных средств; строительные бригады, работающие временно в других странах и т.д.);

- юридические лица, созданные в соответствии с законодательством РФ, с местонахождением в РФ;

- предприятия и организации, не являющиеся юридическими лицами, созданные в соответствии с законодательством РФ, с местонахождением в РФ;

- дипломатические и иные официальные представительства Российской Федерации, находящиеся за пределами РФ;

- находящиеся за пределами РФ филиалы и представительства резидентов-юридических лиц, а также предприятий и организаций, не являющиеся юридическими лицами.

Соответственно, под термином "**нерезиденты**" понимаются все субъекты валютных отношений, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств, с местонахождением за пределами РФ; и физические лица, имеющие постоянное место жительства за границей, даже если они временно находятся на территории данной страны; а также находящиеся в ней иностранные дипломатические, торговые и прочие официальные представительства с дипломатическими привилегиями. Более широкая трактовка деления субъектов рынка на "резидентов" и "нерезидентов" дается в национальном счетоводстве, откуда для целей валютного регулирования эти категории и были первоначально позаимствованы. Согласно Системе Национальных Счетов **резидент** - это институциональная единица, центр экономического интереса которой находится на данной экономической территории, т. е. институциональная единица, которая занимается или собирается заниматься экономической деятельностью либо операциями в значительном масштабе в течение неопределенного или длительного периода времени (год и более). Другими словами, резиденты-предприятия, организации и домашние хозяйства, участвуют в экономической деятельности на экономической территории страны в течение длительного срока (не менее года), а также лица, проживающие на территории страны больше года. Резиденты-предприятия данной страны - это единицы, занятые производством на экономической территории данной страны, включая совместные, смешанные предприятия, филиалы зарубежных фирм и корпораций и т. д.

4. **Рыночная цена.** Это сумма денег, которую готов заплатить покупатель за приобретение товара или услуги у продавца, который

желал бы осуществить продажу за эту сумму при условии, что стороны являются независимыми, а в основе сделки лежат исключительно коммерческие соображения. В некоторых случаях рыночная цена отсутствует. Обычно это операции, в которых фигурируют бартер, принуждение (штрафы и санкции), сделки между аффилированными сторонами и т.д.

5. **Время регистрации.** Поскольку всякая операция в платежном балансе отражается в дебете и кредите, обе записи должны быть сделаны одновременно, в момент, когда экономические ценности создаются, преобразуются, обмениваются, передаются или ликвидируются. Если речь идет о финансовых требованиях или обязательствах, то фиксируется момент перехода прав собственности или время внесения записи в бухгалтерскую отчетность.

6. **Расчетная единица.** Во время составления платежного баланса необходимо использовать расчетную единицу, применяемую во внутренних расчетах и учете в стране. При пересчете платежного баланса в иностранную валюту следует опираться на валютный курс, реально действовавший на дату оставления искомого баланса.

Источниками информации для составления платежного баланса выступают:

- таможенная статистика;
- статистика денежного сектора;
- статистика внешнего долга;
- статистические обзоры по отраслям и секторам экономики;
- статистика операций с иностранной валютой.

Платежный баланс состоит из двух основных разделов: "платежный баланс по текущим операциям" (текущие валютные операции) и "баланс движения капитала" (валютные операции, связанные с движением капитала). Обычно текущие валютные операции осуществляются резидентами без ограничений. А валютные операции, связанные с движением капитала, осуществляются резидентами в порядке, устанавливаемом властями.

Согласно российскому законодательству **текущие валютные операции** включают в себя:

- переводы иностранной валюты для осуществления расчетов без отсрочки платежа по экспорту и импорту товаров (работ, услуг, результатов интеллектуальной деятельности), а также для осуществления расчетов, связанных с кредитованием экспортно-импортных операций на срок не более 90 дней;
- получение и предоставление финансовых кредитов на срок не более 180 дней;
- переводы процентов, дивидендов и иных доходов по вкладам, инвестициям, кредитам и прочим операциям, связанным с движением капитала;

- переводы неторгового характера, включая переводы сумм заработной платы, пенсии, алиментов, наследства, а также другие аналогичные операции.

**Валютные операции, связанные с движением капитала,** учитывают:

- прямые инвестиции, т.е. вложения в уставный капитал предприятия с целью извлечения дохода и получения прав на участие в управлении предприятием;
- портфельные инвестиции, т.е. приобретение ценных бумаг;
- переводы в оплату права собственности на здания, сооружения и иное имущество, включая землю и ее недра, относимое по законодательству страны его местонахождения к недвижимому имуществу, а также иных прав на недвижимость;
- предоставление и получение отсрочки платежа на срок более 90 дней по экспорту и импорту товаров (работ, услуг, результатов интеллектуальной деятельности);
- предоставление и получение финансовых кредитов на срок более 180 дней;
- все иные валютные операции, не являющиеся текущими валютными операциями.

Пример платежного баланса и его основных агрегатов представлен в табл. 3.

Резюмирует платежный баланс резервные активы – международные высоко ликвидные активы страны, которые находятся под прямым контролем денежных властей страны. Резервные активы используются для финансирования дефицита платежного баланса и регулирования валютного курса. Главный критерий отнесения финансового актива к категории «резервный актив» заключается в том, что денежные власти страны должны иметь над ним прямой контроль. К резервным активам причисляют, прежде всего, монетарное золото, СДР, резервную позицию в МВФ и т.д. Государства, сталкивающиеся к проблемами финансирования дефицита платежного баланса могут осуществить его «исключительно финансирование» посредством аннулирования внешнего долга, свопа долговых обязательств на долевые инструменты, займы на урегулирование платежного баланса, реструктуризация задолженности.

Таблица 3.

## Платежный баланс Российской Федерации за 1997-2000 годы

Нейтральное представление.

в млн. долларов США.

Источник: Банк России, 2001.

Статья	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
<b>Счет текущих операций</b>	<b>3 537</b>	<b>1 037</b>	<b>24 990</b>	<b>46342</b>
Товары и услуги	12 604	13 246	31 960	52904
<b>Товары</b>	<b>17 361</b>	<b>17 097</b>	<b>35 302</b>	<b>60703</b>
<i>Услуги</i>	-4 758	-3 851	-3 342	-7800
Доходы от инвестиций и оплата труда	-8 706	-11 801	-7 504	-6651
<i>Оплата труда</i>	-342	-164	260	268
<i>Доходы от инвестиций</i>	-8 364	-11 637	-7 764	-6919
Текущие трансферты	-360	-409	534	90
<b>Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами</b>	<b>5 471</b>	<b>7 926</b>	<b>-18 009</b>	<b>37000</b>
Счет операций с капиталом	-797	-382	-333	10955
Капитальные трансферты	-797	-382	-333	10955
Финансовый счет	6 268	8 309	-17 676	-47955
Прямые инвестиции	4 036	1 734	746	-346
<b>За границу</b>	<b>-2 603</b>	<b>-1 027</b>	<b>-2 144</b>	<b>-3050</b>
<i>В Россию</i>	<i>6 639</i>	<i>2 761</i>	<i>2 890</i>	<i>2704</i>
Портфельные инвестиции	45 807	8 620	-562	-10528
<b>Активы</b>	<b>-156</b>	<b>-256</b>	<b>254</b>	<b>-380</b>
<i>Обязательства</i>	<i>45 963</i>	<i>8 876</i>	<i>-815</i>	<i>-10148</i>
Прочие инвестиции	-41 619	-7 300	-15 907	-21087
<b>Активы</b>	<b>-26 618</b>	<b>-16 136</b>	<b>-15 120</b>	<b>-16993</b>
<i>Обязательства</i>	<i>-15 001</i>	<i>8 836</i>	<i>-787</i>	<i>-4094</i>
Резервные активы	-1 936	5 305	-1 778	-16010
Поправка к резервным активам*	-20	-50	-176	17
Чистые ошибки и пропуски	-9 008	-8 963	-6 981	-9342
<b>Общее сальдо</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

\*В статистике чистых международных резервов Российской Федерации в состав валютных резервов включаются ликвидные активы Банка России и Минфина России в банках-резидентах, что не соответствует методологии составления платежного баланса. В связи с этим к статье "резервные активы" введена условная поправка.

**Расчетный баланс** – это соотношение денежных требований и обязательств данной страны по отношению к другим странам, возникающим в результате ее экономических и иных связей с другими странами. Требования появляются как следствие экспорта товаров и услуг, предоставления кредитов, а обязательства – как следствие импорта и получения иностранных кредитов. Расчетные балансы могут быть за определенный период или на конкретную дату. Активные статьи баланса международных расчетов показывают сумму новых требований данной страны к иным государствам и произведенные ею инвестиции за рубежом. Аналогично, пассивные статьи отражают возникновение обязательств этой страны по кредитам и инвестициям других государств. Активное сальдо баланса международных расчетов означает, что страна больше предоставила, чем привлекла кредитов и инвестиций. В будущем она получит нетто-поступления. Пассивное сальдо говорит о том, что страна является международным должником. Величина пассивного сальдо характеризует размер ее будущих нетто-платежей другим странам.

**Баланс международной задолженности** – это баланс страны, включающий в себя все имеющиеся на конкретную дату денежные и имущественные требования по отношению к другим странам независимо от времени и сроков погашения. Иногда баланс международной задолженности называют «балансом международных инвестиций». Благодаря ему можно рассчитать чистую международную инвестиционную позицию страны или регионы (см., например, инвестиционную позицию еврозоны, табл. 4). она характеризует сальдо требований по отношению к другим странам.

Таблица 4.

**Чистая международная инвестиционная позиция стран  
зоны евро,**  
в млрд. евро.

Источник: Monthly Bulletin. ЕСВ, April 2000.

Статья		1998 год	1997 год
<b>Прямые инвестиции</b>			
	Акции	175,4	129,9
	Другие инструменты участия в капитале	-10,8	-15,5
	<b>Всего</b>	<b>164,6</b>	<b>114,4</b>
<b>Портфельные инвестиции</b>			
	Долевые ценные бумаги	-475,5	-361,8
	Долговые инструменты		
	<i>Облигации и ноты</i>	-125,5	-210,7
	<i>Инструменты денежного рынка</i>	-8,2	-27,0
	<b>Всего</b>	<b>-609,2</b>	<b>-599,6</b>
<b>Финансовые дериваты</b>		<b>-3,6</b>	<b>-5,7</b>
<b>Другие инвестиции</b>			
	Торговые кредиты	86,5	80,0
	Наличные средства, ссуды и вклады	-172,2	0,4
	Другие активы или обязательства	71,9	89,3
	<b>Всего</b>	<b>-13,8</b>	<b>169,8</b>
<b>Резервные активы</b>		<b>329,4</b>	<b>363,3</b>
<b>Итого</b>		<b>-132,4</b>	<b>42,2</b>

Анализ международных балансов включает в себя две позиции: (1) изучение взаимосвязи между структурой экономики и структурой платежного баланса, а также (2) исследования того, как в платежном балансе отражаются характеристики проводимых операций. Участники финансовых рынков используют данные международных балансов для нескольких целей анализа:

- оценка кредитоспособности страны и рисков на внутреннем рынке;
- анализ тенденций экономического развития страны, прежде всего, экономического цикла;
- составления прогнозов динамики валютного курса;
- предсказание дальнейшей политики правительства и центрального банка.



### 3. Международная валютная система

#### 3.1. Понятие валютных отношений и валютной системы

Международные валютные отношения относятся к теории международных экономических отношений. Что же собой представляет теория международных экономических отношений? В ее предмет входит изучение двух основных компонент – самих международных экономических отношений и механизма их функционирования. Международные экономические отношения составляют сложную систему экономических отношений между отдельными странами, их объединениями и институциональными единицами в мировой экономике. В механизм экономических отношений входят правовые нормы и инструменты их реализации, международные институты, способствующие развитию международных экономических отношений и т.д. Можно выделить определенную структуру международных экономических отношений:

- международное разделение труда;
- международная торговля;
- международное движение факторов производства;
- международные валютно-финансовые и кредитные отношения;
- международная экономическая интеграция, интернационализация и глобализация.

Таким образом, международные валютные отношения являются собой одну из составляющих международных экономических отношений и форму экономических отношений в целом.

**Международная валютная система** (international monetary system) представляет собой закрепленную в международных соглашениях форму организации валютных отношений, функционирующих самостоятельно или обслуживающих международное движение товаров и факторов производства. **Валютные отношения** (monetary relations), в свою очередь, составляют совокупность институтов, договоров и правил поведения, определяющих способы международных расчетов. Валютная система состоит из ряда элементов. Этими элементами выступают национальные валюты, условия их обращения, валютные курсы, а также внутренние и внешние (международные) механизмы регулирования валютных курсов. В зависимости от того, что ставить во главу угла, например, валютный курс или форму международных резервов, можно создавать различные классификации международных валютных систем. Если использовать классификацию по типу валютных курсов, то в мире существует большой спектр режимов валютного курса, начиная от системы жестко фиксированного обменного курса и заканчивая его свободным плаванием. При составлении классификации по виду используемых

резервов можно различить золотой стандарт, золотодевизный стандарт и девизный (фидуциарный) стандарт. Предложенную типологию можно объединить различными способами. Например, золотой стандарт является ни чем иным как системой фиксированного обменного курса валют. Режим свободно плавающего валютного курса не требует накопления валютных резервов (т.е. создания обеспечения), что соответствует определению фидуциарного стандарта.

Международная валютная система в некоторой степени схожа с национальной денежной системой страны. Последняя предусматривает выполнение функций средства обращения, сбережения и единицы измерения. Международная валютная система выполняет аналогичные функции. Однако отличием является то, что международные платежи обычно предполагают наличие операций с иностранной валютой как минимум для одной из сторон, участвующих в сделке. Это отличие позволяет выделить некоторые ключевые требования, необходимые для успешного функционирования международной валютной системы.

- **Адаптация** (регулирование, выравнивание, корректировка), которая характеризует длительность процесса устранения неравновесия платежного баланса. Высоко эффективная международная валютная система должна минимизировать издержки при устранении платежного дисбаланса за предельно короткий период времени.

- **Ликвидность** подразумевает наличие достаточного объема международных резервных активов для устранения неравновесия платежного баланса. Ликвидность должна быть такой, чтобы страны могли быстро скорректировать дисбаланс без экономического спада, инфляции или роста безработицы.

- **Доверие** означает безраздельную уверенность субъектов международных экономических отношений в том, что валютная система функционирует адекватно поставленным перед ней задачам, и в том, что международные резервные активы не обесцениваются, сохраняя свою относительную и реальную стоимость.

Далее мы коротко рассмотрим основные валютные понятия и этапы развития международной валютной системы.

### **3.2. Валютный курс и валютный рынок**

**Валютой** (currency) является любой товар, выполняющий функции денег на международном уровне. Можно различать несколько видов валют:

**Национальная** или **внутренняя валюта** (national or internal currency) – законное платежное средство на территории выпускающей его страны.

**Иностранная** или **внешняя валюта** (foreign or external currency) - законное платежное средство других стран, легально или нелегально используемое на территории страны.

**Резервная валюта** (reserve currency) – валюта, в которой выражается номинал ликвидных международных резервов страны, которые используются для покрытия отрицательного сальдо платежного баланса.

**Свободно используемая валюта** (freely usable currency) – валюта, имеющая широкое хождение в качестве средства платежа и единицы стоимости в международных операциях.

**Твердая валюта** (hard currency) - валюта, ожидаемый курс которой остается стабильным или постепенно увеличивается по отношению к другим валютам.

**Мягкая валюта** (soft currency) - валюта, чей курс хронически нестабилен или перманентно снижается по отношению к твердым валютам. Для мягких валют характерна неполная конвертируемость.

**Валютный курс** (exchange rate) представляет собой цену национальной валюты, выраженную в иностранной валюте. Валютный курс оказывает огромное влияние на валютнообменные операции, международную торговлю и инвестиции – словом все то, что связывает национальную экономику с общемировым рынком. Валютный курс занимает центральное место в денежно-кредитной политике: он может использоваться как целевой ориентир, инструмент политики или просто экономический показатель. Роль валютного курса во многом определяется типом выбранной денежно-кредитной политики.

**Валютный курс как экономический показатель.** Валютный курс позволяет рассчитать цену экспорта или импорта, а также объем международных инвестиций во внутренней валюте. На макроэкономическом уровне валютный курс связан с инфляцией и рядом других показателей, например издержками, которые необходимо оценить для проведения международных сопоставлений. Тем самым валютный курс может служить индикатором внешней конкурентоспособности и показывать, в каком направлении следует корректировать платежный баланс страны. На прежде всего, валютный курс является денежным показателем. Он сигнализирует рынку о проводимых мерах денежно-кредитной политики. Например, в отсутствие любых других изменений в экономической среде обесценение валюты может говорить о слабой денежно-кредитной политике по сравнению с денежно-кредитной политикой других стран.

**Валютный курс как целевой ориентир или инструмент.** Валютный курс может выступать в качестве целевого ориентира проводимой экономической политики. Государство в состоянии активно управлять валютным курсом, также как и другими компонентами денежно-кредитной политики для достижения желаемых результатов в области инфляции, реального сектора или платежного баланса. В рыночной экономике валютным курсом невозможно напрямую манипулировать. Это коренным образом его отличает от других денежных показателей, таких как денежные агрегаты, ликвидность в

банковской системе или процентные ставки. В краткосрочном периоде валютный курс влияет на реальную экономику и платежный баланс страны. А в долгосрочном периоде его влияние в определенной степени может быть нейтрализовано ответным движением внутренних цен в ответ на изменение валютного курса. Длительность и синхронность обратной связи между валютным курсом и ценами является предметом для теоретических дискуссий и прикладных исследований. В идеальном случае при наличии полной и абсолютной связи между валютным курсом и внутренними ценами власти не в состоянии управлять реальным валютным курсом. Такой точки зрения придерживаются монетаристы, которые полагают, что денежно-кредитная политика не способна влиять на реальную экономику в долгосрочном периоде. Данный постулат, несмотря на его спорность, оказал серьезное влияние на развитие денежно-кредитной политики многих стран в последние десятилетия.

**Конвертируемость, обратимость, конвертабельность** (convertibility) – способность резидентов и нерезидентов безо всяких ограничений обменивать национальную валюту на иностранную и использовать иностранную валюту для операций с любыми видами активов. В научной литературе и международной практике сложилась достаточно четкая классификация форм обратимости валют. Эта классификация графически проиллюстрирована схемой 2. Согласно определению ведущего международного специалиста в области валютных отношений, профессора Стэнфордского Университета Рональда МакКинона, валюта является конвертируемой, если: *«граждане данной страны, желающие купить заграничные товары или услуги, не подверженные особым ограничениям, могут свободно продать местную валюту на едином рынке в обмен на иностранную по унифицированному курсу, который применяется ко всем текущим операциям, включая нормальный торговый кредит; тогда как иностранцы, имеющие средства в местной валюте, полученной от текущих операций, могут продать их по тому же самому курсу или свободно приобрести местные товары по преобладающим ценам в этой валюте».*

**Конвертируемость для текущих операций** (current account convertibility) – отсутствие ограничений на платежи и трансферты, учитываемые на счете текущих операций платежного баланса.

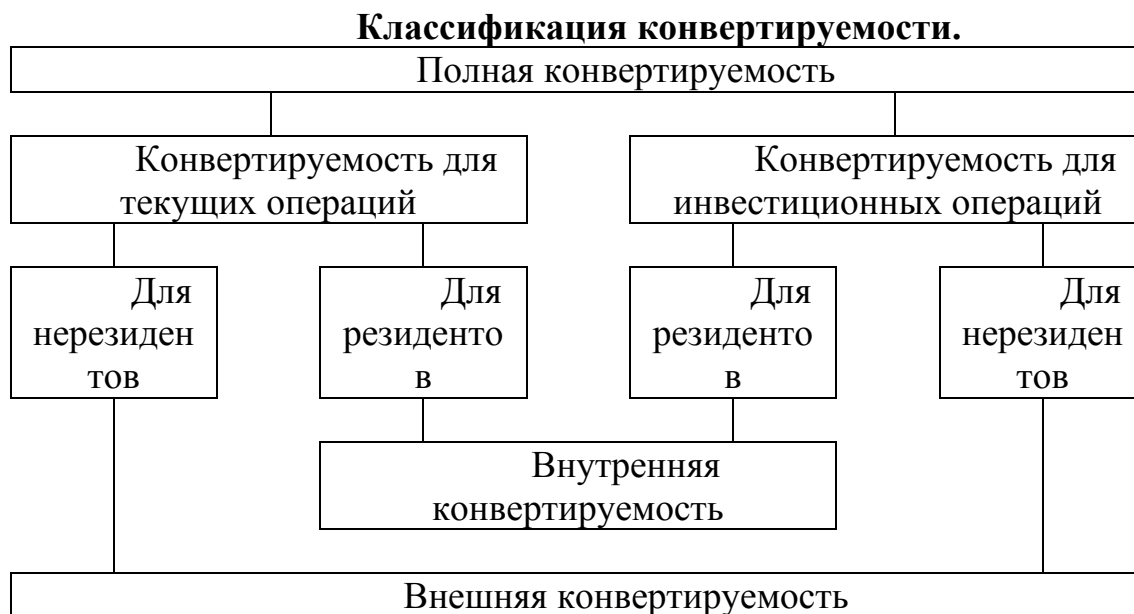
**Конвертируемость для капитальных или инвестиционных операций** (capital account convertibility) – отсутствие ограничений на платежи и трансферты, учитываемые на счете операций платежного баланса, связанных с движением капитала.

**Полная конвертируемость** (full convertibility) – отсутствие любого контроля как по счету текущих операций, так и по счету движения капитала платежного баланса.

**Внутренняя конвертируемость** (internal convertibility) – право резидентов совершать операции на внутреннем рынке с иностранной валютой, а также активами в иностранной валюте.

**Внешняя конвертируемость** (external convertibility) – право резидентов совершать с нерезидентами операции с иностранной валютой, а также активами в иностранной валюте.

Схема 2.



**Валютный рынок** (Foreign Exchange Market, FOREX) представляет собой совокупность конверсионных и кредитно-депозитных операций в иностранных валютах, проводимых участниками валютного рынка по рыночному курсу или рыночной процентной ставке.

**Валютные операции** – это контракты участников валютного рынка на куплю-продажу, по расчетам и предоставлению в ссуду иностранной валюты на определенных условиях. Текущие конверсионные операции и текущие кредитно-депозитных операции занимают основную долю валютных операций в целом. Конверсионные операции осуществляются в некоторый момент времени, тогда как кредитно-депозитные операции имеют разную срочность и делятся во времени.

**Валютная котировка** (currency quotation) - определение валютного курса на основе рыночного механизма. Возможно использование двух методов валютной котировки – прямая и косвенная котировка.

**Прямая котировка** – количество национальной валюты за единицу иностранной.

**Косвенная (обратная) котировка** - количество иностранной валюты за единицу национальной. Косвенная котировка является величиной обратной к прямой котировке.

**Кросс-котировка** – выражение курсов двух валют друг к другу через курс каждой из них по отношению к третьей валюте, обычно доллару США.

**Спот-курс (spot rate)** – курс, по которому обмениваются валюты в течение не более чем двух дней с момента заключения сделки.

**Форвардный курс (forward rate)** – курс, по которому обмениваются валюты на намеченную дату в будущем, но более чем через три дня с момента заключения сделки.

На практике для оценки экономического развития страны используется несколько расчетных разновидностей валютного курса. Прежде всего, речь идет о номинальных и реальных величинах. Номинальные показатели измеряют экономические величины в текущих ценах, а реальные – в постоянных сравнимых ценах. Различают номинальный и реальный валютный курс. Под номинальным валютным курсом (nominal exchange rate) обычно понимают цену одной валюты, измеренную в единицах другой:

$$E_n = C_f / C_d,$$

где  $E_n$  - номинальный валютный курс,

$C_f$  – иностранная валюта,

$C_d$  – национальная валюта.

Определение номинального валютного курса соответствует простому определению валютного курса. Реальный валютный курс (real exchange rate) - номинальный валютный курс, рассчитанный с учетом изменения уровня цен в обеих странах:

$$E_r = E_n \times P_f / P_d,$$

где  $E_r$  - реальный валютный курс,

$P_f$  – индекс цен за рубежом,

$P_d$  – внутренний индекс цен.

Иначе говоря, реальный валютный курс показывает соотношение цены потребительской корзины за рубежом и на внутреннем рынке. Если темп инфляции в стране превышает темпы инфляции за рубежом, то реальный курс национальной валюты будет превышать номинальный валютный курс.

Традиционно выделяется несколько **крупнейших валютных рынков** по территориальному критерию:

- европейский валютный рынок;
- североамериканский валютный рынок;
- дальневосточный валютный рынок.

На каждом рынке существует один или несколько **финансовых центров**, на которые приходится наибольший объем операций:

европейский рынок – Лондон, Цюрих, Франкфурт-на-Майне, Париж, Милан;

североамериканский рынок – Нью-Йорк;

дальневосточный рынок – Токио, Сингапур, Гонконг.

К основным участникам валютного рынка можно отнести несколько институтов:

- **коммерческие банки.** Банки осуществляют основной объем операций. Банки ведут счета другие участники рынка и нередко осуществляют через них свои операции. По большому счету валютный рынок представляет собой рынок межбанковских операций.

- **Компании, участвующие во внешней торговле.** Участники международной торговли предъявляют стабильный спрос на иностранную валюту (импортеры) и ее предложение (экспортеры). Кроме того, внешнеторговые фирмы размещают и привлекают свободные валютные остатки в краткосрочные депозиты.

- **Финансовые учреждения за исключением коммерческих банков** (инвестиционные фонды и компании, международные корпорации, фонды денежного рынка и т.д.). Такого рода инвесторы стремятся диверсифицировать в международном масштабе свои портфели активов. К этой группе участников валютного рынка также относят транснациональные корпорации, осуществляющие прямые иностранные инвестиции для создания филиальных сетей, дочерних компаний и т.д.

- **Центральные банки.** Денежные власти разных стран систематически проводят валютные интервенции, управляют своими золотовалютными резервами и регулируют процентные ставки по активам в национальной валюте.

- **Частные лица.** Физические лица хотя и проводят небольшой объем операций, но они также участвуют в работе валютного рынка. Частные лица проводят операции, связанные с туризмом, переводами гонимых, пенсий и т.д.

- **Валютные биржи.** В государствах с переходной экономикой и развивающихся странах существуют специализированные валютные биржи, на которых происходит формирование валютного курса национальной валюты по отношению к валютам остальных стран мира.

- **Валютные брокерские конторы.** Они занимаются балансировкой спроса и предложения на валютном рынке путем сведения вместе покупателей и продавцов валюты. Брокерские конторы обладают информацией по реальным сделкам, от них она передается специализированным информационным агентствам и коммерческим банкам.

Оценка обменного курса валют или поиск его оптимального значения являются главным инструментом анализа состояния национальной и международной экономик. Некоторые наиболее общие концепции «оптимального» валютного курса приведены в следующей таблице 5. Список не претендует на исчерпывающую полноту. На практике описанные концепции могут быть полезными для оценки и анализа изменений обменного курса валют.

Таблица 5.

## Концепции валютного курса

Аргументы «за»	Аргументы «против»
<b>Равновесным является валютный курс, который балансирует текущий счет платежного баланса</b>	
Равновесие текущего счета платежного баланса часто рассматривается как разумный ориентир экономической политики	Основным недостатком является точность оценки: реакция текущего счета платежного баланса в ответ на изменение валютного курса происходит неопределенным образом и через неизвестный лаг. К тому же нулевой баланс текущего счета встречается крайне редко. Некоторые страны характеризуются естественным избытком или дефицитом сбережений, что приводит к оттоку или притоку капитала. Движение же капитала зависит от структурных и прочих факторов, которые изменяются во времени.
<b>Фундаментальное равновесие валютного курса определяется через равновесие текущего счета платежного баланса с учетом «естественного» движения капитала</b>	
Уточняется первая концепция за счет признания того факта, что оптимальный валютный курс складывается не только под влиянием международной торговли, но и с учетом нетто-потоков капитала, вызванных структурными факторами	Ключевой недостаток такой же, как и в предыдущей концепции - неточность оценки. На практике не представляется возможным не только измерить, но и определить «естественное» движение капитала.
<b>«Абсолютный паритет покупательной способности»: Обменный курс между двумя странами равен соотношению уровней цен в этих странах</b>	
Четко указывается способ укрепления валютного курса – снижение инфляции и укрепление покупательной способности национальной валюты внутри страны	Трудно сопоставить корзины из совершенно одинаковых товаров, продаваемых в разных странах; государственные ограничения и транспортные расходы делают международную конкуренцию несовершенной; существует множество товаров, не обращающихся на мировом рынке



<b>«Относительный паритет покупательной способности»: Изменение обменного курса между двумя странами пропорционально изменению уровня цен в этих странах</b>	
Возможно прогнозирование валютного курса в долгосрочной перспективе	реальное поведение в долгосрочной перспективе Те же недостатки, что и в случае с «Абсолютным паритетом покупательной способности»
<b>Оптимальный валютный курс приравнивает экспортные цены стран-конкурентов</b>	
На прикладном уровне становится определением валютного курса	возможным равновесного Безусловно, международная конкуренция оказывает влияние на цены экспортеров по однородным продуктам, однако не следует забывать, что изменение уровня экспортного дохода означает возникновение дисбаланса международного рынка в более широком контексте
<b>Валютный курс приравнивает внутреннюю и внешнюю (международную) ставку реальной заработной платы</b>	
Вводится международное равновесие на рынке труда, благодаря чему могут подвергаться национальные политики	понятие сравнения социальных Как национальный, так и международный рынок труда обладает жесткой структурой, из-за чего его состояние не может учитываться с другими макро-ориентирами экономической политики
<b>Равновесный валютный курс уравнивает внутренние и внешние издержки. В идеале расчеты можно скорректировать так, чтобы учесть влияние других экономических показателей на деловой цикл.</b>	
Расширенная предыдущей концепции. Данная концепция позволяет определить равновесие с точки зрения международной конкуренции	версия Возникают такие же проблемы, как и в случае с паритетом покупательной способности. Кроме того, на практике невозможно рассмотреть абсолютно все экономические факторы.

<b>Перманентные изменения номинального валютного курса позволяют постепенно оценить оптимальный реальный обменный курс</b>	
Такой подход к валютному курсу используется при медленном снижении инфляции в период ужесточения денежно-кредитной политики. Концепция применима в некоторых случаях развивающихся стран	После достижения определенного состояния экономики (критической точки) ужесточение денежно-кредитной политики наносит вред реальному сектору экономики и снижает конкурентоспособность экспортной промышленности

По классификации, принятой МВФ в 1982 г. все мировые валюты в зависимости от степени свобода изменения их курсов подразделяются на три большие группы:

- Валюты с фиксированным курсом
  - Фиксация к одной валюте
  - Фиксация курса к валютной корзине (композиту)
- Валюты с ограниченно гибким курсом
  - Ограниченно гибкий курс по отношению к одной валюте
  - Ограниченно гибкий курс в рамках совместной политики
- Валюты с плавающим курсом
  - Корректируемый валютный курс
  - Управляемое плавание
  - Независимо плавающий валютный курс

Многие экономисты подвергают критике классификацию МВФ. Она не учитывает такие режимы формирования валютного курса как «Использование валюты других стран в качестве внутренней валюты», «Валютное правление», «Фиксация курса общей валюты к одной зарубежной валюте», «Целевые зоны», «Валютный коридор», «Ползущая фиксация», «Управляемое плавание». Взамен предлагается множество альтернативных классификаций. Ниже в табл. 6 приведена классификация, используемая Исследовательским Центром Банка Англии.

## Режимы валютного курса

Режим валютного курса	Описание
Свободное плавание (Free float)	Курс формируется исключительно под воздействием рыночных сил
Управляемое плавание (Managed float)	Центральный банк вмешивается на рынке для сглаживания резких колебаний
Ползущая привязка (Crawling peg)	Центральный банк проводит на рынке интервенции для достижения определенного значения валютного курса
Фиксация в установленных пределах или целевые зоны (Fixed, with margin or target zone)	Возможны колебания валютного курса в установленных пределах; в случае отклонения от предусмотренного диапазона колебаний центральный банк вмешивается на рынке, чтобы вернуть валютный курс обратно
Корректируемая фиксация (Fixed but adjustable)	Директивными или рыночными методами валютный курс фиксируется на продолжительный период времени (возможно с узкими пределами колебаний), при возникновении макроэкономического дисбаланса или значительного давления на валютный курс, уровень фиксации изменяется
Фиксация курса центральным банком (Fixed, by Central Bank)	Более жесткая версия режима «корректируемая фиксация»
Фиксация курса валютным правлением или золотой стандарт (Fixed, by Currency board or gold standard)	Денежная база должна полностью обеспечиваться валютными (или золотыми) резервами по фиксированной ставке обмена
Единая валюта (Unified Currency)	Ранее независимые валюты заменяют на единую вновь созданную или уже существующую валюту

### 3.3. Золото и его роль в международной валютной системе

Хотя золото уже давно используется в качестве финансового актива, эпоха его применения достигла своего апогея в XIX веке. Международные платежи на основе золота проводились без особых затруднений. Первая мировая война кардинально поменяла ситуацию. Внутренняя конвертируемость золота была отменена, а цена на него резко взлетела. Предпринимались неоднократные попытки вернуться к былой стабильности. Однако этим мечтам так и не суждено было сбыться - Вторая мировая война вновь ввергла рынок золота в финансовый хаос.

С конца XIX века рынок золота приобрел свои основные черты. Он объединяет несколько специализированных международных финансовых центров, таких как Лондон и Цюрих, в единую общемировую сеть. В финансовых центрах регулярно осуществляется торговля золотом. Сделки проводятся для промышленного производства, частной тезаврации и целей монетарного характера. Покупателями желтого металла, как правило, выступают промышленные компании и частные лица, приобретающие его для производства и тезаврации. Крупнейшие частные запасы золота располагаются во Франции и Индии. Все больше сделок совершается фондами, инвестиционными компаниями и банками для спекуляций. Денежные власти, - центральные банки и министерства финансов, - на протяжении послевоенных лет фактически не участвовали в операциях на открытом рынке золота. Это было связано с тем, что МВФ жестко регламентировал для своих членов условия сделок с желтым металлом. Все участники Фонда были должны придерживаться официальной цены на золото в \$35 за тройскую унцию. В результате все операции с золотом денежных властей сводились к сделкам с Казначейством США, обладавшим на тот момент времени основным мировым запасом золота. В сентябре 1951 г. чтобы не допустить отклонение рыночной цены золота от официальной цены, США предприняли попытку через МВФ запретить свободную торговлю драгоценным металлом. Однако она потерпела неудачу. Фонд разрешил своим членам продавать золото на рынке. Увеличившееся предложение желтого металла и спокойная международная экономическая конъюнктура способствовали стабилизации цены на золото. В 1954 г. после длительного перерыва, связанного с войной, Лондон возобновил свое функционирование в качестве ведущего международного центра торговли золотом. Вскоре из-за кризиса доверия к доллару США рыночная цена на золото резко возросла. По инициативе Соединенных Штатов в 1961 г. был создан

«золотой пул» - специализированная международная организация, целью которой была стабилизация рыночной цены на уровне официальной. Участниками «золотого пула» стали Федеральный Резервный Банк Нью-Йорка, а также центральные банки Великобритании, Германии, Франции, Италии, Бельгии, Нидерландов и Швейцарии. Из-за обострения международной финансовой ситуации в 1968 г. «золотой пул» был распущен. Взамен между ведущими игроками рынка было заключено новое соглашение, получившее название «Вашингтонское Соглашение». По нему государственные органы могли оперировать золотом в целях монетарного характера исключительно между собой. Тем самым был наложен запрет на участие денежных властей в операциях открытого рынка. Сформировались два рынка: рыночный и официальный государственный. Такая система получила название «двухъярусный рынок». С крахом Бреттон-Вудса Вашингтонское Соглашение прекратило действовать в 1973 г.

1971-74 гг. характеризовались резким повышением цен на желтый металл. На лондонском рынке она подскочила с \$38 до \$200. Однако с 1975 г. цена начала снижаться. Этому способствовала либерализация операций с золотом в Соединенных Штатах, распродажа американскими властями части золотого резерва, падение европейского промышленного производства с использованием золота, а также сокращение тезаврации в Индии и Юго-Восточной Азии. За два года с 1975 по 1976 цена уменьшилась с \$176 до \$112 (см. табл. 7). В 1976 г. были приняты поправки к Уставу МВФ, которые исключили золото из расчетов между членами Фонда, а также отменили его официальную цену. На протяжении последовавших лет наблюдалась постепенная распродажа золотых запасов МВФ и рядом центральных банков. Продажи официальных резервов вскоре прекратились, и в течение 1980-х гг. золотые резервы практически оставались без изменения. Сохраняемые центральными банками и международными финансовыми организациями золотые резервы используются сейчас в качестве запасного фонда средств для международных платежей.

**Таблица 7.****Долгосрочная динамика цены на золото,  
в долларах США за тройскую унцию.**

Источник: «Gold Survey 1999». Gold Fields Mineral Services Ltd.,  
1999.

<b>Ценовой показатель</b>	<b>1968 год</b>	<b>1978 год</b>	<b>1988 год</b>	<b>1998 год</b>
Среднегодовая цена	39,96	193,50	436,77	294,09
Максимум	41,90	242,75	483,90	313,15
Минимум	35,00	165,70	395,30	273,40
Прирост среднегодовой цены за десятилетие	-	+384%	+125%	-33%

Однако полного отказа от золота как резервного актива не произошло. Вступив в должность в 1981 г., президент США Рональд Рейган создал специальное учреждение под руководством известного специалиста по денежным системам Анны Шварц, чтобы выяснить, должны ли Соединенные Штаты вернуться к золотому стандарту. Это учреждение получило название "Золотая Комиссия". После девяти месяцев работы в марте 1982 г. Комиссия опубликовала свой доклад. Разногласия участников Комиссии оказались слишком велики для выработки общих рекомендаций. Меньшинство высказалось за полномасштабное возвращение к золотому стандарту. Большинство посчитало, что в настоящее время нет причин менять роль золота, тем не менее, не исключена возможность, что впоследствии монетарная роль золота вновь возрастет.

## 4. Эволюция международной валютной системы

Международная валютная система имеет длительную историю своего развития, насыщенную множеством самых разнообразных событий. Для того, чтобы определить главные этапы ее эволюции нередко выделяют международные конференции, на которых происходил пересмотр межгосударственных договоренностей. Такими событиями были конференции в Париже (1867 г.), Генуе (1922 г.), Бреттон-Вудсе (1944 г.) и Кингстоне (1976 г.). Соответственно, история международной валютной системы разбивается на несколько периодов между конференциями. Однако классическая классификация валютных систем основывается на критерии резервного актива, т.е. актива, с помощью которого урегулируются платежные дисбалансы. По этому признаку эволюция международной валютной системы разбивается на три этапа:

- золотой стандарт;
- золотодевизный (золотовалютный) стандарт;
- девизный (валютный) стандарт.

### 4.1. Золотой стандарт

Золотой стандарт относится к категории товарного стандарта. **Товарный стандарт** (commodity standard) является денежной системой, в которой функцию денег выполняет некоторый специфический товар. Наличные деньги сами по себе могут быть товаром, например, золотыми или серебряными монетами, или состоять полностью (или частично) из символов стоимости, например, банкнот, конвертируемых в «полновесные монеты» или просто в какие-то товары. В таких системах денежная единица обычно связана с определенным количеством товара и ее стоимость определяется полезностью этого товара. В то же время полезностью товара находится под влиянием монетарного статуса товара.

**Золотой стандарт** (gold standard) представляет собой систему организации денежного обращения, при которой стоимость денежной единицы страны официально устанавливается равной определенному количеству золота, а деньги имеют форму золотых монет и (или) банкнот, конвертируемых по требованию их держателей в золото по официально установленному курсу.

Для существования полного золотого стандарта необходимо выполнение двух условий:

- денежные власти обязываются разменивать национальную валюту на золото в любых количествах по определенному обменному курсу;
- неограниченное право экспортировать и импортировать золото через национальные границы.

Золотой стандарт отнюдь не означал, что обменные курсы валют неизменно оставались на одном уровне. Напротив, они колебались между т.н. «золотыми точками». **Золотые точки** (gold points) – это уровни валютного курса, при которых становится выгодно покупать золото у центрального банка и экспортировать его (gold export point) или импортировать и продавать его центральному банку (gold import point). Эти точки лежат с разных сторон от золотого паритета: точка экспорта находится ниже, а импорта - выше, и интервал между ними определяется разницей цен покупки и продажи золота центральным банком. Разница возникает из-за покрытия расходов на чеканку монет, страхование, транспортировку золота и другие цели.

Исторически существовало три формы золотого стандарта:

- **золотомонетный стандарт**, при котором имело место активное обращение золотых монет, а государство было обязано свободно их продавать;

- **золотослитковый стандарт**, при котором золотые монеты не находились в обращении, свободная чеканка не осуществлялась, а обязательства денежных властей заключались в продаже золотых слитков;

- **золотодевизный стандарт**, при котором денежные власти обменивали национальную валюту на иностранную валюту, для которой существовал золотой стандарт.

Некоторые историки относят начало эры золотого стандарта к окончанию Столетней войны. Использование золота в международных операциях было закреплено Исследовательским комитетом, состоявшим из государственных чиновников монетных дворов, созванным правительством Генуи между 1445 г. и 1446 г. и стабилизировавшим курс золотого флорина на стоимостной основе сорока четырех солей. Однако официальное рождение золотого стандарта как юридического института следует отнести к 1819 г. В этот год Британский парламент принял Закон о восстановлении. Такое название он носил потому, что обязывал Bank of England восстановить прерванную спустя четыре года после начала наполеоновских войн (1799-1815 гг.) практику размена по первому требованию банкнот на золото по фиксированному курсу. В 1875 г. к Великобритании присоединилась Германия. Франция стала использовать золотой стандарт с 1878 г. До этого времени во Франции действовала золотосеребряная биметаллическая система. Через год, в 1879 г. Соединенные Штаты также присоединились к золотому стандарту. А в 1900 г. Американский Закон о золотом стандарте институционально закрепил связь доллара и золота.

Для золотого стандарта была характерная система обеспечения. Это означает, что весь объем денежной базы в национальной валюте должен быть обеспечен резервными активами (золотом, а в настоящее время обеспечением выступают активы в иностранной валюте). Чем больше коэффициент покрытия денежной базы обеспечением, тем выше



надежность фиксированного валютного курса. Валютное обеспечение предполагает возможность в любой момент размена национальной валюты на иностранную валюту, к которой она привязана, а при золотом стандарте не на стабильные валюты, а на золото. Можно различать несколько видов системы обеспечения.

- **Полное обеспечение.** Весь объем денежной базы в национальной валюте обеспечивается резервными активами на 100% и более процентов.

- **Частичное обеспечение.** Национальная денежная база гарантируется небольшим объемом резервов, который растет теми же темпами, что и денежная база.

- **Приростное обеспечение.** Резервами обеспечивается только прирост денежной базы.

Система полного валютного обеспечения в международной практике является одним из наиболее ярких примеров поддержания режима фиксированного обменного курса. В качестве одной из разновидностей юридически закрепленного механизма может выступить валютное правление. **Валютное правление** (currency board) представляет собой систему принятия решений, при которой валютная политика определяется исключительно специальным валютным учреждением. При этом внутренняя денежная база должна быть не менее чем на 100% гарантирована резервами органов власти. Все полномочия по регулированию курса национальной валюты передаются от традиционных органов власти, ведающих вопросами денежно-кредитной политики валютному правлению.

В случае частичного обеспечения национальная валюта гарантируется резервными активами лишь частично (например, 50%). Система частичного обеспечения представляет собой обычный резерв, которым обладает Центральный банк, и который может быть использован для проведения интервенций на открытом рынке. При использовании механизма приростного обеспечения гарантируется только величина прироста денежной базы в национальной валюте, но в полном объеме. Преимущество этих двух систем перед системой полного обеспечения заключается в том, что они связаны с приобретением гораздо меньших объемов резервов, т.е. образуется меньшее активное сальдо платежного баланса, что связано с небольшими темпами инфляции и экономического спада в период накопления резервов. Недостаток же обеих систем состоит в том, что доверия к национальной валюте будет гораздо меньше, поскольку при столь малой степени обеспечения национальной денежной единицы намного легче принять решение об отказе от избранных принципов денежно-кредитной политики. В эпоху золотого стандарта, были распространены все три модели обеспечения. Но традиционно правильной считалась система полного обеспечения. Любая система

обеспечения несет с собой несколько преимуществ, в основе которых лежит денежная устойчивость:

- *Обеспечение стабильности экономической среды.* Постоянная покупательная способность денежной единицы позволяет рыночным участникам планировать свою деятельность (ценообразование, прогноз денежных потоков и т.д.) на долгосрочной основе. Экономическая стабильность в дальнейшем стимулирует развитие международной торговли и инвестиций.

- *Однонаправленность денежно-кредитной политики.* Любое отклонение внутренней процентной ставки от международного уровня приводит к движению капиталов. Прилив капитала способствует инфляционному давлению, а отток - снижению резервов. В результате денежно-кредитная политика становится однонаправленной на

достижение баланса движения капиталов. Многие экономисты считают это весьма полезным, т.к. оно способствует росту дисциплины экономической политики, проводимой властями.

- Если Центральному банку удастся найти устойчивый (равновесный) уровень валютного курса, согласно теории это означает *установление равновесия на денежном рынке*, которое является одной из составляющих общего равновесия в экономике.

- Режим золотого стандарта предпочтителен для стран, где финансовые инструменты и рынки *еще недостаточно развиты* для того, чтобы можно было применить традиционную, основанную на рыночных принципах, денежно-кредитную политику.

Вместе с тем, преимуществам золотого стандарта противостоит целый ряд недостатков:

- Привязка к золоту накладывает нежелательные ограничения на использование денежно-кредитной политики для *достижения других экономических целей* помимо валютной стабильности (например, снижения безработицы).

- Фиксация стоимости валют к золоту гарантирует стабильный общий уровень цен лишь тогда, когда стабильна *относительная цена золота и ключевых товаров, обращающихся на международном рынке*. Исследования эпохи золотого стандарта показали значительные колебания уровня цен, возникающие вследствие изменений относительной цены золота. Наиболее типичный пример - инфляция в Европе в XVI веке после открытия золотых месторождений в Южной Америке и широкомасштабном вывозе золота в «Старый Свет».

- Существование системы международных платежей, основанной на золоте проблематично, так как центральные банки могут по мере роста экономики увеличивать свои международные резервы только при наличии *постоянных новых месторождений золота*.

- Золотой стандарт наделяет страны, обладающие золотыми месторождениями, способностью *влиять на макроэкономические условия во всем мире* через продажи золота на рынке. Это преимущество

позволяет рассматривать любую модификацию золотого стандарта как потенциально выгодную систему для России, которая обладает вторыми в мире по величине золотыми месторождениями.

- Наконец, привязка денежно-кредитной политики к золоту и система полного обеспечения приводят к возникновению *периодических кризисов ликвидности* в экономике.

В условиях товарного стандарта валютные кризисы могли возникнуть по двум причинам:

- правительство придерживалось «нездоровой» финансовой практики, такой как безудержное расширение денежного предложения через рост государственных расходов;
- наступление нестабильности в банковской системе.

В экономически развитых странах валютные кризисы происходили, главным образом, во время войны, когда правительство приостанавливало конвертируемость национальной валюты. В мирное время валютные кризисы были связаны с банковскими кризисами. Однако все они носили непродолжительный характер, и первоначальный валютный паритет быстро восстанавливался. В развивающихся странах валютные кризисы имели несколько иную природу. Там власти приостанавливали конвертируемость валюты в золото из-за давления со стороны валютных спекулянтов, которое возникало каждый раз, когда правительство придерживалось непоследовательной денежно-кредитной и финансовой политики.

С началом Первой мировой войны классическая система золотого стандарта прекратила свое существование. Обменные курсы валют с 1919 по 1924 гг. были подвержены значительным изменениям, и это стимулировала желание стран вернуться к стабильности золотого стандарта. Однако теперь золотой стандарт приобрел форму золотослиткового стандарта. Последний был введен во Франции и Великобритании сразу же после окончания войны. В Великобритании закон 1925 г. ограничивал конвертируемость валюты суммами, превышающими 1500 фунтов стерлингов. Во Франции закон Пуанкаре от 1928 г. разрешал обмен банкнот на золотые слитки ценой не более 225000 франков. Таким образом, принцип конвертируемости в золото был сохранен. На внешнем рынке оплата сальдо платежного баланса между странами, использовавшими золотой стандарт, осуществлялась путем перемещений драгоценного металла. Трансферт проводился, когда обменный курс валют достигал золотой точки.

В то же время в качестве международных резервов стало использоваться не только золото, но и иностранная валюта: фунт стерлингов, французский франк и доллар США. Переход к новой системе с двумя видами резервных активов состоялся задолго до окончания мировой войны. Уже в конце XIX века после отказа от биметаллизма некоторые страны (в основном «второго эшелона», такие как Индия или Аргентина) придерживались системы

золотостерлингового стандарта. Другие страны, которые обладали или более крупной экономикой, или большим политическим весом (Россия, Австро-Венгрия, страны скандинавского полуострова) держали часть резервов в иностранных валютах. Последствия первой мировой войны привели к значительному распространению этой практики. К моменту окончания войны общий уровень цен примерно в два раза превышал уровень 1914 г. В то же время добыча золота металла сократилась на треть. Реальное предложение золота также сократилось из-за отказа ведущих стран провести ревальвацию золота. В результате большинство стран начало поиск средств, позволяющих избежать дефицита золота. В условиях военного времени ряд государств установили принудительный курс денежных билетов, что означало ликвидацию внутренней конвертируемости валюты. Таким образом, золото фактически было исключено из внутреннего денежного оборота. Хранение золота и обмен его частными лицами, как правило, регламентировались. Золото предназначалось исключительно для международных расчетов, использование металла для чеканки монет осуществлялось очень экономно. Генуэзская конференция, проведенная в 1922 г., призвала государства "хранить свои резервы в форме иностранных активов". Однако никакого международного соглашения, позволявшего реализовать рекомендацию Генуэзской конференции, подписано не было. Большинство стран разрешило своим Центральным банкам хранить в резервах иностранную валюту. Некоторые страны ввели при этом ограничения, установив минимальную долю золота в общем объеме резерва.

В Великобритании из-за высоких военных расходов и связанного с войной существенного снижения доли иностранных инвестиций восстановление довоенного валютного паритета привело к чрезвычайному росту реального курса фунта стерлингов. Следствием этого стали отрицательное сальдо платежного баланса Великобритании и начало дефляции. В то же самое время Франция столкнулась со значительным избытком платежного баланса. В 1928 г. Франция, добиваясь превращения Парижа в международный финансовый центр, приняла закон, согласно которому дисбаланс платежей должен устраняться исключительно при помощи золота, а не фунта стерлингов или другой иностранной валюты. Это нанесло серьезный удар по английским золотым резервам и в краткосрочном периоде привело к переливу капитала из Лондона в Париж. Когда Франция в очередной раз попыталась конвертировать все накопленные ранее фунты стерлингов в золото, Великобритания в сентябре 1931 г. была вынуждена прекратить обмен фунтов в золото и провести девальвацию своей национальной валюты. Таким образом, произошел официальный отказ от золотого стандарта.

Несмотря на то, что непосредственным поводом для отказа от золотого стандарта послужило решение Франции конвертировать все имеющиеся фунты стерлингов в золото, фундаментальными причинами краха режима послужили:

- Отсутствие адекватного механизма регулирования неравновесия платежного баланса. Страны стерилизовывали движение капитала в условиях несоответствующих реальному курсу паритетов:

- Огромное дестабилизирующее движение международных капиталов между Лондоном и новыми финансовыми центрами Нью-Йорком и Парижем.

- Начало Великой депрессии в Америке, подтолкнувшей мировую экономику в пучину кризиса.

Период с 1931 по 1936 гг. характеризовался значительной нестабильностью и конкурирующей девальвацией валют. Страны стремились "экспортировать" свою безработицу. В 1933-34 гг. США девальвировали доллар несмотря на наличие положительного сальдо платежного баланса. Сделано это было для того, чтобы стимулировать развитие американского экспорта. До 1936 г. обменные курсы основных валют оставались приблизительно такими же, какими они были в 1930 г., до начала периода конкурирующих девальваций. Единственным достигнутым эффектом было повышение стоимости золотых резервов. При этом сократился объем валютных резервов из-за конвертирования его в золото для защиты от девальвации. Пытаясь препятствовать иностранной конкуренции страны ввели высокие таможенные тарифы и другие ограничения на импорт, что сократило международную торговлю почти наполовину. На протяжении всей декады 1930-х гг. ведущие мировые державы неоднократно собирались на конференции, чтобы договориться о проведении широкомасштабной реформы международной валютной системы, однако ни одна из них так и не закончилась результативно.

## 4.2. Золотодевизный стандарт

Ближе к концу Второй мировой войны будущие страны-победительницы осознали необходимость создания новой послевоенной международной валютной системы. Проблема валютной реформы была отдана на рассмотрение Конференции ООН по валютным и финансовым вопросам. После длительной подготовки Конференция состоялась 1-22 июля 1944 г. в гостинице, названной по имени горного пика, находящегося неподалеку, в курортном местечке Бреттон-Вудс в американском штате Нью-Хэмпшир. В международной конференции приняло участие 730 представителей из 44 стран. Все страны, участвовавшие в конференции, включая СССР, подписали заключительный акт 22 июля, из них 29 стран впоследствии подписали Статьи Устава МВФ. СССР отказался подписать какие бы то ни было документы, чем исключил себя из международной валютной системы. В ходе Бреттон-Вудской конференции было рассмотрено два плана валютной реформы - План Кейнса и План Уайта.

**План Кейнса** (Keynes Plan) представлял собой предложения Казначейства Великобритании по созданию Международного Клирингового Союза (International Clearing Union). В связи с тем, что Джон Мейнард Кейнс являлся главным разработчиком английских предложений, они получили известность под названием «План Кейнса». Классик рекомендовал ввести международное средство платежа (названное им «банкор»-bancor), которое предназначалось бы для погашения международных долгов на многосторонней основе между членами Клирингового Союза. Страны с временным дефицитом платежного баланса могли бы получать в Клиринговом Союзе средства в банкорах в пределах установленных квот или овердрафта для погашения международных долгов. Лимиты квот могли автоматически расти по мере увеличения объема внешней торговли страны. Первоначально стоимость банкора была привязана к золоту, однако, предполагалось, что в дальнейшем он заменит золото как средство международных платежей. С целью предотвращения устойчивых сальдо (как кредитовых, так и дебетовых) Кейнс рекомендовал ввести выплату процентов по остаткам на счетах Клирингового Союза. В отличие от квот на кредиты в банкорах количество банкоров, которое могли иметь страны с положительным платежным балансом, не ограничивались или ограничивались бы исключительно суммой кредитных квот для всех стран. Это положение Плана, ведущее к тому, что США стали бы единственным членом Клирингового Союза с положительным платежным балансом, вызвало жесткую критику американской делегации. В результате конференция отвергла План Кейнса и приняла План Уайта. Тем не менее, идея банкора в дальнейшем нашла свое воплощение в форме Специальных Прав Заимствования МВФ.

**План Уайта** (White Plan) являлся американским планом создания Международного Стабилизационного Фонда. План был назван по имени министра финансов США того времени Гарри Д. Уайта. Он предложил странам-членам международной организации внести деньги и золото в центральный резервный фонд, для оказания финансовой помощи тем странам, которые испытывают кратковременные трудности в связи с дефицитом платежного баланса. Главная задача Стабилизационного Фонда состояла в создании механизма, который:

- обеспечивал стабильность в области валютных операций;
- способствовал восстановлению и поддержанию многосторонней торговли.

В отличие от Плана Кейнса План Уайта не предусматривал создания новых международных средств платежа или расширения кредитных возможностей. Другими словами, План Уайта не учитывал вариант автоматических и неограниченных американских кредитов странам, испытывающим устойчивый дефицит платежного баланса. В соответствии с предложениями Уайта конференция учредила Международный Валютный Фонд, который в последующем превратился в организацию, отражающую компромисс между Планом Кейнса и Планом Уайта.

Подписание «Статей соглашения о Международном Валютном Фонде» завершило Бреттон-Вудскую конференцию. Совместно с Международным Валютным Фондом (International Monetary Fund, IMF) в 1945 г. был создан Международный Банк Реконструкции и Развития. МВФ, получивший статус специализированного учреждения ООН, начал осуществлять операции в 1946 г.

#### *4.2.1. Фиксированные валютные паритеты*

«Содействие стабильности валютных курсов, поддержание упорядоченных валютных взаимоотношений, избежание девальвации валют, вызываемой конкуренцией» - записано в первой статье Устава МВФ. Каждая страна была обязана ввести фиксированный валютный паритет по отношению к золоту или непосредственно, либо через привязку к другой валюте, такой как доллар США, при условии, что доллар неизменно разменивался на золото в соотношении 35 долларов за унцию золота. Для обеспечения стабильности валютных курсов все страны были обязаны:

- ввести конвертируемость национальной валюты в золото по официальному паритету;
- поддерживать курс национальной валюты по отношению к остальным валютам в пределах колебаний не более 1 %.

С самого начала первого подхода к фиксации курса придерживались только США. Остальные страны зафиксировали курсы национальных валют к доллару США. Это объяснялось объективными причинами: Америка располагала стабильной экономикой и 75%

мирового резерва золота, в то время как европейские государства жили в условиях послевоенной разрухи. Пределы колебаний курсов в 1% впоследствии должны были быть изменены. В 1955 г. страны, подписавшие Европейское Валютное Соглашение, ограничили отклонение между курсами стран-участниц Соглашения до 0,75%. В 1959 г. общемировые лимиты были расширены до 2% паритета между двумя отличными от доллара валютами, при условии, что они не превышают 1% по отношению к доллару. Наконец, в декабре 1971 г. лимиты были расширены до 2,25 % для придания системе большей гибкости. Несмотря на фиксацию, страны имели возможность изменять свои валютные курсы. Девальвация была возможной исключительно для корректировки фундаментального макроэкономического неравновесия. Она являлась крайней мерой, которая могла применяться лишь после подробных консультаций с МВФ. Фонд не имел права возражать против изменения фиксированного курса в рамках 10%.

#### *4.2.2. Развал Бреттон-Вудской системы*

В послевоенный период США обладали огромным избытком платежного баланса. Однако с возрождением других стран избыток сменился дефицитом платежного баланса. Прямые инвестиции в Европу, военные расходы на Вьетнам, рост инфляции – все это способствовало вывозу капитала из США. В результате американский золотой резерв уменьшился с \$25 млрд. в 1949 г. до \$11 млрд. в 1970 г. В начале 1960-х гг. США пытались поддерживать высокие краткосрочные процентные ставки, чтобы остановить отток капитала. Вместе с тем проводились широкие форвардные операции на валютном рынке. В 1963-68 гг. был даже введен контроль над движением капитала – налог, уравнивающий процентные ставки. Однако дефицит платежного баланса не только не сокращался, но продолжал расти.

Считалось, что доллар нельзя было девальвировать по политическим причинам а, следовательно, единственным решением была ревальвация других валют. И Вашингтон попытался переложить процесс выравнивания валютных курсов на другие страны. Вашингтонская администрация оказывала давление на Германию и Японию в плане ревальвации их валют. Все попытки оказались безуспешны. В марте 1968 г. США и их партнеры были вынуждены пойти на введение двойной системы торговли золотом, при которой официальные расчеты должны были по-прежнему производиться по цене 35 долларов за унцию, а цены на свободном рынке могли определяться в зависимости от соотношения спроса и предложения. В связи с нарастающей напряженностью в 1969—1971 гг. были проведены ревальвации западногерманской марки, швейцарского франка и австрийского шиллинга, а западногерманская марка и голландский гульден перешли в режим свободного плавания в отношении доллара. Однако этого оказалось недостаточно.



Большинство видных экономистов выступило с критикой официальной политики США. Их критика базировалась главным образом на прагматических соображениях, вытекавших из потребностей национальной экономики США. Наиболее авторитетными критиками выступили представители неоклассического синтеза Пол Самуэльсон и Роберт Триффин. В частности, Р.Триффин основной долгосрочной проблемой стабильности Бреттон-Вудской системы считал проблему доверия. В 1960-х гг. золотой резерв США во много крат превышал обязательства в долларах зарубежным центральным банкам. Однако рано или поздно это соотношение изменится, и США не смогут выкупить свои обязательства по цене 35 долларов за унцию. Из-за такой неблагоприятной перспективы остальные страны могут не захотеть наращивать долларовые резервы и еще до момента превышения долларовых обязательств США над американским золотым резервом, предъявить их к оплате. Р.Триффин предложил план, по которому МВФ должен был эмитировать новую валюту, которая могла бы стать вместо доллара ведущей резервной валютной. Согласно Триффину МВФ будет увеличивать предложение своей валюты в соответствии с ростом предложения валют других стран.

К группе критиков также принадлежал Милтон Фридмен. В частности, он предлагал следующее:

- отменить фиксированную цену золота;
- отменить законы, запрещающие частным лицам в США владеть золотом;
- отменить золотое обеспечение внутреннего денежного обращения в США;
- способствовать продаже банками всего своего золота на открытых аукционах по рыночным ценам;
- отменить официально фиксированные паритеты между долларом США и другими валютами и отказаться от практики интервенций правительственных органов на валютных рынках с целью воздействия на курс валюты;
- возложить на другие страны бремя поддержания курса своей валюты в отношении доллара США.

В 1971 г. доверие к доллару рухнуло. Несколько раз национальные валютные рынки закрывались, а ряд валют было отпущено в свободное плавание (см. табл. 8). Мировая финансовая элита в 1971 г. провела серию встреч, на которых были предприняты попытки достигнуть стабилизирующих договоренностей. В конце 1971 г. было заключено Смитсоновское соглашение, по которому курс доллара снизился, и диапазон колебаний валютных курсов расширился с 1% до 2,25%. Официальная цена золота была, наконец, повышена до 38 долларов за унцию, причем свободна конвертируемость доллара не была восстановлена. Одновременно с девальвацией доллара были проведены

ревалюации основных западноевропейских валют, а также японской иены.

Принципиальное значение имело то, что новые паритеты устанавливались по отношению к неконвертируемому доллару. Смитсоновское соглашение оказалось неэффективным. В феврале 1973 г. Вашингтону пришлось пойти на новую девальвацию доллара и повышение официальной цены золота до 42,2 долларов за унцию. Однако уже в то время цена золота на свободном рынке достигая 180 долларов за унцию. В связи с этим казначейства и центральные банки получили разрешение переоценить свои резервы по цене свободного рынка. Была узаконена практика перехода отдельных валют к плавающим курсам. Становилось все более очевидным, что время полумера прошло, назрела необходимость фундаментальной реформы мировой валютной системы. И такая реформа была проведена почти согласно предложениям Фридмена.

*Таблица 8.*

События 1971 года и развал Бреттон-Вудской системы

<b>Период</b>	<b>События</b>
Январь-март	Вывоз капиталов из США начал оказывать давление на фиксированный валютный курс
Апрель	Явный дефицит американских официальных резервов вызвал открытую спекуляцию против доллара.
3-5 мая	Германия, а в след за ней и остальные страны Европы прекратили поддержку доллара.
10 мая	Переход европейских валют в свободное плавание по отношению к доллару.
Июнь-июль	Увеличение дефицита торгового баланса и нехватки официальных резервов США
15 августа	Президент США Никсон объявил об отмене конвертируемости доллара в золото
28 августа	Япония прекратила поддержку доллара.
15 сентября	На встрече министров финансов десяти ведущих стран не было достигнуто никакого соглашения
17-18 декабря	Заключение Смитсоновского соглашения

Таким образом, в период послевоенного восстановления мировой экономики, финансовые рынки обрели «новое дыхание», усилились интеграционные процессы и, как следствие, эффективность денежно-кредитной политики во всех странах кроме США, начала падать. Изменения международной конъюнктуры создали предпосылки для дестабилизации системы. Для Бреттон-Вудской системы была

характерна проблема асимметричного положения центра резервной валюты. В системе стандарта резервной валюты страна, валюта которой используется в качестве резерва, занимает особое положение, поскольку этой стране никогда не приходится проводить интервенцию на валютном рынке. Как следствие, она не несет брмени финансирования своего платежного баланса. Такое устройство международной системы ставит страну, эмитирующую резервную валюту, в привилегированное положение, так как она может использовать денежно-кредитную политику в целях макроэкономической стабилизации со стопроцентным успехом. В условиях фиксированных курсов эмитент резервной валюты является единственным государством, которое может проводить денежно-кредитную политику безо всяких опасений. Однако в случае возникновения внутреннего дисбаланса страна-эмитент резервной валюты должна провести корректировку валютного курса, что в силу интеграции финансовых рынков неизбежно порождает волну спекуляций. Являясь эмитентом резервной валюты, США столкнулись с проблемой доверия к доллару со стороны других стран, поскольку американский золотой резерв непрерывно таял. Экономическая политика, проводимая Вашингтоном в конце 1960-х гг., ускорила распад Бреттон-Вудской системы. Расширение бюджетных расходов требовало проведения девальвации доллара. Опасения этого вызвали волну международных спекуляций, что не только создало дополнительное давление на курс доллара США, но и увеличило денежное предложение остальных стран мира. Одновременное раздувание денежной массы в США стимулировало инфляцию и продолжение оттока капитала из страны. Давление на валютном рынке все нарастало, пока, наконец, международные кризисы 1971 г. не привели к отказу от фиксации валютных курсов к доллару США.

#### **4.3. Современная валютная система: ямайские соглашения**

В 1972 г., после череды кризисов создается Комитет по реформе международной валютной системы. В него вошли представители двадцати стран мира. Позднее «Комитет двадцати» был преобразован во Временный комитет Совета управляющих МВФ, перед которым ставилась задача разработать новые принципы международной валютной системы. В январе 1978 г. Временный комитет собрался на Ямайке, результаты его заседания были закреплены в 1978 г. в виде поправок к статьям Устава МВФ.

К новым принципам, составляющим основу современной валютной системы, можно отнести:

- Страны могут использовать как плавающие, так и фиксированные валютные курсы по собственному усмотрению. Отменялась официальная цена золота, и оно перестает играть роль основного средства расчетов между членами Фонда.

- МВФ обладает полномочиями по надзору за развитием мировой валютной системы.

- В качестве дополнительного резервного актива были созданы Специальные права заимствования (СПЗ).

Рассмотрим коротко ниже принципы современной валютной системы.

#### *4.3.1. Плавающие валютные курсы*

Сейчас страны самостоятельно вольны выбрать режим валютного курса. Однако МВФ сохранил за собой три принципа, которым должны следовать все страны:

- Запрещение манипулированием валютным курсом или современной валютной системой в целях уклонения от регулирования.

- Обязательное проведение валютных интервенций для стабилизации ситуации в случае возникновения беспорядка на финансовом рынке.

- Необходимость учета в национальной политике интересы стран-партнеров, в особенности тех, чьи валюты используются во время интервенций.

Многие экономисты полагают, что система свободно плавающих валютных курсов, при которой центральные банки воздерживаются от проведения интервенций на рынке, приносит значительные выгоды мировой экономике в целом. Чаще сего в пользу системы плавающих валютных курсов приводят несколько доводов:

- Плавающий валютный курс определяется рыночными силами без какого-либо вмешательства со стороны государства. Приверженцы либерализма и принципов рыночной экономики считают, что рынок лучше, чем кто-либо еще сумеет распределить ограниченные валютно-денежные ресурсы.

- Если финансовые рынки обладают высокой эффективностью, а валютный курс находится в свободном плавании, то для спекулянтов нет никакой возможности извлечь прибыль за счет макроэкономических ошибок денежных властей при директивном установлении валютного курса.

- При плавающих курсах отсутствует проблема асимметричного положения центра резервной валюты. В системе плавающих курсов доллар уже не является единственным резервным, в результате чего асимметрия исчезает, т.к. все страны без исключения должны нести бремя финансирования платежного баланса. Подобный эффект можно достичь каждый раз, когда в качестве резервного актива берется "нейтральный" товар или несколько относительно равноправных активов. Будь это золото, серебро или даже нефть, никто не имеет возможности эмитировать его безо всяких ограничений.

- Спрос и предложение внутренней валюты по отношению к иностранной валюте свободно балансируют в условиях рынка. Не

существует ни обязательств денежных властей, ни какой-либо необходимости для вмешательства центрального банка на рынке. Следовательно, внутренние денежные агрегаты не подвергаются воздействию со стороны внешних потоков капитала, и национальная денежно-кредитная политика может проводиться абсолютно независимо от целей внешней стабильности и без учета денежно-кредитной политики других стран.

Вместе с тем выдвигается несколько доводов против системы свободно плавающих валютных курсов:

- На практике финансовые рынки не обладают высокой эффективностью. Рынок редко действует так рационально, как от него это обычно ожидают. Следовательно, всегда существует риск долгосрочного отклонения валютного курса от своего фундаментального макроэкономического значения.

- Предполагаемое изменение валютного курса в будущем является крайне неопределенным, что создает трудности в планировании и ценообразовании участников рынка. Все это препятствует развитию международной торговли и инвестиций. В некоторых случаях неопределенность изменения валютного курса можно застраховать или захеджировать благодаря дериватам, но это значительно увеличивает операционные издержки.

- Остается возможность для проведения спекуляций на изменениях валютных курсов, что оказывает негативное влияние на внутреннее и внешнее равновесие. Нарушение равновесия на внутреннем денежном рынке в условиях свободно плавающих валютных курсов имеет более тяжелые последствия, чем при фиксированных курсах.

- Власти могут злоупотреблять свободой действий при проведении денежно-кредитной политики. Например, правительство, не обремененное обязательствами по поддержке фиксированного курса, может подвергнуться искушению проинфляционной политики. Иначе говоря, падает дисциплина при проведении осмысленной экономической политики.

#### 4.4. Европейский Валютный Союз

1 января 2002 г. произойдет одно из важнейших событий не только в европейской, но и в мировой экономике. Немецкие марки, французские франки, голландские гульдены и ряд валют других европейских стран исчезнут из обращения, уступив место новой валюте Экономического и валютного союза — **евро** (euro). Введение евро - ответственный шаг в жизни Европы конца XX столетия, о нем говорят и пишут последние несколько лет. Между тем это событие затронет не только европейцев, но и миллионы людей во множестве стран мира; окажет влияние на финансовые рынки, на занятость и миграцию.

Каковы же преимущества новой единой валюты Европейского региона перед национальными валютами стран-участниц ЕС? Потенциальные выгоды уже давно рекламируются политическими деятелями Европы. Евро даст новый импульс экономическому росту в ЕС, позволит укрепить хозяйственные и торговые позиции Европы, свести к минимуму расходы предприятий по обменным операциям, которые, по некоторым оценкам, составляют до 20 миллиардов ЭКЮ в год.

С введением евро совершается попытка за один прием создать крупнейший во всем мире по размеру рынок ценных бумаг с фиксированным процентом и рынок акций. Очевидно, что произойдут перемены и на уже существующих финансовых рынках, которые должны будут стать более транспарентными и конкурентоспособными. Единая валюта стимулирует деятельность предприятий, ведущих торговлю с европейскими компаниями, поскольку теперь они смогут использовать при расчетах со всеми контрагентами одну и ту же валюту. А это позволит экономить на обменных операциях и избегать сопутствующего валютным операциям риска.

Страны-участницы валютного союза не смогут осуществлять так называемую конкурентную девальвацию - намеренное снижение стоимости валюты с целью сделать экспорт более дешевым и конкурентоспособным. По мнению европейского истеблишмента от введения евро выиграют все. Из нескольких небольших, соревнующихся друг с другом хозяйственных систем, имеющих весьма разнородные экономические стратегии, благодаря общей валюте будет создано единое во многих отношениях экономическое пространство. Отсюда и название этого проекта - **Экономический и валютный союз** (ЭВС - Economic and Monetary Union, EMU).

В исследовании, известном как доклад Чеккини (названный так по имени автора), Европейская Комиссия дает оценку преимуществ от введения единой валюты и как следствия - создания внутреннего рынка стран-участниц ЭВС. Предварительные данные мониторинга экономик в последние годы дают основания для оптимистичного настроения. Динамика полученных результатов подтвердила сделанные прогнозы; предположения, касающиеся рынка труда, оказались на практике даже превзойдены.

Идея создания **Европейского валютного союза** (ЕВС - European Monetary Union) давно витала в воздухе, но до недавнего времени не находила своего материального выражения. Впервые цель будущего ЭВС была сформулирована в 1969 г. во время встречи в Гааге лидеров

стран, вошедших в **Европейское Экономическое Сообщество** (ЕЭС - European Economic Community, ЕЕС) при его создании - Бельгии, Франции, Италии, Люксембурга, Нидерландов и Западной Германии. По просьбе саммита премьер-министр Люксембурга Пьер Вернер подготовил доклад о том, как реализовать мечту о единой валюте. В то же время (а именно в 1970 г.) главы центральных банков подписали соглашение, учреждающее систему краткосрочной валютной поддержки. Таким образом, был сделан реальный шаг к большей солидарности государств-членов ЕЭС в сфере валютного регулирования.

Развертывание программы Экономического и Валютного Союза было, однако, вскоре сорвано разразившимся в 1971 г. валютным кризисом, который был вызван повышением курса доллара США относительно золота и привязанным к нему валютам. Для стран Запада этот кризис вылился в резкое колебание обменных курсов государственных валют. В то же время шестерка стран-участниц Сообщества приняла решение, что максимальное колебание обменных курсов ее валют относительно друг друга должно быть не более 2,25%.

Долларовый кризис был лишь видимой причиной провала первого этапа создания Экономического и валютного союза. Действительные причины неудачи лежали более глубоко и были связаны со структурными различиями государств-членов, с расхождениями в проводимых ими курсах, а также в разной способности противостоять экономическому давлению извне.

К очевидным удачам следует отнести создание в 1979 г. **Европейской Валютной Системы** (European Monetary System, EMS), которая включала четыре составляющих - **Европейскую валютную единицу** (ЭКЮ - European Currency Unit, ECU), механизм валютного обмена и обмена информацией, кредитные условия и трансфертный механизм. Это была попытка предоставить предпринимателям некоторые преимущества от фиксации обменных курсов валют с помощью так называемого **Механизма обменных курсов** (МОК - Exchange Rate Mechanism, ERM). Страны, входящие в МОК, обязались удерживать стоимость своих национальных валют в определенных пределах. Изначально пределы допустимых колебаний составляли 2,25% выше или ниже определенного курса, а для песета, лиры, португальского эскудо и фунта стерлингов - 6%. Однако, позднее валютные спекуляции на мировых финансовых рынках и связанные с ними резкие колебания курсов некоторых европейских валют (в частности британского фунта и итальянской лиры) вынудили участников МОК в июле 1993 г. увеличить коридор колебания курсов до 15 %, чтобы предотвратить полное разрушение этого механизма. Тем не менее, по общему признанию, несмотря на все трудности, МОК удалось

достичь свою главную цель - создать в Европе “зону валютной стабильности”.

В июне 1988 г. Европейский Совет после достижения компромисса по вопросу финансовой реформы в Европейском Сообществе принял решение приступить к реализации идеи Экономического и Валютного Союза. Комитету под председательством Жака Делора было поручено изучить проблематику единой валюты и вынести свой вердикт. После публикации на следующий год "Отчета Делора" Европейский Совет предложил начать с 1 июля 1990 г. первую фазу создания ЭВС. К этому времени все ограничения по движению капитала между европейскими странами должны были быть сняты. С реализацией проекта ЭВС Комитет Европейского Сообщества, состоящий из глав национальных центральных банков, начал играть все большую и большую роль. На Комитет были возложены дополнительные обязанности по проведению консультаций и координации валютной политики стран ЕС.

Для перехода ко второй и третьей стадии формирования ЭВС было необходимо пересмотреть так называемые "Римские соглашения". Переговоры, начатые в 1991 г., завершились подписанием в Маастрихте 7 февраля 1992 г. соглашений о создании Европейского Союза. Так родились знаменитые **Маастрихтские соглашения** (The Maastricht Treaty). Подписание Маастрихтского договора ознаменовало собой новую эру в создании валютного союза. В этом договоре впервые были сформулированы основные требования, предъявляемые к уровню инфляции, обменному курсу, процентной ставке, размеру бюджетного дефицита и уровню накопленного долга страны-претендентки на вступление в ЭВС.

Учреждение 1 января 1994 г. **Европейского Валютного Института** (ЕВИ - European Monetary Institute, EMI) означало переход ко второй стадии реализации ЭВС. Одновременно с этим прекратил свое существование Комитет центральных банков. ЕВИ не нес никакой ответственности за проведение валютной политики в ЕС (за нее отвечали национальные власти), он занимался решением двух основных задач. Во-первых, усиление сотрудничества центральных банков Европы и координации валютной политики стран ЕС. Во-вторых, подготовка создания **Европейской Системы Центральных банков** (ЕСЦБ - European System Central Banks, ESCB). На ЕВИ по Маастрихтским соглашениям был переложен весь груз по организации ЕСЦБ. В его обязанности входила подготовка целого ряда положений, начиная от инструментария монетарной политики ЕЦБ и заканчивая проектом и спецификацией евробанкнот. На ЕВИ лежала ответственность по разработке сценария перехода к единой валюте, валютно-финансовых



отношений со странами ЕС, не входящими в ЭВС, и контроль за соблюдением критериев конвергенции. Для выполнения этих задач ЕВИ пришлось заодно заниматься вопросами изменения национального законодательства стран Европы. В соответствии с требованиями устава ЕВИ публиковал с 1994 по 1997 год отчеты о ходе подготовительных работ. К январю прошлого г. ЕВИ полностью закончил подготовку к созданию ЕСЦБ. В декабре 1996 г. ЕВИ представил Европейскому Совету отчет, который обозначил контуры нового **Механизма обменных курсов - II** (ERM-II). Проект ERM-II был окончательно утвержден в июне 1997 г.

Для обеспечения функционирования ЭВС после перехода к евро в июне 1997 г. страны ЕС приняли Пакт стабильности и роста. В мае 1998 г. его дополнила "Декларация Вайгеля", которая увеличила обязательства членов ЭВС после перехода к единой валюте. Наконец, 2 мая 1998 г. в ходе специальных заседаний в Брюсселе были определены 11 стран, которые примут участие в третьей стадии создания ЭВС. С учреждением 1 июня 1998 г. ЕЦБ Европейский Валютный Институт закончил свое существование и вплоть до конца года находился в процессе реорганизации. Итогом многолетней подготовки стало начало 1 января 1999 г. заключительной фазы образования ЭВС. Европейские валюты 11 стран конвертированы в евро, а общая валютная политика стран ЭВС стала контролироваться ЕЦБ.

## 5. Валютное регулирование

Валютная политика, о которой не раз уже упоминалось, представляет собой совокупность экономических, правовых и организационных мер и форм в области валютных отношений. Различается текущая и структурная валютная политика.

**Текущая валютная политика** – это совокупность мер, направленных на повседневное, оперативное регулирование валютного курса, возможных операций, деятельности валютного рынка и рынка золота. Текущая валютная политика традиционно осуществляется рядом государственных органов управления – Министерством финансов, Центральным банком, специализированными учреждениями валютного контроля и т.д. В рамках текущей валютной политики проводится регулирование конъюнктуры рынка посредством валютных интервенций, ограничений, субсидирования, диверсификации валютных резервов и т.д. Из текущей валютной политики можно особо выделить **девизную валютную политику**, которая представляет собой систему регулирования валютного курса через покупки и продажи иностранной валюты денежными властями (т.е. валютную интервенцию) и валютные ограничения.

**Структурная валютная политика** – это совокупность мероприятий, направленных на осуществление долговременных структурных изменений в международной валютной системе. Структурная валютная политика осуществляется на межгосударственном уровне (где координатором выступает МВФ) или уровне экономических группировок (союзов, объединений, ассоциаций) разных стран.

Всякая национальная валютная политика с правовой точки зрения зиждется на **валютном регулировании**, которое является системой, регламентирующей порядок международных расчетов и сделок с валютными ценностями. Валютные операции внутри страны регулируются государственными нормативными актами, а там, где отсутствует компетенция внутренних органов регулирования – международными валютными соглашениями. На практическом уровне валютное регулирование реализуется через **валютный контроль** и **контроль над движением капитала**, которым и будет посвящена данная глава.

## 5.1. Валютный контроль

В западной литературе можно различить два вида определения валютного контроля. В узком определении валютный контроль трактуется как ограничения, лимитирующие право обмена национальной валюты на валюту иностранного государства. В более широком смысле валютный контроль представляет собой регулирование использования национальной валюты в международной торговле и финансах. Таким образом, в западной литературе под валютным контролем понимается система определенных ограничений, регламентирующая порядок проведения валютно-обменных или международных операций с участием национальной валюты.

Однако валютный контроль регулирует не столько сделки с национальной валютой, сколько операции с иностранной валютой и прочими валютными ценностями. Валютный контроль скорее следует определять как законодательное или административное запрещение, лимитирование и регламентация операции резидентов и нерезидентов с валютой и другими валютными ценностями. Кроме того, валютный контроль включает в себя надзор, регистрацию и учет операций с валютными ценностями. Посредством валютного контроля денежные власти (которыми могут выступать правительство, центральный банк или специализированное учреждение) регулируют валютные, экспортно-импортные и иные внешнеэкономические операции. Наличие валютного контроля говорит о том, что валютный режим данной страны занимает промежуточное положение между полной конвертируемостью, существующей в ряде развитых стран, и запретом на обратимость валют, который практиковался в социалистических странах и используется сейчас в большинстве развивающихся стран.

Принципы валютного регулирования:

- концентрация валютных операций в центральном и уполномоченных (девизных) банках;
- лицензирование валютных операций — требование получения предварительного разрешения органов валютного контроля для приобретения импортерами или должниками иностранной валюты;
- полное или частичное блокирование валютных счетов;
- ограничение обратимости валют через установление дифференцированного режима конвертируемости для резидентов и нерезидентов.

Следует различать формы валютных ограничений по сферам их применения.

Валютные ограничения по текущим операциям платежного баланса:

- блокирование валютной выручки иностранных экспортеров от продажи товаров в данной стране, ограничение их возможностей распоряжаться этими средствами;
- обязательная продажа валютной выручки экспортеров полностью или частично центральному или девизным банкам;
- ограниченная продажа иностранной валюты импортерам (при наличии разрешения органа валютного контроля). В некоторых странах импортер обязан внести на депозит в банк определенную сумму национальной валюты для получения импортной лицензии;
- ограничения на форвардные покупки импортерами иностранной валюты;
- запрещение продажи товаров за рубежом на национальную валюту;
- запрещение оплаты импорта некоторых товаров иностранной валютой;
- регулирование сроков платежей по экспорту и импорту в условиях нестабильности валютных курсов.

Валютные ограничения по операциям, связанным с движением капитала, могут быть направлены как на стимулирование притока капиталов, так и на сдерживание притока капиталов.

При пассивном платежном балансе применяются следующие меры по ограничению вывоза капитала и стимулированию притока капиталов для поддержания курса валюты:

- лимитирование вывоза национальной и иностранной валюты, золота, ценных бумаг, предоставления кредитов;
- контроль за деятельностью рынка ссудных капиталов: операции осуществляются только с разрешения министерства финансов и при представлении информации о размере выдаваемых кредитов и прямых инвестиций за рубежом; привлечение иностранных кредитов при условии предварительного разрешения органов валютного контроля (в частности, на эмиссию займов) с тем, чтобы они не оказывали негативного воздействия на национальный валютный рынок, рынок ссудных капиталов и рост денежной массы в обращении;
- полное или частичное прекращение погашения внешней задолженности либо разрешение оплаты ее национальной валютой без права перевода за границу.

При активном платежном балансе в целях сдерживания притока капиталов и повышения курса национальной валюты применяются следующие формы валютного контроля по финансовым операциям:

- депонирование на беспроцентном счете в центральном банке новых заграничных обязательств банков;
- запрет на инвестиции нерезидентов и продажи национальных ценных бумаг иностранцам;.

- обязательная конверсия займов в иностранной валюте в национальном центральном банке;
- запрет на выплату процентов по срочным вкладам иностранцам в национальной валюте;
- введение отрицательной процентной ставки по вкладам нерезидентов в национальной валюте. В данном случае проценты платит или вкладчик банку, или, что более вероятно, банк, привлекающий вклады в иностранной валюте, выплачивает государственному учреждению - центральному банку;
- ограничение ввоза валюты в страну;
- ограничения на форвардные продажи национальной валюты иностранцам;
- применение принудительных депозитов.

Введение валютных ограничений часто сопровождается установлением множественности валютных курсов, т.е. введением дифференцированных курсовых соотношений валют по различным видам операций, товарным группам и регионам. Впервые множественность валютных курсов стала применяться в период мирового экономического кризиса 1929-33 гг. после отмены золотого стандарта и введения валютных ограничений. При этом многие валютные счета были заблокированы, а дисконт по отношению к официальному курсу валюты, например, в Германии, колебались в пределах от 10 до 90%. После Второй мировой войны многие страны-члены МВФ в нарушение его Устава практиковали множественность валютных курсов. Так, во Франции было установлено десять валютных курсов. В Турции до середины 1960-х гг. наряду с завышенным официальным курсом национальной валюты применялись и другие дифференцированные курсы для разных видов экспорта. С введением конвертируемости валют в большинстве промышленно развитых стран их курс был унифицирован, однако отдельные государства периодически вводят множественность курсов в форме двойного валютного рынка. Большинство развивающихся стран не приняло обязательства по отмене валютных ограничений в соответствии со статьей VIII Устава МВФ и пользуется льготами переходного периода. Так, некоторые страны Латинской Америки, хотя официально и отменили валютные ограничения, фактически продолжают их применять.

Валютный контроль целесообразно использовать в нескольких целях:

- Снижение дефицита платежного баланса и стимулирование определенных видов экспорта и импорта.
- Защита фиксированного валютного курса и сохранение золотовалютных резервов.
- Уменьшение возможностей для несоответствующего движения в краткосрочном периоде валютного курса реальному положению дел в экономике.

- Пресечение нежелательного влияния перетоков «горячих денег» и защита международной меновой стоимости национальной валюты.

- Снижение волатильности обменного курса валют, возникающей вследствие деятельности валютных спекулянтов.

Как показывает практика международных отношений, в большинстве случаев власти прибегают к мерам валютного контроля для того, чтобы сохранить автономность внутренней экономической политики и защитить национальный рынок от негативного влияния, оказываемого дефицитом торгового баланса, растущим внешним долгом или в целях управления движением капиталов. Таким образом, первичной целью валютного контроля (так же как и целью поддержания в некоторых случаях неконвертируемости) является защита внутренней экономики от отрицательного воздействия международного рынка.

## **5.2. Валютный контроль как реакция на недостатки режима валютного курса**

Опыт развития стран с рыночной экономикой продемонстрировал, что для некоторых государств поддержание стандартного валютного режима ведет к возникновению продолжительного дисбаланса на внутреннем рынке. Этот дисбаланс может выражаться, например, в накоплении чрезмерно объемного долга или ростом инфляции, стимулирующей обесценение национальной валюты. Дисбаланс препятствует проведению автономной экономической политики, вследствие чего власти вынуждены использовать административные средства регулирования экономики.

Оба известных валютных режима обладают недостатками. В системе фиксированного обменного курса защита валютного паритета ведет к значительной потере золотовалютных резервов центральным банком. Истощение резервов дает возможность спекулянтам предпринять атаку на валютный курс, что рано или поздно оборачивается пересмотром уровня фиксации обменного курса либо переходом на плавающий валютный курс. В системе плавающего курса там, где финансовые рынки разных стран глубоко интегрированы между собой, национальные экономические политики находятся во взаимосвязанном состоянии. Синхронное изменение цен и процентных ставок в странах с плавающим валютным курсом неизбежно ведет к развитию дисбаланса счета текущих операций и нестабильному валютному курсу. В результате увеличение стоимости импорта из-за обесценения национальной валюты стимулирует инфляционное давление и тормозит процесс рефинансирования или погашения внешнего долга. Возможность противостояния валютным атакам на обменный курс в условиях плавающего валютного курса является показателем приспособляемости экономической политики к резким изменениям процентных ставок.

Все эти минусы валютных режима иллюстрирует ход развития международных валютных отношений. Исторически первым режимом валютного курса был фиксированный обменный курс. В 1944 г. в Бреттон-Вудсе была учреждена международная система фиксированных курсов, одним из основных положений которой являлась конвертируемость доллара США в золото. В послевоенный период золотые резервы Соединенных Штатов составляли 80% от общемировых резервов. В течение 1960-х гг. рост американских военных расходов и инвестиций за пределами США вылился в дефицит торгового баланса, который привел к тому, что золотые резервы стали резко падать. Зато золотые резервы европейских и японского центральных банков быстро увеличивались. В начале 1971 г. американские золотые резервы покрывали не более 1/3 зарубежных вкладов в долларах США. Опасаясь изменения уровня фиксации золотого паритета, инвесторы начали вывозить капиталы с американского рынка. В результате в марте 1973 г. под напором валютных спекуляций ведущие центральные банки были вынуждены отказаться от системы фиксированных курсов и перейти к плавающему курсу.

В 1960-х гг. ранние критики системы фиксированных курсов полагали, что только гибкие валютные курсы способны обеспечить приемлемую степень автономности и устойчивости экономической политики. Прошли десятилетия, и теперь специалисты предпочитают отмечать не достоинства, а недостатки системы гибких валютных курсов – финансовую нестабильность и взаимозависимость экономик разных стран.

С крахом Бреттон-Вудской системы неопределенность в денежно-кредитной сфере, царившая в 1970-х гг. привела к возникновению инфляционных волн, которые гуляли по мировому рынку. Для отдельно взятой страны инфляционное давление проявлялось в значительном росте цен на сырье и образованием спирали рост цен – рост заработной платы. Инфляцию можно считать главной проблемой 1970-х гг. Новая международная валютная система, опирающаяся на несколько ключевых резервных валют, привела к тому, что финансовые рынки стали высоко чувствительными к ожиданиям рыночных игроков. Произвольные перемещения капиталов, порожденные изменением ожиданий, лишь обнажили неспособность денежных властей проводить самостоятельную экономическую политику. В результате страны, чьи валюты не играли особой роли на международном рынке, в целях поддержания стабильности начали или объединяться в валютные блоки, либо ограничивать конвертируемость национальных валют.

Образование Европейской Системы в 1977 г. представляет один из таких примеров реакции группы стран на международную финансовую нестабильность. Идя на формирование Механизма Обменных Курсов в ЕЭС, европейские страны первоначально стремились обезопасить себя от резких колебаний процентной ставки в Америке, которые были не

редкостью в тот период времени. Основными проводниками идеи валютных блоков в 1960-х и 1970-х гг. можно считать Роберта Манделла и Рональда МакКиннона, усердно ратовавших за создание в системе плавающих курсов нескольких зон с фиксированными валютными паритетами.

Введение валютного контроля является альтернативным вариантом реакции на повышенную финансовую нестабильность. Пик наиболее изощренных мер валютного контроля приходится на 1980-е гг., когда, несмотря на рост мировой торговли, многие страны продолжали поддерживать валютные ограничения. Среди экономистов-сторонников валютного контроля следует выделить Джеймса Тобина, который настойчиво рекомендовал использовать контроль над краткосрочным движением капитала.

Ограничение конвертируемости является единственным средством защиты национальной экономики от негативного влияния внешнего рынка в двух случаях:

- экономика не обладает свойствами самодостаточности и устойчивости, что в условиях плавающих валютных курсов приводит к неизбежному возникновению экономического дисбаланса;
- власти не в состоянии справиться с внезапным кризисом доверия в системе фиксированного валютного курса.

Сейчас в мире главенствуют плавающие курсы, и поскольку они подходят не для каждой страны, достаточно большое число стран придерживаются валютного контроля. Для этих стран введение полной конвертируемости равнозначно финансовому кризису. В целом же система плавающих курсов на общемировом уровне характеризуется диспропорциями развития в пользу стран-эмитентов резервных валют. Тем не менее, некоторые монетаристы, в частности, Милтон Фридмен, пытаются представить систему плавающих курсов как инструмент, объединяющий разнообразные национальные валюты в одну нейтральную валюту. Однако на практике эта концепция оказывается несостоятельной при рассмотрении дисбаланса на рынке труда и внешних платежей.

Продолжительная практика использования валютного контроля может показаться тем более удивительной, что с течением времени происходит рост международной торговли, который сопровождается увеличением числа стран, участвующих в торговле, и диверсификации мирового экспорта. А ведь рост международной торговли должен происходить в условиях снижения внешнеэкономических ограничений. Однако этому есть простое объяснение. Страны, использующие валютный контроль, находятся на более ранних стадиях экономического развития. Несмотря на рост мировой экономики и, в частности, международной торговли, разрыв между развитыми и развивающимися странами продолжает сохраняться, что и обуславливает продолжительную практику валютного контроля. Наличие валютных



ограничений в данном случае иллюстрирует прямую взаимосвязь между товарным обращением и обращением средств платежа. Эта связь играет решающую роль в эволюции валютного контроля.

### **5.3. Двойственная природа валютного контроля**

В предыдущем разделе речь шла, в основном, об использовании валютного контроля в качестве инструмента регулирования валютно-финансовых отношений между странами. Однако помимо операций с капиталом валютный контроль также регулирует внешнеторговые операции. В этой связи можно говорить о том, что валютный контроль затрагивает две стороны международных экономических отношений: торговую и финансовую. Подобная двойственность валютного контроля иллюстрируется распределением ролей среди международных институтов, ответственных за развитие мирового рынка. Сфера внешнеэкономического регулирования находится в сфере внимания двух международных институтов: ГАТТ/ВТО и МВФ. Роль ГАТТ/ВТО состоит в снятии барьеров на пути международной торговли, а роль МВФ согласно первой статье его Устава от 1944 г. заключается в ослаблении валютных ограничений и постепенном переходе к полной конвертируемости.

Как нетрудно заметить, оба аспекта международных экономических отношений - торговый и финансовый – взаимосвязаны между собой. Направленность и уровень внешней торговли зависит от международных финансовых и платежных условий. Развитие международной торговли, в свою очередь, стимулирует расширение банковских филиальных сетей и финансовых инноваций. В случае т.н. «невидимой торговли» оба аспекта объединяются.

Термин «невидимые» операции применяется для обозначения статей платежного баланса, не относящихся к экспорту или импорту товаров. «Невидимая торговля» включает в себя платежи и поступления иностранной валюты по таким статьям как фрахт, страхование, проценты и дивиденды, ценные бумаги, кредиты и займы, туризм, денежные переводы и т.д. Торговый и финансовый аспекты также объединяются в случае предоставления различного рода специализированных услуг, связанных с созданием зарубежных филиальных сетей (например, инвестиционная и страховая деятельность, консалтинг, взаимодействие торговых палат и т.д.). Специализированные услуги играют стратегическую роль в международной торговле: они создаются и потребляются, главным образом, транснациональными корпорациями, занимающими ведущие позиции в мировой торговле. В данном случае свободное передвижение международных капиталов и самостоятельный выбор платежных условий является одним из ключевых показателей развития экономики.

«Невидимая торговля» не относится к области внешнеэкономических отношений, не подверженных государственному

регулированию, поскольку степень свободы в проведении «невидимых» операций критическим образом зависит от либерализации движения капитала. А эта сфера длительное время оставалась под жестким контролем государства. ОЭСР, которая уже в 1950-х гг. определила либерализационный кодекс для «невидимой торговли», в 1970-х гг. признала свое бессилие в попытках дерегулирования, особенно в части отстаивания прав ведения бизнеса на территории иностранных государств. Наиболее сильное сопротивление либерализации оказывали развивающиеся страны, где регулирование сферы услуг считается стратегическим направлением государственной политики. Тем не менее, на многосторонних переговорах в рамках «Токийского раунда», продолжавшихся с 1972 по 1979 г. Соединенные Штаты добились либерализации «невидимой торговли» среди стран-участниц ГАТТ/ВТО.

Помимо взаимосвязи между торговлей товарами и торговлей капиталом (как в случае «невидимых» операций) следует различать взаимозависимость между различными формами контроля над валютно-обменными и торговыми операциями. Ни для кого не секрет, что денежные власти и представители частного сектора нередко используют валютный контроль для того, чтобы дополнить или, наоборот, пресечь некоторые виды операций. Например, в среде жесткого контроля над валютно-обменными операциями рыночные игроки могут сознательно манипулировать платежными условиями и проводить фиктивные или фальсифицированные торговые операции с тем, чтобы избежать ограничительных мер. Денежные власти в ответ могут пойти на дальнейшее ужесточение валютного контроля, но теперь уже в области внешнеторговых операций.

Подобные примеры реакции властей были изучены рядом экономистов, результатом чего стало создание модели эволюции валютного контроля. В конце 1970-х гг. Крюгер, Бхадвати и МакКиннон рассмотрели наиболее типичные формы контроля торговых и валютно-финансовых связей между странами. Также были проанализированы торговые ограничения в одиннадцати развивающихся странах. По мнению исследователей, следует выделять пять этапов эволюции валютного контроля, которые не обязательно следуют друг за другом:

1. Создание универсального и однородного контроля над импортом. Обычно данный тип контроля используется во избежание растущего дефицита платежного баланса.

2. Введение дифференцированного контроля над внешнеторговыми операциями с тем, чтобы стимулировать отдельные виды импорта или экспорта.

3. С течением времени власти, скорее всего, пойдут на смягчение валютного контроля. Однако при попытке отказа от прямого контроля (или отмены системы квот) может произойти девальвация национальной валюты.

4. За этими событиями власти или вернуться к ситуации, характерной для второго этапа эволюции валютного контроля, либо либерализуют внешнюю торговлю, заменив квоты тарифами.

5. Введение полной конвертируемости по текущим операциям, которые теперь начинают подвергаться обложению таможенными пошлинами.

Крюгер и Бхадвати полагают, что либерализация торговли, венчающая эволюцию валютного контроля, представляет собой отмену всех типов квот. По их мнению, даже если власти заменяют квоты на таможенные пошлины, внешнюю торговлю можно считать либерализованной. Такой подход ведет к появлению на теоретическом уровне двух проблем. Во-первых, согласно теореме международной экономики квоты и таможенные пошлины эквивалентны по своей сути, поскольку производят одинаковый эффект. Во-вторых, изменение внешнеторговых ограничений должно вести к созданию более оптимального режима, что не наблюдается на практике. Страны не редко даже предпочитают сохранять невыгодный (с точки зрения структуры торговли) внешнеторговый режим. Каким образом можно было бы объяснить эти феномены? Крюгер и Бхадвати указывают на то, что условия, необходимые для выполнения теоремы эквивалентности, на практике никогда не выполняются. Распределение импортных лицензий в случае с квотами ведет к изменению распределения ресурсов на внутреннем рынке. Таким образом, квотирование выступает инструментом влияния на структуру национальной экономики. Таможенные пошлины таким эффектом не обладают. Как справедливо отмечает МакКиннон, власти, распоряжаясь монопольным правом квотирования, распределяют лицензии только среди привилегированных участников рынка. Тем самым, они однозначно дают понять рынку, какие отрасли и предприятия следует считать приоритетными. Импортные лицензии гарантируют предприятиям доступ к ограниченным ресурсам, таким как капитал. Слабый внутренний финансовый рынок, характеризующийся дефицитом капитала, способен профинансировать только приоритетные отрасли, которые, гарантируют доходность и возврат заемных средств. В системе таможенных пошлин экономика не обладает столь однозначным механизмом распределения ограниченных ресурсов, поскольку рынок должен самостоятельно, методом проб и ошибок, выявить приоритетные отрасли и предприятия. Подобное объяснение, учитывающее состояние внутреннего финансового рынка, позволяет понять, почему некоторые страны продолжают сохранять «невыгодный» внешнеторговый режим. По всей видимости, слабый финансовый рынок, испытывающий дефицит капитала, является одной из основных причин ограничения свободного обращения валют.

#### **5.4. Причины использования валютного контроля: прошлое и настоящее**

Люди нередко задаются вопросом, что же заставляет страны придерживаться валютного контроля. Ведь ему присуще больше недостатков, чем преимуществ. С одной стороны, валютный контроль оказывает негативный экономический эффект: ограничение развития внешней торговли, нарушение международных экономических связей и т.д. С другой стороны, валютный контроль предоставляет широкие возможности для мошенничества и манипулирования платежными условиями, что сводит на нет все валютные ограничения. Наконец, функционирование системы валютного контроля обходится отнюдь не дешево с точки зрения административных издержек и бюджетных расходов. Как нередко замечают противники ограничений, валютного контроля придерживаются в основном слабые правительства, для которых легче и выгодней использовать простые бюрократические меры регулирования, чем проводить непопулярные реформы, выводящие экономику на новый уровень развития и делающие ненужными всякие ограничения.

Критики валютного контроля могут так думать не без оснований, однако их доводы разбиваются об аргументы сторонников валютного контроля, которые полагают, что без валютных ограничений невозможно справиться с одной из главных опасностей современного мира финансов – масштабным перемещением спекулятивного капитала. Вне зависимости от того, сильным или слабым финансовым рынком обладает национальная экономика, внутренний рынок всегда подвержен рискам бегства капитала и спекулятивных атак. Под их влиянием финансовый рынок теряет стабильность, в результате чего ни одна традиционная валютная система не в состоянии противостоять спекулятивному движению капитала. Еще в 1937 г. английский экономист Джоан Робинсон подвергла критике постулат, гласящий, что валютная система стремится к равновесию обменных курсов валют. Скорее наоборот, существуют весомые доказательства того, что традиционные валютные системы с легкостью допускают переоценку или недооценку обменных курсов. Это и объясняет, почему страны должны прибегать к таким дополнительным средствам защиты внутреннего рынка как валютный контроль.

Дискуссия сторонников и противников валютного контроля позволяет определить, что формирует политику внешнеэкономических ограничений. Во-первых, как справедливо отмечают приверженцы валютного контроля, необходимость ограничений обусловлена состоянием финансового рынка и типом валютной системы. Таким образом, с одной стороны валютный контроль зависит от внешнего фактора - международных финансовых рынков. Во-вторых, согласно критикам, указывающим на кроющиеся за системой ограничений скрытый бюрократизм и явно нерыночные тенденции, валютный

контроль определяется текущей экономической политикой властей, т.е. внутренним фактором. Например, если правительство, главным образом, состоит из консерваторов-«государственников», оно обычно стремится к сохранению ограничений на внешнеэкономическом уровне. Если же, наоборот, правительство формируется из реформаторов и поборников принципа «laissez faire», то власти будут стремиться ослабить внешнеэкономические ограничения с перспективой полного отказа от них. Проведенное деление на «консерваторов» и «реформаторов», конечно, носит условный характер, но оно позволяет обозначить направление текущей экономической политикой властей. Взаимодействие обоих факторов - внутреннего и внешнего – можно проследить на примере развития валютного контроля в мировой экономике.

Один из первых наиболее ярких примеров использования валютного контроля относится к Великобритании семнадцатого века. В тот период времени валютное законодательство (которое носило название «Royal Exchange») было принято совместно с мореходным законодательством («Navigation Acts»). Их совместное действие позволило обеспечить расширение британской империи как раз к моменту начала заката испанского и нидерландского экономического могущества. В данном случае упорядочение валютного регулирования произошло под воздействием внутреннего фактора, поскольку финансовый рынок никакой роли в начальной стадии роста британской империи не сыграл – в начале семнадцатого века лондонский Сити не проявлял той активности, которая ему будет присуща позже.

Другой пример – фашистская Германия. Жесткие немецкие валютные ограничения в 1930-х гг. были прямым следствием автократических тенденций, присущих национал социалистическому правительству. В то же самое время введение жесткого валютного контроля во Франции после 1936 г. произошло не под влиянием внутреннего фактора, а в результате того, что трехсторонний альянс (с Соединенными Штатами и Великобританией) потерпел неудачу и возникла необходимость защиты от спекулятивного движения капитала, инициированного финансовым кризисом.

Непосредственно в послевоенный период времени широкое распространение в Европе валютного контроля было уже напрямую связано с хрупкостью европейских финансовых рынков. Восстановление разрушенных экономик требовало больших капиталовложений, в результате чего рыночная ликвидность находилась на крайне низком уровне. Любое сколь либо значимое перемещение капиталов сквозь национальные границы приводило к росту волатильности валютных курсов и котировок ценных бумаг. Валютный контроль был необходим, чтобы предохранить внутренний рынок от потрясений. Частичная либерализация операций, связанных с движением капитала, стала возможной только после реализации Плана Маршалла, когда на

европейский рынок хлынула американская финансовая помощь, а регулирование международного рынка было возложено на МВФ, ОЭСР и ГАТТ/ВТО.

Прошли десятилетия и теперь растущая глобализация финансовых рынков создала в мире новую ситуацию, когда внутренний фактор отходит на задний план. Интеграция международных финансовых рынков постоянно стимулируется развитием новых информационных технологий и коммуникаций. С 1930-х гг., когда была открыта первая трансатлантическая линия связи, человечество сделало огромный шаг вперед. Создание глобальных межбанковских электронных сетей позволило объединить локальные валютные рынки в единый рынок валют. Рождение всеобщего рынка FOREX было положено в 1970-х гг., когда была организована SWIFT. За валютным рынком в 1980-х гг. благодаря автоматизации операций на фондовых биржах импульс преобразований получил рынок ценных бумаг. Все эти и другие изменения происходили совместно с значительным расширением международных товарных потоков и либерализации внешнеэкономических режимов.

Тем не менее, прогресс мировой экономики отнюдь не означает, что валютный контроль постепенно уходит в прошлое. Развитие информационных технологий, позволившее вести круглосуточную торговлю финансовыми инструментами в автоматическом режиме, резко повысило возможности для сверх краткосрочных спекулятивных операций, что лишь обострило проблему растущей глобальной нестабильности международной финансовой системы. Как следствие, в 1980-е и 1990-е гг. увеличилась частота финансовых кризисов. К наиболее типичным из них следует отнести октябрьский биржевой крах 1987 года и Азиатский кризис 1997-98 гг., когда вирус кризиса мгновенно распространялся по всему миру. Ответом на финансовые пертурбации явился пересмотр практики внешнеэкономического регулирования. Малайзия, например, после потрясений Азиатского кризиса фактически закрыла внутренний рынок для международных капиталов. Но промышленно развитые страны и страны с открытой экономикой не могут себе позволить пойти по такому пути. Единственным выходом для них является или создание региональных экономических объединений (для групп небольших стран с открытой экономикой), гарантирующих стабильность на ограниченном пространстве, либо тесная координация национальных денежно-кредитных политик (для ведущих промышленно развитых стран). В целом же на общемировом уровне сохранить стабильность позволяет ужесточение «правил игры» на международном рынке. Если же это не произойдет, без адекватного международного регулирования страны могут снова вернуться к практике внешнеэкономических ограничений.

## 6. Контроль над движением капитала

В отличие от многих тем в международной экономике, контролю над движением капитала уделено крайне незначительное внимание. Как следствие этого, контроль над движением капитала сохранялся среди промышленно развитых стран длительное время. Лишь к 1980-м гг. контроль над движением капитала постепенно стал исчезать из государственного регулирования развитых стран мира. К началу 1990-х гг. требования снять ограничения на международные операции с финансовыми инструментами стали предъявляться уже к развивающимся странам и государствам с переходной экономикой. Однако кризисы конца 1990-х гг. воскресили потребность в использовании контроля над движением капитала и изучении его влияния на экономику.

Основные подходы к контролю над движением капитала (capital control) были разработаны в ходе Первой мировой войны, когда правительства нуждались в поддержании соответствующей налоговой базы для финансирования расходов военного времени. Срезу после войны контроль над движением капитала начал исчезать, но уже в период Великой депрессии в 1930-х гг. он прочно занял место в системе государственного регулирования. Главной целью его использования в то время было предотвращение угрозы бегства капитала с национального рынка. После Бреттон-Вудской конференции в 1944 г. VI статья Устава МВФ фактически разрешила применение контроля над движением капитала. В третьем разделе VI Статьи Устава до сих пор записано: «Члены Фонда могут осуществлять контроль, необходимый для регулирования перемещения международного капитала, однако ни один член Фонда не может осуществлять контроль в такой степени, что он ограничивает платежи по текущим операциям или слишком задерживает трансферт средств, предназначенный для урегулирования обязательств, за исключением случаев, описанных в Статье VII, раздел 3(б) и Статье XIV, раздел 2». Один из разработчиков Устава МВФ, Дж. Кейнс, был открытым сторонником контроля над движением капитала, и МВФ в начале своей деятельности также часто придерживался принципов регулирования международных операций с финансовыми активами. В течение всего периода существования Бреттон-Вудской валютной системы множество стран ограничивало сделки с финансовыми инструментами для того, чтобы справиться с надвигающимися трудностями платежного баланса. Однако вскоре обнаружившиеся издержки и дисторсии<sup>1</sup> ограничений привели к постепенному отказу ведущих развитых стран от контроля над движением капитала.

---

<sup>1</sup> Дисторсия (distortion) – деформация структуры, разрыв в изменениях экономических величин.

Прежде чем понять, что собой представляет контроль над движением капитала, следует разобрать систему учета и статистики международной торговли финансовыми активами. В феврале 1993 г. был утверждена разработанная совместными усилиями ООН, МВФ, Всемирного банка и Европейского Союза новая версия национальных счетов (СНС ООН 93). В последнем варианте СНС движение капитала учитывается в группе статей платежного баланса под общим названием «Счет операций с капиталом и финансовых операций» (capital and financial account balance)<sup>2</sup>, которая состоит из двух счетов:

- Счет операций с капиталом - группа статей, учитывающая капитальные трансферты и приобретение/продажу произведенных нефинансовых активов;

- Финансовый счет - группа статей, охватывающая все операции, в результате которых происходит переход прав собственности на внешние финансовые активы и обязательства страны.

Активы и обязательства в платежном балансе классифицируются по функциональному признаку. Таким образом, можно различить четыре группы активов и обязательств: резервы, прямые, портфельные и прочие инвестиции. Резервы представляют собой международные высоко ликвидные активы, находящиеся в распоряжении денежных властей страны, и которые могут быть использованы для финансирования дефицита платежного баланса и регулирования курса национальной валюты. Прямые инвестиции осуществляются для оказания воздействия на процесс управления институциональной единицей другой страны (каким-либо предприятием). Портфельные инвестиции отражают систему взаимоотношений между резидентами и нерезидентами в связи с торговлей финансовыми инструментами, не дающими права управления объектом инвестирования. Когда инвестор владеет не менее 10% обыкновенных акций (или прав при голосовании) предприятия, то инвестиции считаются портфельными. Портфельные инвестиции охватывают инструменты денежного рынка, а также финансовые дериваты. «Другие инвестиции» представляют собой все остальные международные инвестиции, не включенные в прямые или портфельные инвестиции, например, займы, депозиты, наличные средства. В отдельную группу следует выделить капитальные трансферты. Это трансферты, включающие передачу прав собственности на основной капитал, связанные с приобретением или использованием основного капитала или предусматривающие аннулирование долга кредитором.

Если резиденты приобретают больше зарубежных финансовых активов, чем продают свои, то говорят, что страна имеет дефицит счета

---

<sup>2</sup> Для простоты и удобства в дальнейшем мы его будем называть «счет движения капитала».



движения капитала, поскольку она накапливает чистые требования к остальной части мира. Аккумуляция требований к остальному миру является ничем иным как формой национальных сбережений. И наоборот, когда другие страны накапливают требования к данному государству, то страна характеризуется избытком счета движения капитала.

### **6.1. Цели контроля над движением капитала**

Как уже упоминалось, контроль над движением капитала впервые начал использоваться в ходе Первой мировой войны для финансирования военных расходов. Покрытие государственных расходов является самой первой с исторической точки зрения целью контроля над движением капитала. В начале военных действий все крупнейшие страны-участницы конфликта приостановили действие золотого стандарта, однако сохранили фиксированный валютный курс. Во избежание бегства капитала они установили контроль над его оттоком: ограничили покупки иностранных активов и займы за рубежом. Введенные ограничения должны были позволить государству улучшить состояние своих финансов в нескольких направлениях:

- Капиталы, не находя выхода за рубеж и аккумулируясь во внутренней экономике, подвергались повышенному налогообложению, как в части уже накопленного благосостояния, так и в части текущих процентных доходов;
- растущая инфляция позволила получать больше поступлений от сеньоража;
- контроль над движением капитала снизил внутренне процентные ставки и, тем самым, уменьшил расходы на обслуживание государственного долга.

Следует сразу оговориться, что ранее применение контроля над движением капитала оказалось низкоэффективным. Ограничения мало способствовали финансированию госрасходов в связи с тем, что они удерживали процентные ставки на низком уровне (фактически делали их при высокой инфляции отрицательными), и, тем самым, не способствовали росту внутренних сбережений, за счет которых, по идее, и должен был финансироваться госдолг. Однако все это уже ушло в прошлое. Сейчас преобладают совсем иные цели контроля. Известные экономисты МВФ Барри Джонстон и Наталья Тамириса, специализирующиеся на проблеме регулирования мобильности капитала, провели в конце 1998 г. эконометрический анализ причин применения контроля над движением капитала. Обследованию были подвержены сорок пять развивающихся стран и государств с переходной экономикой, включая Россию. Согласно полученным выводам, существуют значительные различия в факторах, объясняющих контроль, как по типам операций, так и по направлению контроля (поток-отток). К

основным факторам ограничения мобильности капитала можно причислить:

- проблемы платежного баланса;
- макроэкономическое регулирование;
- неразвитость рынков капитала и финансовых институтов;
- слабость системы внутреннего регулирования и финансовые репрессии;
- размер экономики и стадия ее развития.

В ходе эмпирического исследования обнаружилось, что детерминанты контроля над движением капитала, выявленные эконометрическим анализом, полностью совпадают с тем, что говорит экономическая теория. А она называет несколько причин регулирования, которые тесно связаны между собой (см. табл. 9). Рассмотрим из них основные.

### **Кризис платежного баланса и макроэкономическое регулирование**

В течение Великой депрессии контроль над движением капитала использовался одновременно для поддержания стабильного валютного курса и достижения независимости денежно-кредитной политики – целей, которые до сих пор остаются популярными. Для того чтобы понять, как контроль над движением капитала может применяться в этом направлении, необходимо разобраться в проблемах платежного баланса. При завышенном валютном курсе национальная экономика нередко импортирует товаров и услуг больше, чем экспортирует. Такая ситуация характеризуется как дефицит платежного баланса<sup>3</sup>, она возникает по нескольким причинам:

- национальный экономический цикл асинхронизирован с циклом ведущих промышленных стран мира;
- произошло быстрое изменение цен на ключевые товары, обращающиеся на международном рынке;
- внутренняя экспансионистская политика увеличила совокупный спрос на иностранные товары и услуги;
- значительные выплаты по государственному долгу повысили вероятность дефолта и стимулировали бегство капитала;
- нерезиденты снизили объемы покупок внутренних активов из-за ухудшающейся экономической ситуации в стране.

---

<sup>3</sup> Традиционно под «дефицитом платежного баланса» понимают дисбаланс счета текущих операций, однако в данной работе это определение будет также включать дисбаланс счета движения капитала.

Существует четыре варианта корректировки платежного баланса:

1. изменение валютного курса;
2. рестриктивная денежно-кредитная политика с использованием нестерилизованных интервенций для снижения избыточного внутреннего спроса;
3. стерилизация притока иностранного капитала;
4. ограничение движения капитала.

Власти могут также прибегнуть к другим мерам экономической политики, таким как изменение налогово-бюджетной политики, однако они не относятся к вопросам ведения денежных властей и рассмотрены не будут. Вкратце проанализируем каждый из вариантов корректировки платежного баланса.

Манипуляции валютным курсом вызовут изменение соотношения внутренних и внешних цен, что выльется в выравнивание совокупного спроса и предложения. В конечном счете, это должно устранить дефицит платежного баланса. Однако в странах с фиксированным валютным курсом крайне затруднительно провести девальвацию. Падение обменного курса валют означает потерю всех преимуществ программы финансовой стабилизации на базе валютного курса. Прежде всего, снизятся стимулы для иностранных инвестиций и международной торговли. Кроме того, девальвация уменьшит доверие общества к денежно-кредитной политике властей.

Центральный банк в состоянии обойтись без девальвации, если он переключится на более жесткую денежно-кредитную политику и начнет уменьшать совокупный спрос, продавая внутренние облигации. Также центральный банк может распродать часть золотовалютных резервов и тем самым снизить объем денежной массы. Все это означает проведение нестерилизованных интервенций. Уменьшение денежного предложения вызовет рост процентных ставок, и, в некоторых случаях, падение цен на внутреннем рынке. Однако проявятся и негативные эффекты: увеличение безработицы и нестабильности финансовой системы. Фактически денежно-кредитная политика теряет независимость и становится подчиненной по отношению к цели внешней стабильности – устойчивому валютному курсу. Вернуть независимость помогут нестерилизованные интервенции. Однако как показывает опыт, операции по стерилизации можно успешно проводить только в краткосрочном периоде. Потери, получаемые за счет проведения интервенций (эмиссии ценных бумаг), в конечном счете, делают постоянные операции по стерилизации крайне дорогим мероприятием.

Естественным выходом остается изменение валютного курса. Если международные инвесторы станут полагать, что власти не будут упорствовать в защите валютного курса, то в ожидании девальвации они начнут выводить капиталы с внутреннего рынка. Появится дополнительное давление на валютном рынке, что, в конечном счете,

неизбежно закончится валютно-финансовым кризисом. Таким образом, ожидания девальвации ускорят наступление кризиса.

Как видно, движение капитала играет ключевую роль в кризисе платежного баланса. Обычно любое правительство стремится достичь три несовместимые цели: стабильность валютного курса, мобильность капитала и денежно-кредитную автономию. В условиях фиксированного валютного курса и мобильности капиталов каждая попытка достижения денежно-кредитной независимости рано или поздно заканчивается дисбалансом внешних платежей и волной спекулятивного движения капитала. Для сохранения стабильного валютного курса власти вынуждены ограничить либо движение капитала (конвертируемость по счету движения капитала), или автономию собственной денежно-кредитной политики. Если власти в меньшей степени склонны пожертвовать денежно-кредитной независимостью, то им ничего не остается, как отказаться от цели стабильности валютного курса и ввести плавающий обменный курс валюты. Феномен невозможности достижения одновременно трех описанных целей был назван Морисом Обстфельдом и Аланом Тэйлором «несовместимой троицей» или трилеммой денежно-кредитной политики. Если страна стремится избежать чрезмерных колебаний валютного курса и в то же время сохранить денежно-кредитную автономию, то ей придется ввести контроль над движением капитала. Это позволит придерживаться макроэкономических целей как внешней, так и внутренней стабильности.

### **Рост реального валютного курса**

Если отток капитала создает проблемы с платежным балансом, то его приток вызывает увеличение реального валютного курса. В течение 1980-90 гг. большое число развивающихся стран провело кардинальные реформы, сделавшие их внутренние рынки привлекательными для инвестиций. В 1987-89 гг. нетто-приток капитала в развивающиеся страны составил \$50 млрд., а через десятилетие, накануне Азиатского кризиса, в 1995-97 гг. нетто-приток возрос до \$150 млрд. Естественным следствием прихода иностранных капиталов на национальный рынок стал рост цен на внутренние активы. В странах с гибким валютным курсом это выразилось в подъеме номинального валютного курса, который потянул за собой вверх относительные цены на внутренние товары и услуги. В странах с фиксированным валютным курсом приток капитала вызвал расширение денежного предложения и, опять же, рост цен. И в том и в другом случае внутренние цены выросли по отношению к ценам на внешнем рынке. Кроме того, в большинстве стран наблюдался импортный бум и падение экспорта из-за снижения конкурентоспособности национальных отраслей. В экономической литературе эффекты, порождаемые притоком капитала, описываются как нестабильность реального валютного курса, реальный рост цен и

потеря конкурентоспособности. Существует несколько решений указанных проблем. Самое простое из них – переход на плавающий валютный курс, однако это означает рост нестабильности цен и реального валютного курса. Также можно стерилизовать приток иностранного капитала, но как уже упоминалось, операции по стерилизации успешны только в краткосрочном периоде. По всем этим причинам такие страны как Бразилия, Чили, Колумбия, не мудрствуя лукаво, выбрали контроль над движением капитала, который должен был эффективно справиться с проблемой роста реального валютного курса.

### **Теория второго лучшего**

Как правило, экономисты полагают, что ограничения на торговлю и инвестиции навязывают участникам рынка дополнительные издержки. Однако в этом правиле есть исключение. Ценовые и количественные ограничения могут быть полезны экономике и улучшать благосостояние общества, если они корректируют дефекты (провалы) рынка, которые не устраняются другим образом. Идея того, что дополнительное регулирование рынка повышает экономическое благосостояние, носит название «**теория второго лучшего**» (theory of second best). Согласно этой теории политика невмешательства на каком-либо рынке желательна только в том случае, если все другие рынки работают баз сбоев. Если такого не наблюдается, то вмешательство государства, которое на первый взгляд искажает мотивы поведения участников рынка, может увеличить благосостояние, нейтрализуя последствия дефектов рынка<sup>4</sup>. Например, если рынок труда функционирует со сбоями и не может обеспечить полной занятости, политика субсидирования трудоинтенсивных отраслей, которая была бы нежелательна в экономике с полной занятостью, приобрела бы смысл. Конечно, лучшим вариантом является более гибкая заработная плата, однако если по какой-то причине это не возможно, государственное вмешательство на других рынках послужит «вторым лучшим» средством смягчения ситуации. Классический пример государственного регулирования с использованием ценовых ограничений – налогообложение промышленности, загрязняющей окружающую среду. В связи с тем, что другим экономическим агентам навязываются нерыночные издержки, которые не компенсируются, государство улучшит ситуацию одновременно для всех, если введет налог на загрязнения окружающей среды.

---

<sup>4</sup> Более точно, теория второго лучшего гласит, что когда все необходимые условия для максимизации благосостояния или достижения «оптимума Парето» не могут быть выполнены, то попытка соблюсти возможно большее количество условий не имеет смысла, т.к. это не приводит к желаемой цели.

Когда экономисты применяют теорию второго лучшего к вопросам внешней политики, они утверждают, что внутреннее несовершенство рынка служит побудительным мотивом для вмешательства в сферу внешнеэкономических связей. Данный аргумент предполагает, что международные экономические отношения не являются источником возникновения проблемы, но внешнеэкономическая политика может служить, по крайней мере, частично, средством ее разрешения.

Смысл организации контроля над движением капитала с точки зрения теории второго лучшего заключается в следующем. Контроль позволяет сохранить внутренние сбережения для инвестирования их в национальной экономике. С позиций суверенного государства, чем выше норма внутренних инвестиций, тем лучше; и желательно, чтобы не только полностью использовались внутренние сбережения, но также привлекались внешние сбережения из-за границы. На практике, однако, в силу различных дефектов рынка резиденты могут избегать инвестировать в национальное производство, диспропорционально вкладывая за рубежом. Причиной вывоза капитала могут быть самые разнообразные дефекты рынка: жесткость товарных цен и заработной платы, диспропорции в налоговой системе, ожидания либерализации внешней торговли и простейшие спекуляции частного сектора. В развивающихся странах изъянами рынка чаще всего выступают информационные проблемы, перекосы государственного регулирования, дисторсии финансового сектора (слабые и неплатежеспособные банковские системы или отсутствие развитых рынков капитала), а также высокие риски: опасность безответственного поведения из-за государственных гарантий и политические риски. Во избежание вывоза капитала и снижения уровня внутренних инвестиций (и, как следствия, в дальнейшем падения объемов производства), целесообразно контролировать отток капитала из страны.

Рациональное обоснование контроля над движением капитала восходит к аргументам в пользу тарифов на международных товарных рынках. Один из этих аргументов заключается в том, что маленькие внутренние фирмы при прочих равных условиях менее конкурентоспособны по сравнению с крупными зарубежными корпорациями. Для того чтобы дать им «вырасти» необходим временный протекционизм посредством торговых барьеров. Аналогичным образом, контроль над движением капитала позволяет защитить внутренние неразвитые финансовые рынки от зарубежной конкуренции. Тем не менее, на практике, поощряемая протекционизмом финансовая индустрия так никогда и не вырастает из неразвитой во «взрослую», в результате чего защита растягивается на неопределенный период.

### Другие цели контроля над движением капитала

Помимо вышеуказанных причин использование контроля над движением капитала может мотивироваться другими факторами. К ним, прежде всего, относятся международные риски; проблемы системной стабильности; размер экономики и ее открытость; государственное регулирование; социальные, общественные или стратегические причины регулирования иностранных инвестиций.

Международные операции по сравнению со сделками на внутреннем рынке характеризуются дополнительными рисками. К таким рискам можно отнести трансфертный, суверенный, валютный риск. Кроме того, из-за различий в регулировании, бухгалтерских стандартах и законодательстве к иностранным ценным бумагам нередко предъявляются более мягкие требования по биржевому листингу. В целях **принудительного снижения рисков** власти могут ввести контроль над оттоком капитала.

Контроль над движением капитала оправдывается также необходимостью **обеспечения системной стабильности**. Ограничения помогают сократить избыточную деятельность национальных финансовых учреждений за рубежом (т.н. «валютную экспозицию») или удлинить горизонт инвестирования.

Считается, что **крупная страна** обладает широкими возможностями для диверсификации инвестиций, и, следовательно, меньшими стимулами для либерализации счета движения капитала по отношению к небольшим странам.

**Общая открытость экономики** также влияет на контроль над движением капитала. С одной стороны, открытые экономики сильно подвержены внешним шокам, и по этой причине им следует прибегнуть к валютному контролю и ограничению мобильности международных капиталов. С другой стороны, в открытой экономике существует больше путей обхода ограничений, и вводить контроль над движением капитала бесполезно.

Широкое распространение контроль над движением капитала иногда отражает государственную идеологию **оптимальной степени вмешательства** в рыночную экономику. Для слабого государства характерно снижение прозрачности рынка и увеличение его регулирования.

Контроль над движением капитала может использоваться в ходе **финансовых репрессий**. Принудительные меры со стороны государства применяются, преимущественно, в тоталитарных странах и ряде государств с развивающейся экономикой. Финансовый сектор подвергается репрессиям через ограничения на процентные ставки, высокие резервные требования, кредитные «потолки» и целевые государственные кредиты. Следствием всего этого становится уменьшение конкуренции на внутреннем рынке и ослабление финансовой системы.

Контроль над движением капитала нередко **дополняет внутренний контроль** со стороны властей за процентными ставками и кредитованием. Дело в том, что международные потоки капитала позволяют обходить самые разнообразные методы регулирования, в результате чего падает эффективность денежно-кредитной политики. Чтобы этого избежать, власти ограничивают мобильность капитала.

Наконец, ограничение прямых иностранных инвестиций может объясняться желанием защиты важного или чувствительного сектора экономики по причинам **национальной безопасности, суверенитета и культуры**.

Таблица 9.

**Цели контроля над движением капитала: историческая ретроспектива.**

Источник: составлено по Neely Christopher J. An Introduction to Capital Controls.

*Review* №6, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1999.

<b>Цели контроля</b>	<b>Направление контроля</b>	<b>Примеры</b>	<b>Комментарии</b>
Увеличение государственных доходов/финансирование военных расходов	Отток капитала	Страны, участвовавших в конфликтах Первой и Второй мировых войн	Контроль над оттоком капитала позволяет стране снизить внутренние процентные ставки при высокой инфляции и фиксированном валютном курсе
Финансовая репрессия	Отток капитала	Некоторые развивающиеся страны	Правительства, использующие средства финансовой системы для стимулирования роста приоритетных отраслей экономики, прибегают к контролю над движением капитала, чтобы предотвратить его отток в поисках более высоких доходов
Корректировка дефицита платежного баланса	Отток капитала	Американский налог по выравниванию процентных ставок, 1963-74 гг.	Контроль над потоком капитала из страны снизит спрос на иностранные активы без рестриктивной денежно-кредитной политики или девальвации.
Корректировка избытка платежного баланса	Приток капитала	Немецкая схема Бардепота, 1972-74 гг.	Контроль над притоком капитала уменьшает спрос нерезидентов на внутренние активы без экспансионистской денежно-кредитной политики или ревальвации.



Снижение волатильности иностранных инвестиций	Приток капитала	Чили, 1991-98 гг.	Уменьшается приток тех видов инвестиций, которые первыми покинут страну в ходе кризиса. Это позволяет достичь повышенной макроэкономической стабильности.
Предотвращение финансовой дестабилизации	Приток капитала	Чили, 1991-98 гг.	Посредством контроля над движением капитала регулируется объем и структура иностранных инвестиций, что укрепляет внутреннюю финансовую систему.
Достижение устойчивости реального валютного курса	Приток капитала	Чили, 1991-98 гг.	Ограничение притока капитала и, как следствие, стабильный реальный валютный курс, позволяют избежать расширения денежного предложения и инфляции.
Ограничение зарубежной собственности на внутренние активы	Приток капитала	Двадцать седьмая статья мексиканской конституции	Иностранная собственность на такие виды внутренних активов как природные ресурсы вызывает общественно-политическое напряжение.
Необходимость увеличения внутренних капиталовложений	Отток капитала	Россия	Борьба с бегством капитала, в конечном счете, должна приводить к росту внутренних инвестиций.
Защита внутреннего финансового сектора	Приток и отток капитала	Большинство развивающихся стран	Временный протекционизм необходим для защиты от иностранной конкуренции на период становления национальных институтов и развития рынка.

## 6.2. Типы контроля над движением капитала

Под контролем над движением капитала может пониматься любая экономическая политика властей, направленная на ограничение мобильности международного капитала и способная изменить состояние счета операций с капиталом и финансовых операций. К такому широкому определению приходится прибегать по той простой причине, что на прикладном уровне крайне сложно обобщить все методы и типы контроля из-за обширного разнообразия форм и целей его использования. Если говорить о типах контроля над движением капитала, то он может принимать форму налогообложения, ценового или количественного ограничения, либо прямого запрета международных операций с какими-либо видами финансовых активов. Согласно статистической оценке Барри Джонстона и Натальи Тамириса чаще всего контролю над движением капитала подвергаются следующие типы операций:

- сделки с ценными бумагами рынка капитала и денежного рынка, а также связанными с ними производными инструментами;
- коммерческие и финансовые кредиты, гарантии по ссудам и долговым ценным бумагам;
- прямые иностранные инвестиции и покупка недвижимости;
- любые финансовые операции, проводимые банками и институциональными инвесторами.

В строгом смысле контроль над движением капитала по своему экономическому содержанию соответствует валютному контролю, который регламентирует операции с валютными ценностями. Хотя все же, когда речь идет о валютном контроле, то в виду имеют не столько счет движения капитала, сколько счет текущих операций. Если валютный контроль затрагивает внешнеторговую сферу, то контроль над движением капитала однозначно направлен на регулирование международной торговли финансовыми активами.

Контроль над международными потоками капитала подразделяется на «административный» или прямой контроль и «рыночный» или косвенный контроль. Во многих случаях, когда страны сталкиваются с проблемой масштабного перемещения финансовых ресурсов, контроль над движением капитала используется в тандеме с другими инструментами экономической политики. **Административный контроль** ограничивает операции с капиталом и/или связанные с ним платежи и трансферты денежных средств посредством прямого запрещения, количественного лимитирования или процедуры официального одобрения. С использованием административного

контроля регулируются классические (традиционные) международные операции с капиталом. Его общей характеристикой является то, что он принудительно навязывает финансовому сектору дополнительные обязательства. **Косвенный контроль** препятствует перемещению капитала и связанным с ним операциям посредством системы издержек. Рыночный контроль осуществляется в нескольких формах, главными из которых являются множественность валютных курсов, явное и скрытое налогообложение, а также ценовые методы регулирования. Косвенный контроль может влиять как на цену, так одновременно на цену и на объем финансовых операций. Рассмотрим основные формы рыночного контроля.

Множественность валютных курсов заключается в том, что для различных типов операций используются неодинаковые курсы обмена национальной валюты. Чаще всего власти ограничиваются введением двух валютных курсов: для текущих и для капитальных операций платежного баланса. Валютный рынок разделяется на два сектора. Валютообменные операции, связанные с внешней торговлей и прямыми инвестициями, обычно выводятся из-под контроля. Двойной валютный рынок организуется, если власти полагают, что высокие краткосрочные процентные ставки неприемлемы для внутреннего рынка. По существу множественность валютных курсов увеличивает издержки спекулянтов при попытках атаки на валютный курс. Двойной валютный рынок также может создать предпосылки для притока капитала и вместе с тем предотвратить переоценку валютного курса по счету текущих операций. Множественность валютных курсов влияет как на цену, так и на объем операций. Для организации нескольких секторов валютного рынка необходимо принять соответствующее законодательство, которое бы административно разделило валютообменные операции для резидентов и нерезидентов как в части текущих, так и в части капитальных операций платежного баланса.

Явное налогообложение потоков капитала предполагает взимание налогов или сборов с держателей внешних финансовых активов. Тем самым ограничивается привлекательность для резидентов зарубежных активов, а для нерезидентов – внутренних активов, поскольку для тех и для других снижается доходность портфеля внешних авуаров. Налоговые ставки могут различаться в зависимости от типа операции и ее срочности.

Косвенное налогообложение в форме беспроцентных резервных обязательств или депозитных требований. Данная форма контроля над движением капитала является, пожалуй, самой распространенной в международной практике. Ее суть заключается в том, что инвесторы обязаны бессрочно депонировать на счетах центрального банка часть денежных средств (в национальной или иностранной валюте), равную определенной доли вложений на внутреннем рынке или нетто-позиции в иностранной валюте. Депозитные требования позволяют контролировать как приток, так и отток капитала из страны. В последнем случае инвестор должен зарезервировать часть экспортируемого капитала. В случае давления на курс национальной валюты центральный банк может полностью нивелировать атаку спекулянтов, повысив требования по иностранным активам до 100% от объема вложений.

Другие методы косвенного регулирования могут принимать форму как ценового, так и количественного контроля. Все они основываются на дискриминации по отношению к различным типам операций и инвесторам. К таким методам регулирования относятся:

- дополнительные банковские отчисления в резервные фонды для страхования вложений в иностранные активы;
- асимметричные ограничения на открытую позицию в иностранной валюте для «длинной» и «короткой» позиции, а также для резидентов и нерезидентов;
- требования наличия высокого кредитного рейтинга для заимствований за рубежом.

### **6.3. Направление контроля**

В ходе анализа движения капитала принято различать контроль над долго- и краткосрочным капиталом. Ограничение краткосрочного капитала (банковских депозитов, инструментов денежного рынка и т.д.) обычно происходит из-за опасений его высокой волатильности и потенциальной угрозы дестабилизации экономики. Ограничение же долгосрочного капитала (прямых инвестиций, приобретения недвижимости и т.д.) имеет несколько иную природу. Чаще всего оно объясняется политической чувствительностью общества к иностранной собственности на внутренние активы. Например, двадцать седьмая статья мексиканской конституции ограничивает иностранные инвестиции в национальную инвестиционную недвижимость и природные ресурсы.

Следует также различать направление контроля над движением капитала. Регулированию может подвергаться его приток или отток. В условиях фиксированного валютного курса оба направления контроля

позволяют увеличить денежно-кредитную автономию. Приток капитала ведет к росту иностранных обязательств резидентов, а отток – нерезидентов. Соответственно, приток означает увеличение денежного предложения или ревальвацию, а отток – денежно-кредитное сжатие. Контроль над притоком предотвращает денежную экспансию, эффекты «реального роста» и следующую за ними инфляцию. К таким мерам прибегла Германия в 1972-74 гг. Кроме того, посредством регулирования притока капитала можно защитить национальную экономику от нестабильности международных финансовых рынков. Если спекулятивный капитал не может проникнуть на внутренний рынок, то он не в состоянии его мгновенно покинуть – полагают сторонники контроля. В качестве доказательства они обычно ссылаются на опыт Чили в 1991-98 гг.

В конце 1980-х и начале 1990-х гг. под влиянием медленного экономического роста и низких процентных ставок в развитых странах международный капитал начал поиски новых инвестиционных возможностей. Взоры инвесторов обратились на развивающиеся страны. К числу наиболее инвестиционно привлекательных стран причислили Чили. Она характеризовалась «здоровой» экономической политикой и низким уровнем внешнего долга. Однако чилийские власти, предвидя инвестиционный бум, справедливо опасались роста разнообразного рода проблем, таких как увеличение реального валютного курса и краткосрочного долга.

Вплоть до 1990-х гг. в Чили действовали ограничения на приток долгосрочного капитала. С 1982 г. на прямые иностранные инвестиции со сроком более десяти лет накладывались резервные требования. Из-за изменения ситуации на международном рынке в 1991 г. контрольный период сократили с десяти до трех лет, а в 1993 г. – до одного года. В 1991 г. также были введены ограничения в форме «энкяж»<sup>5</sup> на портфельные иностранные инвестиции. Их смысл заключался в том, что инвестор, размещая денежные средства на внутреннем рынке на один год, был должен открыть в центральном банке беспроцентный депозит. Первоначально резервированию подлежало 20% денежных средств, в 1992 г. планка поднялась до 30%. Если инвестор уходил с рынка менее чем через год, то с него взимался штраф в размере 3% от объема инвестиций. Со стабилизацией ситуации в экономике ограничения смягчились. В июне 1998 г. величина обязательного депозита была снижена до 10%, а штрафа – до 1%. 16 сентября 1998 г. власти Чили полностью отказались от контроля над притоком краткосрочного капитала.

---

<sup>5</sup> «Есаје» с испанского можно перевести как «сейф», «денежный ящик».

Контроль над оттоком капитала также рассматривается как мера по предотвращению финансового или валютного кризиса. При оценке эффективности контроля над оттоком капитала различают два типа контроля. Первый тип соответствует «превентивному» или «профилактическому» контролю. Его ужесточают, когда страна сталкивается с серьезным дефицитом платежного баланса, однако до девальвации дело еще не дошло. Превентивный контроль может принимать многие формы, включая налоги на финансовые ресурсы, перемещаемые за рубеж, двойной валютный курс и запрещение экспорта капитала. Основная идея заключается в том, что все эти меры позволяют замедлить потерю валютных резервов центральным банком и дают властям передышку для корректировки экономической политики и отражения атаки спекулянтов на валютный курс.

Второй тип контроля над оттоком капитала можно обозначить как «оздоровительный». Считается, что страны, уже пережившие кризис, могут извлечь выгоду от временного ужесточения контроля над движением капитала. «Оздоровительный» контроль должен способствовать восстановлению экономики, поскольку он снижает процентные ставки, сохраняет высокие темпы прироста денежной массы и создает условия для государственной политики, направленной на экономический подъем. Контроль над оттоком капитала позволяет стране получить дополнительное время для реструктуризации финансового сектора. Таким путем пошла Малайзия в 1998-99 гг.

Девальвация тайского бата в июле 1997 г. дала сигнал к началу повального бегства капитала из стран Юго-Восточной Азии. Премьер-министр Малайзии М. Махатир обвинил в валютном кризисе европейских спекулянтов и, прежде всего, лично Дж. Сороса. Для остановки падения фондовых индексов и валютных курсов МВФ рекомендовал странам азиатского региона либерализацию финансовых рынков, увеличение процентных ставок, сокращение бюджетных расходов и прочие меры в неоклассическом стиле. В краткосрочном периоде все это неизбежно вело к экономической рецессии. Во избежание такого развития событий Малайзия отвергла рекомендации международных институтов и 1 сентября 1998 г. ввела контроль над движением капитала.

Спустя несколько дней в «Fortune» профессор Массачусетского Технического Института Пол Кругман опубликовал статью под заголовком «*Бесплатный совет: открытое письмо малайзийскому премьер-министру*», которое получило широкую огласку. В нем он заявил: *«Навязывание контроля, конечно, рискованный шаг, без гарантии на успех. Он является, как многие отмечают, временной мерой для устранения брешей. Однако в том нет стыда: некоторые*

*бреши должны быть зарыты самым отчаянным образом»* и сформулировал четыре принципа контроля над движением капитала. Во-первых, он должен как можно меньше вмешиваться в жизнь обычного бизнеса. Во-вторых, независимо от того, насколько он действенен, контроль создает искажения в экономике, которые имеют тенденцию усиливаться во времени. Поэтому контроль следует использовать только на непродолжительный период. В третьих, контроль не рекомендуется применять для защиты от спекулянтов, поскольку это приведет к росту реального валютного курса и падению конкурентоспособности экспортных отраслей. Наконец, в четвертых, контроль должен способствовать фундаментальной реформе, но не служить ее альтернативой. Консультанты малайзийского правительства, обеспокоенные отсутствием поддержки среди известных экономистов своих идей о контроле над движением капитала, схватились за мнение Пола Кругмана, как утопающий за соломинку. Вашингтонские политики, с неприязнью относящиеся к политическому режиму Малайзии, иронично назвали введенный контроль над движением капитала «стратегией Кругмана-Махатира». Действия, предпринятые малайзийскими властями, были обозначены экономистами МВФ как «неортодоксальные».

Заклучались они в следующем. Контроль ставил себе задачу, во-первых, нивелировать любые потенциальные выгоды от спекуляции национальной валютой, а, во-вторых, подчинить регулированию отток капитала за счет устранения оффшорного рынка ринггита. Контроль был также направлен на то, чтобы увеличить автономию денежно-кредитной политики и изолировать экономику от влияния дальнейшего ухудшения мировой финансовой конъюнктуры. Налагался запрет на движение денежных средств между счетами в национальной и иностранной валюте (т.е. на конверсионные операции), а также между счетами резидентов в иностранной валюте за рубежом. Были закрыты все каналы трансферта ринггитов за границу на оффшорные рынки, введено требование репатриации ринггитов на внутренний рынок и запрещена иностранная торговля финансовыми активами с номиналом в национальной валюте. Запрет на репатриацию иностранных инвестиций действовал до 1 сентября 1999 г. В то же самое время политика валютного курса менялась с управляемого плавания на привязку к доллару США. Конверсионные операции могли совершаться исключительно с санкции властей, для получения которой необходимо было доказать торговый характер сделки или, что речь идет о прямых инвестициях. 4 февраля 1999 г. двенадцатимесячное ограничение на репатриацию иностранных капиталов было заменено на систему налогов на отток капитала. По мнению властей, эта мера должна была «способствовать портфельным инвесторам занять более длинную инвестиционную позицию в Малайзии, привлечь новые денежные

средства в страну и, в то же самое время, обезвредить дестабилизирующие краткосрочные потоки капитала». Налогообложению подвергались дивиденды, процентные и прочие доходы, полученные от прямых инвестиций и текущих международных операций.

Как и планировалось, в сентябре 1999 г. власти смягчили введенные ограничения. Однако вопреки прогнозам западных аналитиков<sup>6</sup> ни падения валютного курса, ни бегства капитала не произошло. Предварительное наблюдение за состоянием малазийской экономики показывает, что контроль оказался эффективным в устранении оффшорного рынка рингита, который был центром спекулятивной активности. По всей видимости, система ограничений способствовала повышению доверия инвесторов, поскольку на период действия контроля спекулятивное давление на валютный курс полностью отсутствовало. Однако Кругман в новой статье выразил некоторый скептицизм в отношении итогов контроля над движением капитала. Ведь в Южной Корее, Таиланде и Индонезии, которые к нему активно не прибегли, также наблюдалась стабилизация экономической ситуации. По мнению Кругмана, за время существования контроля в стране не было проведено существенных преобразований, на которых он настаивал. А заявления властей о победе над западными спекулянтами, стремившимися разрушить национальный рынок (для чего и был по политическим мотивам введен контроль над движением капитала), назвал «экономической ересью».

---

<sup>6</sup> Среди прогнозов развития ситуации чаще всего упоминались: крах экономики, гиперинфляция и бурный рост черных рынков.



## 7. Оптимальные валютные зоны

В настоящее время во всем мире нарастает процесс глобализации финансовых рынков. Одной из составляющих этого процесса является валютная интеграция. Она затрагивает большое количество экономически развитых и развивающихся стран. Наиболее типичные тому примеры – введение общей денежной единицы в Европейском Валютном Союзе, официальная долларизация в Латинской Америке, планы по созданию единой валюты стран АСЕАН и т.д. Валютная интеграция коснулась также и пространства бывшего СССР. В частности, с конца 1999 г. началось поэтапное введение общей валюты России и Белоруссии.

### 7.1. Валютная зона, её сущность и свойства

В октябре 1999 года нобелевская премия по экономике была присуждена профессору Колумбийского Университета Нью-Йорка Роберту Манделлу. Официально награда была вручена с формулировкой "за анализ денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в условиях различных режимов валютного курса и за анализ оптимальных валютных зон". Как заявила Королевская Шведская Академия Наук *"исследование Манделла имело такое далеко идущее и продолжительное влияние в связи с тем, что оно объединило формально, - но доступно, - анализ, интуитивную интерпретацию и выводы с практикой экономической политики. Манделл добился решения проблем с необычной, почти пророческой точностью с точки зрения предсказания будущего развития международной валютной системы и рынков капитала. Вклад Манделла в науку является превосходным напоминанием о значении теоретических исследований"*.

Выбор Академии Наук был далеко не случайным. В 1999 г. произошло долгожданное образование Европейского Валютного Союза, и это предопределило выбор академиков. На протяжении всей своей профессиональной деятельности Роберт Манделл выступал консультантом многих международных агентств и организаций, включая ООН, МВФ, Всемирный Банк, Европейскую Комиссию, ряд правительств Латинской Америки и Европы, Правление ФРС, Казначейство США и правительство Канады. Однако наибольшее внимание Манделл уделил единой европейской валюте и международной валютной системе. В 1970 г. он являлся консультантом Валютного Комитета Европейской Экономической Комиссии, а в 1972-73 гг. - членом Исследовательской Группы по изучению проблем Экономического и Валютного Союза в Европе. Наконец, в один из самых критических моментов мировой истории, с 1964 по 1978 гг. Манделл был членом Исследовательской Группы по Международной Валютной Реформе.

Его несомненной заслугой стала подготовка одного из первых проектов единой валюты в Европе. Но, прежде всего, Роберт Манделл известен как "отец" теории оптимальных валютных зон<sup>7</sup>. Эта теория сразу после ее создания легла в основу рационального выбора политики валютного курса. В дальнейшем теория оптимальных валютных зон стала играть значительную роль в анализе денежно-кредитной политики в целом, а также взаимодействия монетарной и фискальной политики. В настоящее время теория Манделла применяется при анализе экономической политики государства, валютной интеграции, создании валютных союзов и организации международной валютно-финансовой системы. Работа, начатая Р. Манделлом, сегодня переросла в хорошо развитую на Западе и сравнительно новую экономическую теорию - *Monetary Economics*.

**Валютная зона** (currency area) представляет собой группу из двух или более суверенных государств с закрытыми денежными связями. Закрытые денежные связи могут возникнуть из трех форм интеграции:

1. **Валютная интеграция.** Взаимная стабилизация курсов национальных валют, которая может произойти благодаря фиксации валютных курсов, официальной долларизации или введению общей валюты.

2. **Интеграция финансовых рынков.** Снятие ограничений на межстрановое движение капитала и эффективное объединение национальных финансовых рынков.

3. **Политическая интеграция.** Слияние правительственных учреждений и унификация государственного регулирования для совместной разработки и реализации денежно-кредитной и валютной политики.

Валютная зона может возникнуть благодаря любой из трех перечисленных форм интеграции или их комбинации. История засвидетельствовала самый широкий разброс возможных вариантов, начиная от свободных ассоциаций с отдельным денежным регулированием и заканчивая общей валютой. Для отдельно взятой страны принятие решения о вхождении в валютную зону любого типа зависит от соотношения потенциальных преимуществ и недостатков присоединения к зоне.

---

<sup>7</sup> Кроме того, Манделл является соавтором экономической теории предложения (supply-side economics). Он считается пионером в области развития теории взаимодействия денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики (модель Манделла-Флеминга); теории инфляции, процента и экономического роста; монетаристского подхода к платежному балансу. Более подробно о Р.Манделле, его интервью, научные труды можно найти в Интернет по адресу: <http://nobelprizes.com/nobel/economics/1999a.html>.

Каждый тип валютной зоны несет с собой конкретные **преимущества**:

1. **Валютная интеграция.** Увеличение полезности денег как
  - средства обмена: снижение транзакционных издержек;
  - средства сбережения: устранение валютного риска и экономия на его хеджирования;
  - единицы расчета: возможность прямых ценовых сопоставлений.

2. **Интеграция финансовых рынков.** Рост реального благосостояния благодаря повышению эффективности финансового посредничества.

3. **Политическая интеграция.** Увеличение влияния денежно-кредитной и валютной политики, а также потенциальная экономия валютных резервов.

Основным **недостатком** валютной зоны для отдельно взятой страны является снижение ее денежно-кредитной независимости. Центральная аналитическая проблема, которая была поднята еще в первых теоретических работах, затрагивающих валютные зоны, состоит в том, что любое правительство стремится достичь три несовместимые цели: стабильность валютного курса, мобильность капитала и денежно-кредитную автономию. В условиях фиксированного валютного курса и мобильности капиталов каждая попытка достижения денежно-кредитной независимости рано или поздно заканчивается дисбалансом внешних платежей и волной спекулятивного движения капитала. Для сохранения стабильного валютного курса власти вынуждены ограничить либо движение капитала (конвертируемость по счету движения капитала), или автономию собственной денежно-кредитной политики. Если власти в меньшей степени склонны пожертвовать денежно-кредитной независимостью, то им ничего не остается как отказаться от цели стабильности валютного курса и ввести плавающий обменный курс валюты.

В связи с тем, что разные правительства предпочитают несхожие цели денежно-кредитной политики, то нет ничего удивительного в том, что в истории существовали столь неоднородные по своему характеру валютные зоны. Обычно валютные зоны формально закрепляются в виде валютных союзов. История знает множество примеров валютных союзов. Объединяет их то, что членами союза одна и та же валюта использовалась в качестве меры стоимости, средства сбережения и обмена, а по отношению к не-членам валютных союзов существовал единый валютный курс. Многие известные специалисты по проблеме валютных союзов полагают, что следует проводить различие между национальными и международными валютными союзами. Например, Майкл Бордо из Национального Бюро Экономических Исследований в США и Ларс Джоунанг из Стокгольмской Школы Экономики первыми нашли, что устойчивость валютных союзов критическим образом

зависит от того, является он мультинациональным или внутренним. Считается, что в национальном валютном союзе политический и денежно-кредитный суверенитет находится в одних руках. Строго говоря, границы национального образования совпадают с границами валютной зоны. В ряде стран несколько княжеств, штатов и просто территорий первоначально имели свои собственные валюты, несмотря на то, что они входили в одно национальное образование. С течением времени все они перешли на единую валюту, создав, тем самым, национальный валютный союз. К примеру, британский валютный союз включает Англию, Шотландию, Уэльс и Северную Ирландию. Шотландские коммерческие банки все еще продолжают эмитировать собственные банкноты, обладающие совершенной взаимозамещаемостью с банкнотами центрального банка Великобритании. В Соединенных Штатах каждый Федеральный Резервный Банк выпускает доллары, которые обращаются в качестве законного платежного средства в других штатах. Сразу после окончания Второй мировой войны в американской, французской и британской зонах оккупированной Германии действовали т.н. «Центральные банки Земель», основанные на принципах функционирования ФРС в США. Национальный валютный союз имеет, как правило, единые денежные власти и общий центральный банк.

Международный валютный союз строится на основе сотрудничества в области денежно-кредитной и валютной политики между несколькими независимыми территориями, которые совместно и неизменно фиксируют курсы обмена своих валют. Международный валютный союз начинает развиваться, когда суверенные государства фиксируют валютные курсы таким образом, что национальные деньги обретают совершенную взаимозамещаемость. В конечной точке эволюции международный валютный союз обладает, как и национальный союз, одной валютой. Обычно международный валютный союз не имеет единые денежные власти. Примером такого союза является Скандинавский Валютный Союз, имевший одну денежную единицу измерения, скандинавскую крону, и включавший трех членов: Швецию, Данию и Норвегию. У всех членов союза был собственный Центральный банк, выпускавший свою крону, свободно обращавшуюся в странах союза.

Различие между национальным и международным валютным союзом является крайне существенным, потому как показывает история, перспектива его выживания сильно зависит от того, организован ли он в форме национального и международного союза. По этой причине ниже будет проведен отдельный анализ национальных и международных союзов.

Расцвет валютных союзов пришелся на XIX век и затронул начало XX века (см. табл. 10). Были созданы крупнейшие национальные валютные союзы в Соединенных Штатах, Италии и Германии. За новую

историю было образовано три крупнейших международных валютных союза, последним из которых является Европейский Валютный Союз. С точки зрения анализа устойчивости валютных союзов наибольшее внимание заслуживают два других международных объединения - Латинский Валютный Союз и Скандинавский Валютный Союз.

*Таблица 10.*

**Валютные союзы XIX века**

<b>Валютная зона</b>	<b>Период создания</b>
<b>Национальные валютные союзы</b>	
Соединенные Штаты Америки	1789-92 гг.
Италия	1861 г.
Германия	1875 г.
<b>Международные валютные союзы</b>	
Латинский Валютный Союз	1865 г.
Скандинавский Валютный Союз	1873-75 гг.

*Таблица 11.*

**Распад валютных союзов в XX веке**

<b>Валютная зона</b>	<b>Период времени</b>	<b>Причина распада</b>
<b>Национальные валютные союзы</b>		
Австрия	1919-27 гг.	Война и создание новых суверенных государств
Россия	1918-20 гг.	Гражданская война, создание ряда республик
СССР	1992-94 гг.	Политическая дезинтеграция и создание новых суверенных государств
Югославия	1991-94 гг.	Политическая дезинтеграция, гражданская война, создание ряда новых стран
Чехословакия	1993 г.	Политическая дезинтеграция и создание двух новых государств
<b>Международные валютные союзы</b>		
Латинский Валютный Союз	1914-27 гг.	Различие в денежно-кредитной политике
Скандинавский Валютный Союз	1914-24 гг.	Различие в денежно-кредитной политике

## 7.2. Критерии оптимальности валютной зоны

По мнению экономистов, **оптимальная валютная зона** (optimum currency area) является "оптимальной" географической областью, в пределах которой общим средством платежа выступает единая валюта либо ряд валют, чьи курсы привязаны друг к другу на условиях полной конвертируемости как по счету текущих операций, так и по счету движения капитала, но которые согласованно колеблются по отношению к валютам остальных стран.

Оптимальность рассматривается с макроэкономической точки зрения в рамках поддержания в открытой экономике *внутреннего и внешнего равновесия*. Внутреннее равновесие включает в себя полную занятость и стабильность уровня цен. Внешнее равновесие представляет собой такой баланс счета текущих операций, который не настолько отрицателен, что страна рискует не выплатить внешнего долга, и не настолько положителен, что ставит в аналогичное положение зарубежные государства. Достижение внешнего равновесия зависит от ряда факторов, включающих режим валютных курсов и состояние мировой экономики. Поскольку макроэкономическая политика любого государства влияет на положение дел за границей, способность страны поддерживать внутреннее и внешнее равновесие зависит от политики, которую проводят остальные страны.

Концепция оптимальной валютной зоны появилась в ходе обсуждения относительных достоинств фиксированного валютного курса по сравнению с плавающим. Сторонники гибкого валютного курса, такие как М. Фридмен, в 1950-60 гг. полагали, что страны с жесткими ценами и заработной платой могут поддерживать внутреннее и внешнее равновесие только при плавающем курсе. В противном случае, если страна будет использовать фиксированный валютный курс, любое усилие властей по корректировке платежного дисбаланса закончится ростом безработицы или инфляцией. Плавающий же курс сумеет без серьезных издержек адаптации устранить дисбаланс, поскольку он живо отреагирует на изменение во внешней торговле или реальной заработной плате. Такой аргумент в пользу гибкого обменного курса валют отвергает общее представление о том, что любая страна может использовать плавающий курс вне зависимости от своих экономических характеристик. Страны отличаются друг от друга по многим параметрам. Теория оптимальных валютных зон выдвигает ряд критериев, с учетом которых фиксированный курс может более эффективно, чем плавающий, поддерживать внутреннее и внешнее равновесие. К этим критериям оптимальности, по моему мнению, можно отнести:

- **Относительный размер экономики, степень открытости и торговая интеграция.** Небольшой экспортно-ориентированной стране гораздо легче, чем кому-либо еще привязать свою валюту к валюте

своего торгового партнера. Особенно когда этот торговый партнер обладает большой и стабильной экономикой.

- **Гибкость экономических структур.** Валютный курс в краткосрочном периоде может использоваться как инструмент корректировки конкурентоспособности страны, т.к. движение валютного курса приводит к изменению уровня цен. Введение фиксированного курса равнозначно отказу от этого инструмента. Взамен потерянных возможностей власти должны иметь альтернативный механизм эффективного регулирования относительных цен. На практике это означает, что экономика должна обладать гибкостью внутренних цен и структуры издержек. Например, рост внешней конкуренции может компенсироваться гибким рынком труда.

- **Фактор мобильности.** Регулирование относительных цен будет успешным, если факторы производства обладают достаточной степенью мобильности. Среди трех основных факторов производства (труд, земля и капитал) только труд и капитал обладают ненулевой мобильностью. Если в одной из стран возникает кризис, люди и капиталы могут свободно перемещаться в другие страны. На практике, однако, часто труд не обладает достаточной мобильностью (людям не так просто покинуть насиженные места), что в итоге снижает способность противостояния экономическим шокам.

- **Способность абсорбировать шоки.** Гибкость или мобильность, описанная выше, способны помочь преодолеть макроэкономические шоки, такие как внезапный рост или падение цен на международном товарном рынке. Эти шоки оказывают сильнейшее давление на фиксированный курс. Наиболее типичный пример - падение цен на энергоносители в 1998 г., которое привело к ухудшению платежного баланса и отказу России от фиксированного курса. Способность экономики абсорбировать такие шоки является основным показателем устойчивости валютного курса в долгосрочном периоде.

- **Гомогенность экономики.** Способность нивелировать последствия шоков также зависит от однородности экономических структур страны. Чем более экономика гомогенна, т.е. однородна, тем более она подвержена шокам и, следовательно, менее способна поддерживать фиксированный курс. Одним из показателей гомогенности является, например, однородность экспорта. В то же время группировка стран, перешедшая на единую валюту или фиксированные курсы, должна обладать общей гомогенностью, чтобы шоки из одной стран не передавались остальным.

- **Доступ к ресурсам поддержки.** Если из-за гомогенности, отсутствия гибкости или по другим причинам валютный курс грозит выйти за допустимые рамки, валютный режим сможет выжить только при условии оказания существенной поддержки остальными странами. Эта поддержка может выражаться в виде трансферта ресурсов,

например, бюджетных трансфертов. Они позволят компенсировать безработицу, возникшую в результате переоценки валютного курса или негибкого рынка труда.

- **Абсолютная стабильность. Устойчивость якорной валюты.** Страны, связанные фиксированными курсами должны проводить скоординированную денежно-кредитную политику. Выразаться это может по-разному. Или все страны следуют в фарватере денежно-кредитной политики лидера, либо решения по денежно-кредитной политике являются результатом совместного консенсуса. Общая политика позволяет обеспечивать стабильность и одновременное движение в едином направлении. Если координация не проводится, странам будет выгодно отказаться от фиксации.

### 7.3. Асимметричные шоки

Вступление страны в зону с фиксированным курсом предполагает более тесную координацию действий монетарных властей. Чем больше зоны, тем большей степенью координации она должна характеризоваться. Если это не так, дестабилизация цен в одной из стран зоны сведет на нет общий выигрыш в валютной эффективности от вступления в систему фиксированных курсов, и породит дисбаланс во всей зоне. Другая проблема возникает, когда участники зоны не полностью доверяют новому члену зоны в части поддержания взятых на себя обязательств (например, удерживать фиксированный курс или уровень процентной ставки). В этой ситуации сохраняется неопределенность дальнейшего поведения валютного курса, вследствие чего опять же происходит снижение выигрыша в валютной эффективности. На этот случай в валютных зонах обычно вводят систему штрафов и пеней, которые могут достигать астрономических размеров (до нескольких процентов ВВП). Однако никакие штрафы не гарантируют исполнения взятых на себя обязательств. В любом случае существует опасность, что дестабилизация в одной стране может потянуть за собой дестабилизацию в других странах зоны. Весь вопрос состоит в том, кто больше пострадает, а кто - меньше, т.е. речь идет фактически о симметрии "потерь".

Почему же потери распределяются несимметрично? Дело в том, что в международном обмене страны находятся в неодинаковом положении. Прежде всего, они в различной степени зависят от международного обмена в соответствии со связанной с ним долей их производства и потребления. Зависимость особенно велика, когда за границу продаются лишь несколько определенных продуктов, на которых страна специализируется. Если одни страны таким образом зависят от международной торговли, то другие имеют возможность влиять на нее. Влияние страны на международный обмен изменяется в зависимости не только от ее места в международной торговле, но и от значимости национального производства в мировом богатстве.



Возможности влияния США, ЕС или Японии несоизмеримы с возможностями развивающихся стран, хотя последние зачастую отводят экспорту гораздо более значительную долю своего производства.

Эти различия во влиянии, которое разные страны могут оказывать на международный обмен, сопровождаются так называемыми явлениями «**структурного превосходства**», которые проистекают из *асимметричных действий*, совершаемых одними странами или предприятиями по отношению к другим странам или рынкам. Эти явления прослеживаются, к примеру, в ценообразовании и выражаются в направляющей роли цен некоторых национальных рынков, или доминирующем положении определенных видов услуг, или же на уровне производственных структур, где полюса экономического роста создаются транснациональными фирмами то здесь, то там.

Результат структурных различий в экономиках проявляется в виде асимметрии макроэкономических шоков. **Шок** (shock) представляет собой резкое экзогенное изменение в экономической системе. Наиболее распространенными являются **шоки спроса** (demand shocks), т.е. сдвиг кривой спроса, произошедший в результате действия экзогенных факторов и **шок предложения** (supply shock) - сдвиг кривой предложения. Благодаря неокейнсианцам традиционно шоку предложения уделяется чуть большее внимание, чем шоку спроса. Обычно в его основе лежит рост цен на какой-либо фактор производства, что приводит к значительному увеличению издержек во всей экономике.

Считается, что шоки со стороны спроса представляют собой экономические потрясения, которые не оказывают долговременного воздействия на уровень производства, в то время как шоки со стороны предложения, наоборот, проявляются именно в долгосрочном периоде. По этой причине различие по видам шоков иногда проводится также по критерию срочности эффекта: шоки подразделяются на "временные" и "перманентные". В принципе, можно вывести целую классификацию макроэкономических шоков (см. ниже вариант классификации). Они бывают внутренними и внешними (в зависимости от того, что является источником изменений - международный или национальный рынок), денежными или монетарными (колебание процентной ставки), ценовыми.

**Основные типы фундаментальных макроэкономических шоков**  
по материалам Исследовательского Департамента Bank of England.

Источник: Dhar Sh., Pain D., Thomas R.

“A small structural empirical model of the UK monetary transmission mechanism”.

*Working paper №113, Bank of England, 2000.*

**Перманентные шоки**

- Шок совокупного предложения (внутренней производительности)
  - Шок внутреннего спроса, такой как сдвиги в налогово-бюджетной политике и потребительских предпочтениях
  - Номинальный шок, отражающий изменения в не выраженных прямо промежуточных целях денежно-кредитной политики. В отсутствие полного доверия к денежным властям номинальный шок ведет к смене инфляционных ожиданий
  - Шок финансовой либерализации или кредитного рынка, влияющий на конкурентоспособность банковской системы и ведущий к перманентным сдвигам в скорости денежного обращения. Данные шоки могут быть также обозначены как шоки спроса и предложения посреднических услуг, предоставляемых банками.
  - Шоки зарубежного спроса и предложения, сказывающиеся на состоянии текущего счета платежного баланса и реального валютного курса.

**Временные шоки**

- Шок денежно-кредитной политики, в основе которого лежат два лага: первый лаг между изменением процентной ставки и совокупным спросом, а также второй лаг между изменением совокупного спроса и инфляцией.
  - Шок внутреннего спроса, оказывающий влияние на выпуск продукции и сопровождающий временный шок денежно-кредитной политики в период второго лага
  - Шок валютной премии за риск, означающий общий сдвиг в предпочтениях экономических агентов в пользу активов с номиналом во внутренней валюте (рост реального валютного курса и реальных цен на активы)
  - Шок временной премии за риск, ведущий к появлению разрыва между динамикой ожидаемых будущих краткосрочных процентных ставок и долгосрочных ставок. Падение временной премии за риск равнозначно снижению долгосрочных процентных ставок по отношению к краткосрочным ставкам, а также увеличение денежного предложения, выпуска продукции, цен на активы и инфляции на небольшой период времени.

**Поскольку вхождение в валютный союз подразумевает фиксацию обменного курса национальной денежной единицы и отказ от независимой денежно-кредитной политики, один из акцентов в государственном регулировании должен делаться на издержках присоединения к зоне. Эти издержки увеличиваются вместе с ростом эффекта асимметричного шока. Как уже отмечалось, потери от вхождения в валютный союз, в первую очередь, связаны с повышенной волатильностью безработицы и промышленного производства. Следует сказать, что в настоящее время не существует никакого абсолютного критерия, который бы определили, является ли валютная зона оптимальной или нет. Для того чтобы оценить, станет ли вхождение в валютную зону выгодным мероприятием необходимо оценить степень асимметрии макроэкономического шока в отсутствие независимой денежно-кредитной политики.**

#### **7.4. Эндогенная природа связей между критериями оптимальности.**

Как можно заметить, между критериями оптимальности существует определенная взаимозависимость. Например, рост внешней открытости экономики приводит к большей гибкости внутренних цен по отношению к валютному курсу; высокая степень мобильности факторов производства и финансовая интеграция между регионами делает не обязательным условие гибкости цен; наличие фискального федерализма позволяет не беспокоиться о последствиях шоков и т.д. Все это говорит о том, что между критериями оптимальности существует эндогенная связь и одни условия оптимальности могут выступать заменителями другим. В результате изменения одного из критериев оптимальности сказываются на других критериях.

Профессоры Джеффри Френкель и Эндрю Роуз из Калифорнийского Университета предприняли узконаправленное исследование связи между двумя критериями оптимальности - торговой интеграцией и асимметричными шоками. С теоретической точки зрения влияние растущей торговой интеграции на межстрановую корреляцию экономических циклов не столь однозначно, как это может показаться на первый взгляд. С одной стороны, сокращение внешнеторговых барьеров может закончиться увеличением промышленной специализации стран-членов валютной зоны. Из-за этого в случае возникновения специфического отраслевого шока произойдет асинхронизация деловых циклов и рост негативного влияния асимметричных шоков. Однако с другой стороны увеличение интеграции может привести к более высокой корреляции деловых циклов, если в валютной зоне преобладают шоки со стороны спроса (или внутриотраслевая торговля). По мнению Дж. Френкеля и Э. Роуза,

такая неоднозначность является скорее теоретической, нежели эмпирической. Изучив данные за тридцать лет по двадцати промышленно развитым странам, они обнаружили бесспорную положительную связь между степенью интенсивности двухсторонней торговли и межстрановой билатеральной корреляцией циклов деловой активности. Другими словами, в длительной ретроспективе оказалось, что растущая интеграция ведет к синхронизации экономических циклов.

Эндогенная природа связи между различными критериями оптимальности является простым применением знаменитой "Критики Лукаса". Участники рынка всех стран валютной зоны без исключения начинают воспринимать зону как единое экономическое пространство, в результате чего формируются однородные ожидания и деловые циклы синхронизируются. С теоретической точки зрения это является одним из наиболее неожиданных выводов, который переворачивает традиционные представления о критериях оптимальности. Даже если по предыдущим статистическим данным некоторые страны-кандидаты не удовлетворяют критериям оптимальности, вхождение в валютную зону приведет к преобразованию экономической системы, и она станет соответствовать необходимым критериям. Благодаря эндогенной природе изменений многие страны будут удовлетворять критериям присоединения к валютному союзу *ex post*, а не *ex ante*.

#### **7.5. Участие в валютной зоне: преимущества и недостатки**

Для полного анализа благосостояния, которое возникает в ходе создания оптимальной валютной зоны, в идеале следовало бы изучить, каким образом мировая экономика могла бы разделиться на независимые валютные зоны для максимизации глобального благосостояния. Однако разработка общей экономической модели для такого анализа представляется почти невозможной. В результате анализ преимуществ и недостатков участия в валютной зоне фокусируется на довольно узкой проблеме - должны ли конкретные страны объединиться для создания валютной зоны. Для каждой страны в отдельности преимущества и недостатки участия рассматриваются исключительно с точки зрения национальных интересов. Такой подход несет в себе существенный минус - оптимальная валютная зона на национальном уровне может отнюдь не совпадать с оптимальной зоной на глобальном уровне.

##### **Преимущества**

Как уже было сказано, единственным и самым главным преимуществом присоединения к валютной зоне выступает повышение полезности денег. Деньги, по своей сути, являются общественным изобретением, которое упрощает: экономические расчеты и учет; создает экономию на сборе и использовании информации об операциях; и, наконец, способствует интеграции рынков. Использование общей

валюты (или нескольких валют жестко привязанных друг к другу на условиях полной конвертируемости) позволяет увеличить полезность каждой из трех функций денег. Известные экономисты приводят различные трактовки преимуществ присоединения к валютной зоне (см. табл. 12), из них можно выделить основную аргументацию:

1. **Средство обращения.** Снижение транзакционных издержек благодаря отмене (в случае введения общей валюты) или упрощения валютнообменных операций.

2. **Средство сбережения.** Устранение валютного риска и неопределенности изменения обменного курса. В результате возникает экономия на хеджировании операций, связанных с внешним рынком<sup>8</sup>. Выгоды, получаемые от введения общей валюты выше, чем выгоды от фиксации валютного курса, поскольку в первом случае исчезает риск девальвации, а во втором - он остается.

3. **Единица измерения.** Исчезновение искажений в относительных ценах, которая являются результатом транзакционных издержек. Кроме того, уменьшается необходимость сбора и обработки информации об аналогичных товарах и услугах за рубежом. Международные сопоставления могут проводиться напрямую.

На практике точную цифру выигрыша в валютной эффективности назвать крайне сложно. Однозначно можно сказать только, что выигрыш будет большим при значительном объеме международной торговли. Полезность денег становится тем выше, чем больше область, где они используются. Выигрыш в валютной эффективности будет также выше в условиях свободного перемещения факторов производства между странами зоны.

---

<sup>8</sup> Некоторые экономисты выдвигают контр-версию устранения неопределенности изменения валютного курса. Они считают, что неопределенность движения валютного курса увеличивает неопределенность изменения цен, и, следовательно, повышает вероятность ошибки при принятии решения о макроэкономической политике. В частности, ценовая неопределенность влияет на прогнозирование экономического роста и капиталовложений. При условии общего равновесия изменчивость валютного курса является эндогенной переменной, а это значит, что введение общей валюты не устраняет фундаментальную изменчивость экономической системы и, соответственно, не создает дополнительной экономии.

**Таблица 12.****Преимущества участия в валютной зоне: авторские варианты.**

<b>Авторы</b>	<b>Описание преимуществ</b>
Роберт Манделл	Ликвидации транзакционных издержек; повышение эффективности денег при выполнении ими функций средства обращения и единицы измерения.
Пол Фентон и Джон Мюррей	Сокращения операционных издержек; снижение экономической неопределенности; рост доверия правительству и повышение дисциплины государственной политики; улучшение функционирования денежно-кредитного механизма.
Пол Кругман и Моррис Обстфельд	Ключевое преимущество фиксированного курса состоит в сокращении валютных рисков. Другими словами, выигрыш в валютной эффективности от вступления в систему фиксированных курсов представляет собой экономию, которую осуществляет страна на ликвидации неопределенности в поведении рынка; сокращения стоимости экономических расчетов; снижения транзакционных издержек и издержек на проведение страховых операций.
Масахиро Каваи	Устранение риска колебаний валютного курса; максимизация доходов, получаемых за счет международной торговли и внешнеэкономической специализации; увеличение эффективности распределения ресурсов.

С учетом всего вышесказанного, преимущества от участия валютной зоне представляют собой некий внешний эффект, проявляющийся в нескольких формах. Во-первых, участие в валютной зоне означает, что страна-член зоны привязывает свою валюту к определенному классу товаров, который наиболее характерен для данной зоны. Таким образом, если страна принимает решение в соответствии с критериями оптимальности войти в валютную зону, то она осуществляет финансовую и, возможно, макроэкономическую стабилизацию на базе товарных потоков. В противном случае, без соблюдения критериев оптимальности, она проводит стабилизацию на базе финансовых потоков.

Во-вторых, валютная зона с глубоко интегрированными финансовыми рынками снижает внутренний риск через его разделение между участниками зоны. Соответственно, уменьшается потребность в валютных резервах, а спекулятивные потоки могут упасть до минимальных величин. Наконец, в валютной зоне межрегиональный

платежный дисбаланс немедленно возмещается притоком капитала, который позволит регионам с дефицитом платежного баланса покрыть его за счет регионов с избытком ресурсов.

#### Недостатки

Помимо преимуществ фиксированный курс несет и определенные затраты. Издержки вступления в валютную зону определяются теми потерями, которые возникают в результате ослабления механизма краткосрочного регулирования экономики. Для того чтобы придать этим потерям квантифицируемую форму, Манделл свел их к внешним шокам, отражающимся на уровне цен, и коэффициентам гибкости цен. Считается, что валютный курс является незаменимым инструментом восстановления равновесия на внутреннем рынке, только при наличии нескольких условий:

- страны подвержены асимметричным шокам, требующим взаимного приведения в соответствие относительных цен товаров и услуг, которые производятся в этих странах;

- внутренние цены не являются полностью гибкими и, следовательно, не приспосабливаются к шокам немедленно;

- внутренние цены не индексируются немедленно в связи с колебаниями валютного курса, или, иными словами, изменение относительных цен в результате изменения обменного курса валют не нейтрализуется немедленно движением внутренних цен;

- другие механизмы приспособления экономики, такие как мобильность факторов производства или фискальная политика, отсутствуют или играют незначительную роль;

- приспособление через механизм валютного курса оказывается дешевле, чем адаптация при помощи других средств.

В отличие от выгод, которые проявляются как на макро-, так и на микроэкономическом уровне, издержки от присоединения к валютной зоне затрагивают, в основном, макроэкономический уровень. Эти издержки могут быть разделены на две взаимосвязанные группы (версия Фентона и Мюррея):

- снижение степени независимости национальной политики;

- повышенная экономическая нестабильность.

Система гибких валютных курсов в явном виде позволяет каждой стране сохранять денежно-кредитную независимость. Однако система фиксированных валютных курсов, требующая унификации или тесной координации экономической политики (что номинально ограничивает денежно-кредитную независимость) также, в конечном счете, обладает денежно-кредитной автономией, но только уже по отношению ко всей зоне в целом. Потеря независимости считается главным недостатком участия в валютной зоне, поскольку поддержание фиксированных валютных курсов вынуждает страны отказаться от достижения целей внутреннего равновесия.

Издержки отказа от самостоятельной денежно-кредитной политики проявляются также в том, что государство не может использовать привычные инструменты регулирования экономики, когда возникает необходимость защитных мер от экономического шока, и это ведет к повышенной экономической нестабильности. Если бы страна не входила в валютную зону, то в ответ на экономический шок последовало бы изменение обменного курса валют, что ведет к возврату товарных рынков и рынка труда обратно в равновесное состояние. В странах валютной зоны ничего подобного не происходит. Как полагают Б.Айхенгрин и Т.Байуми издержки от вступления в валютную зону можно считать действительно существенными только при выполнении двух условий. Во-первых, реальный шок должен быть в достаточной степени асимметричным для регулирования валютного курса. Во-вторых, денежно-кредитная политика должна быть способна быстро и эффективно стабилизировать экономику. Это означает, что цены и заработная плата должны быстро адаптироваться к изменению денежно-кредитной политики.

Издержки могут считаться достаточно высокими, если:

- экономика обладает низкой "выносливостью" к безработице;
- внутренний рынок подвержен давлению со стороны цен и заработной платы из-за монополий, трудовых ассоциаций (профсоюзов) и долгосрочных контрактов.

Издержки могут быть низкими, если экономика характеризуется сравнительно вертикальной кривой Филлипа, что свойственно маленьким и высоко открытым странам. В таком случае экономика не обладает большой свободой выбора между инфляцией и безработицей, в результате чего выбор неизбежно будет сделан в пользу низкой инфляции.



## **8. Политика валютного курса в развивающихся странах**

### **8.1. Развивающиеся страны: от фиксированного курса к плавающему**

Переход от фиксированного к плавающему валютному курсу происходил постепенно. Начало этого перехода было положено развалом Бреттон-Вудской системы фиксированных валютных курсов в 1970-х гг., когда основные мировые валюты были отпущены в свободное плавание. Первоначально, большинство развивающихся стран продолжало "привязывать" свои валюты к одной из ключевых валют (как правило, это был доллар США или французский франк) или к корзине валют. К концу 1970-х гг., можно было наблюдать постепенное смещение от "привязки" к одной валюте к корзинам валют, такой как Специальные Права Заимствования МВФ (SDR). С начала 1980-х гг., однако, развивающиеся страны стали уходить от фиксации к более гибкой организации валютного курса. Этот переход состоялся в большинстве основных мировых географических областей.

Например, в 1975 г. 87% развивающихся стран поддерживали некоторую разновидность фиксированного курса. К 1996 г., это соотношение снизилось и составляло менее 50%. Если же принимать во внимание размер экономик, то переход окажется еще более резким. В 1975 г., страны с фиксированными курсами составляли 70% от объема совокупной торговли развивающихся стран. К 1996 г. этот показатель снизился до 20%. Тенденция очевидна, однако, вполне возможно, что в действительности изменение является не таким резким, как его иллюстрируют данные. Причина кроется в том, что многие страны, официально называющие свои режимы валютного курса "управляемым плаванием" или даже "независимым плаванием", на практике довольно часто продолжают неофициально регулировать курс или использовать его как один из основных инструментов денежно-кредитной политики.

Среди всего множества развивающихся стран необходимо упомянуть несколько важных исключений из общей тенденции. Первое исключение - зона французского франка в районе Северной Африки, где с 1948 г. (несмотря на резкую девальвацию в 1994 году) четырнадцать стран поддерживают валютную привязку к французскому франку. Кроме того, ряд стран нарушают общую закономерность, поскольку вернулись от плавающего к фиксированному режиму валютного курса. К ним относится Аргентина, которая ввела валютное правление в 1991 г., и Гонконг, перешедший на аналогичный режим в 1983 г. Кроме того, во второй половине 1990-х гг. систему валютного правления ввело несколько стран с переходной экономикой. Тем не менее, тенденция общего перехода от фиксированного курса к плавающему очевидна. В 1976 г., фиксированные режимы валютных курсов были распространенной практикой в Африке, Азии, на Ближнем Востоке,

неиндустриальной части Европы и в западном полушарии. К 1996 г. во всех этих регионах преобладали режимы плавающего валютного курса.

Соображения, которые сподвигли развивающиеся страны перейти к более гибкому формированию валютного курса, весьма разнообразны, при этом нельзя сказать, что переход к плавающему курсу был непредсказуем. Когда в 1973 г. распалась Бреттон-Вудская система, многие страны продолжали привязывать свои валюты к той же, что и раньше, часто в силу инерции и консерватизма экономической политики. Лишь позднее, когда курсы ведущих мировых валют резко изменились, развивающихся страны начали отказываться от привязки к одной единственной валюте.

Например, многие страны, которые традиционно привязывали свою валюту к доллару США, в первой половине 1980-х гг. изменили свои предпочтения в пользу валютной корзины. Основной причиной такого перехода стало резкое удорожание доллара. Другим не менее важным фактором смены режима было ускорение инфляционных процессов в большинстве развивающихся странах в 1980-х гг. Страны с более высокой инфляцией, чем у главных внешнеторговых партнеров, часто обесценивали свои валюты, чтобы предотвратить потерю конкурентоспособности. Это заставило многие страны в Западном Полушарии применить "ползущую привязку", при которой валютные курсы могут быть отрегулированы согласно предварительно установленным правилам, таким как относительные изменения в темпе инфляции. Позднее некоторые страны, пережившие высокую инфляцию, вернулись обратно к фиксированному курсу в качестве главного элемента стабилизационной программы. (Подобные стабилизационные программы, основанные на валютном курсе, обычно носят краткосрочный характер, их средняя продолжительность достигает около десяти месяцев).

Кроме инфляционных проблем развивающихся страны столкнулись с внешними шоками. В 1980-х гг. внешние шоки представляли собой, в основном, резкое повышение международных процентных ставок, снижение темпов роста в промышленных странах и долговой кризис. Часто регулирование экономики в условиях внешних шоков требовало не только периодического обесценения валюты, но также и введения более гибкой формы валютного курса. В конце 1990-х гг. рост мобильности международных капиталов (в частности, периодический приток и отток капитала) привел к увеличению вероятности шоков, что стало дополнительным доводом в пользу плавающего курса.

Движение к большей гибкости валютного курса было связано, в основном, с более открытой, экстравертной экономической политикой во внешней торговле и инвестициях и ростом доверия к рыночному формированию валютных курсов и процентных ставок. На практике, однако, наиболее успешные из развивающихся стран все еще не

склонны полностью отдать курсообразование во власть рыночных сил. Многие из развивающихся стран обладают небольшими и относительно слабыми финансовыми рынками, где несколько крупных сделок могут вызвать чрезвычайную волатильность обменного курса. Тем самым, развивающиеся страны все еще нуждаются в активном регулировании валютного курса.

## **8.2. Выбор политики валютного курса**

В условиях проведения определенной макроэкономической политики ни один из двух основных валютных режимов - фиксированного или плавающего курса - не является предпочтительнее другого. Вплоть до 1990-х гг. считалось, что фиксированный курс несет с собой низкий уровень инфляции и финансовую стабильность, и это является его главным преимуществом. Как свидетельствовала статистика, в странах с официально поддерживаемым курсом инфляция постепенно снижалась и становилась менее волатильной. Однако в начале 1990-х гг., когда мировая финансовая система развивалась достаточно стабильно, различие в инфляции между двумя режимами существенно уменьшилось. Рост производства также перестал значительно различаться. Международные сопоставления также свидетельствуют о том, что средний темп роста в странах с плавающим валютным курсом в последнее время стал выше, чем в странах с фиксированным курсом. В основном это относилось к странам Юго-Восточной Азии, которые придерживались плавающего курса. Однако многие из азиатских стран в действительности вели политику жесткого валютного регулирования. Если исключить их из рассмотрения, темп роста не сильно отличается между двумя валютными режимами. Как же тогда выбирать между двумя режимами, если по макроэкономическому влиянию они во многом схожи (особенно в периоды стабильного рынка)?

В ранней литературе по выбору режима формирования валютного курса считалось, что для относительно небольшой и более открытой экономики (то есть более зависимой от экспорта и импорта) целесообразнее использовать фиксированный валютный курс. Кроме сильной зависимости от внешней торговли, свидетельством в пользу фиксированного курса выступает высокая доля отдельных стран во внешнеторговом обороте.

В более позднем подходе к выбору валютного курса рассматриваются результаты различных случайных возмущений и их влияние на внутреннюю экономику. Здесь лучшим режимом будет тот, который стабилизирует макроэкономическую ситуацию, то есть минимизирует колебания в производстве, потреблении, внутреннем уровне цен, или в другом макроэкономическом показателе. Ранжирование фиксированного и плавающего режимов формирования валютного курса зависит от природы и источников шоков в экономике и

предпочтений в экономической политике. Одним словом, речь идет о том типе затрат, которые власти желают минимизировать, и структурных характеристиках экономики.

В 1990-х гг. исследования выбора валютного курса были сосредоточены на оценке уровня доверия к власти, необходимого для поддержания фиксированного курса валюты. Большая часть специалистов считает, что поддержание фиксированного обменного курса в качестве "якоря" экономической политики может придать дополнительный авторитет программе снижения инфляции. Объяснения этого интуитивно кажутся очевидными. Однако тогда в странах с фиксированным курсом валютная политика должна подчиняться требованиям сохранения привязки. Это означает, что другие ключевые элементы экономической политики, включая фискальную политику, должны проводиться в тесной координации с политикой фиксированного курса, что неизбежно "связывает руки" властям. Страна, стремящаяся сохранить фиксированный курс, не сможет, например, увеличить заимствования на рынке ценных бумаг, потому что это может повлиять на процентные ставки и, следовательно, оказать давление на фиксированный валютный курс.

Пока фиксированный курс сохраняет доверие рыночных игроков, инфляционные ожидания (являющиеся основной причиной хронической инфляции) будут оставаться на низком уровне. Как только рынок усомнится в готовности и способности властей поддерживать курс, инфляционный процесс тотчас может стать неуправляемым.

Гибкий валютный курс в отличие от фиксированного предоставляет гораздо больше возможностей для маневра экономической политики. Одно из его ключевых преимуществ заключается в свободе от сдерживания инфляции, что позволяет косвенным образом увеличить налоговые поступления. Однако в таком случае властям гораздо труднее завоевать доверие к антиинфляционной политике, в результате чего ожидания высокой инфляции часто становятся самоусиливающимися.

В то же время дисциплина фиксированного курса не обязательно должна быть слишком жесткой. Даже в условиях валютной привязки власти сохраняют некоторую степень гибкости политики, например, они в состоянии сдвинуть инфляционные издержки растущего фискального дефицита на будущее. Сделать это можно двумя путями: снизить объем золотовалютных резервов или накопить внешний долг до такого уровня, когда крах фиксированного курса становится неминуемым. В условиях более гибкого курса издержки экономической политики проявляются значительно быстрее - через повышенную волатильность обменного курса и цен. Повышенная волатильность этих двух показателей, в принципе, может играть не только отрицательную, но и положительную роль, поскольку она стимулирует власти проводить более осторожную и обстоятельную политику. В любом случае, в долгосрочной перспективе

фиксированный курс не будет обладать необходимым доверием, если экономика не функционирует успешно. Например, поддержание высоких процентных ставок в целях защиты валютного курса в течении длительного времени неизбежно подорвет доверие к валютному режиму - особенно если экономика характеризуется низко рентабельным реальным сектором или слабой банковской системой.

В некоторых случаях выбор между надежностью и гибкостью зависит не только от экономики, но и от некоторых политических соображений. Так, в условиях фиксированного курса властям может быть сложнее скорректировать обменный курс, чем при гибком курсе позволить ему изменяться в необходимом направлении. Дело в том, что в первом случае власти должны будут взять на себя ответственность за коррекцию курса, в то время как изменения плавающего курса чаще всего приписываются рыночным силам, а значит за эти изменения никто ответственности не несет. Если страна постоянно переживает смены кабинетов министров и политические издержки непомерно высоки, гораздо более вероятно, что правительство остановит свой выбор на плавающем валютном курсе.

Для тех стран, которые предполагают использовать фиксированный курс в качестве экономического якоря, дальнейшее решение лежит в русле выбора между привязкой к одной валюте или корзине валют. Этот выбор отнюдь не является однозначным. С одной стороны, он зависит от степени интенсивности международной торговли с конкретными странами, а с другой - от валюты номинала внешнего долга. Когда осуществляется привязка к якорной валюте, выбор делается в пользу совместного плавания. Флуктуации якорной валюты несмотря на номинальную фиксацию означают колебания национальной денежной единицы против остальных валют. И напротив, при привязке к корзине валют страна может уменьшить уязвимость национальной экономики к колебаниям курсов отдельных валют в составе корзины. Таким образом, в мире плавающих резервных валют наилучшим решением обычно является привязка к валюте ведущего торгового партнера. Однако в некоторых случаях значительная часть внешнего долга может быть номинирована в других валютах. Это значительно усложняет конечный выбор вида привязки.

Выбор политики валютного курса рассматривается не просто как выбор между фиксированным и свободно плавающим курсом, но и как диапазон возможных вариантов с различными степенями гибкости. В целом, фиксированный валютный курс (или высокая степень жесткости фиксации валютного курса) предпочтителен, если дисбалансы, с которыми сталкивается экономика, носят преимущественно денежно-кредитный характер (такие как изменение спроса на деньги), влияющие, таким образом, на общий уровень цен. Плавающий валютный курс (или высокая степень гибкости формирования валютного курса) предпочтителен, если дисбалансы носят объективный характер,

например изменения во вкусах или технологиях, которые влияют на относительные цены произведенных товаров. Практический опыт использования различных режимов валютного курса свидетельствует о том, что если выбранная стратегия не отвечает реально складывающейся экономической ситуации, она может только усугубить переживаемые страной экономические трудности. Например, если страна с относительно закрытой экономикой сохраняет за собой право на сравнительно большой дефицит государственного бюджета, то стратегия поддержания фиксированного валютного курса окажется нереалистичной, поскольку она в короткие сроки приведет к оттоку валютных резервов из страны.

### **8.3. Конвертируемость по счету текущих операций и валютный курс**

Согласно теории международной торговли отсутствие барьеров между рынками отдельных государств позволяет каждой стране производить и экспортировать товары и услуги, по которым она имеет сравнительные преимущества. На глобальном уровне либерализация внешней торговли способствует развитию мировой торговли, эффективному распределению экономических ресурсов, росту производительности, конкуренции и, в конечном счете, привлечению иностранных инвестиций. Отсутствие барьеров между товарными рынками разных стран определяется конвертируемости валюты по счету текущих операций. Это означает, что конвертируемость по счету текущих операций может быть эффективным инструментом экономической политики. Эффективность его использования многократно превышает результаты введения налоговых льгот и субсидий, предоставляемых зарубежным инвесторам, которые нередко ставят в неравные условия национальных и иностранных производителей и сокращают поступления в бюджет.

Однако введение конвертируемости валюты по счету текущих операций может нести как потенциальные выгоды, так и вред. Например, равновесие баланса текущих операций после введения конвертируемости может быть достигнуто либо за счет роста волатильности валютного курса, или за счет принятия мер, направленных на восстановление внешнего равновесия в ущерб внутреннему. Кроме того, чрезмерное усиление конкурентного давления со стороны импорта на многие внутренние отрасли, такие как обрабатывающая промышленность, ведет к сокращению или даже свертыванию некоторых национальных производств. Это может побудить страну к введению протекционистских таможенных пошлин и дальнейшему отказу от полной конвертируемости по счету текущих операций.

Ухудшение условий внешней торговли - наиболее типичная проблема, порождаемая конвертируемостью по счету текущих операций. Быстрый переход к конвертируемости приводит к усилению

конкуренции со стороны зарубежных производителей. Поддержание конкурентоспособности в этих условиях требует установления более низкого реального обменного курса, чем курс, соответствующий долгосрочному равновесию. Однако случающееся в результате повышение относительных цен на экспорт может привести к формированию нерациональной структуры размещения ресурсов.

Вообще следует сказать, что введение конвертируемости по счету текущих операций неизбежно приводит к возникновению проблем с реальным обменным курсом. Успешное развитие экономики, по мнению большинства исследователей, часто заканчивается ростом реального курса национальной валюты. Такая переоценка обменного курса наблюдалась в Южной Корее, Тайване, Сингапуре, Гонконге и, в меньшей степени, Чили. Согласно одному из распространенных подходов, в развивающихся и переходных экономиках в отличие от рыночных экономик западных стран могут наблюдаться продолжительные периоды повышения реального курса валюты, то есть более быстрый рост цен в сравнении с темпами обесценения национальной валюты. Для развивающихся стран такое повышение объясняется эффектом Балассы-Самуэльсона: если производительность труда в секторе, производящем товары на экспорт, растет быстрее, чем в неэкспортном секторе, и если уровень зарплаты между секторами нивелируется так, что рост реальной зарплаты отстает от роста производительности, то возникает возможность повышения реального курса без ущерба для прибыли фирм. В экспортном секторе снижение прибыли из-за повышения реального курса компенсируется ее увеличением вследствие отставания повышения реальной зарплаты от роста производительности труда. Для переходных экономик, правда, такое объяснение вряд ли приемлемо, поскольку неэкспортный сектор (представленный в основном сферой услуг) был слабо развит в плановой экономике, а во время перехода к рынку рос быстрее, чем другие сектора, в том числе и за счет повышения производительности труда.

На практике, однако, эффект Балассы-Самуэльсона можно четко распознать только в Южной Корее и Тайване. В других развивающихся странах феномен роста реального валютного курса отсутствовал полностью или был весьма незначительным. В принципе, это можно объяснить двумя причинами. Во-первых, другие экономики, возможно, находятся на сравнительно ранних стадиях своего развития. Во-вторых, на них действует ряд факторов, сдерживающих тенденцию роста: сдвиги в распределении производства товаров, обращающихся на международном рынке; изменение во внешнеторговых ограничениях и транспортировке и другие издержки выхода на мировой рынок.

С учетом этих обстоятельств выбор между фиксированным и плавающим курсом зависит, в основном, от предпочтений между номинальным ростом курса и сравнительно более высокой инфляцией. Такие же результаты могут быть получены за счет изменения реального

обменного курса. Например, в период 1980-96 гг. в Гонконге, где использовалось валютное правление, наблюдалась большая инфляция, чем в Сингапуре, где действовал режим управляемого плавания, хотя рост реального курса в обоих случаях был одинаковым.

#### **8.4. Денежные потоки и конвертируемость по счету движения капитала**

О возможности введения полной конвертируемости валюты по счету движения капитала в подавляющем большинстве развивающихся стран и государствах с переходной экономикой говорить пока преждевременно. Безусловно, этот шаг способствовал бы привлечению иностранных инвестиций и росту экспорта, однако национальная финансовая система еще слишком слаба, чтобы выдержать открытие границ для потоков капитала. Единственными государствами с переходной экономикой, которые ввели полную конвертируемость валюты по счету движения капитала, являются страны Балтии и Словения.

Контроль над капиталом в большинстве случаев выражается в невозможности для юридических и физических лиц официально конвертировать национальную валюту для покупки иностранных активов, запрете для предприятий иметь иностранные активы, требованиях обязательной репатриации экспортной выручки и ее полной или частичной конвертации в национальную валюту. В некоторых странах требования обязательной конвертации всей или части экспортной выручки заменено налогом на валютные поступления от экспорта.

В случае введения конвертируемости валюты по счету движения капитала произошел бы неминуемый отток капитала из страны. Расширение возможностей вложения национальных сбережений за границу могло бы привести к сокращению объема ресурсов, инвестируемых в национальное производство. Последнее обстоятельство способно оказать существенное давление на валютный курс, что крайне опасно в условиях достаточно хрупкой макроэкономической стабильности. Кроме того, ограничения по счету движения капитала позволяют не только сохранить внутренние накопления, но и предотвратить чрезмерный переход отечественных предприятий в иностранную собственность, а также максимизировать налоговые поступления от внутренних операций с капиталом и финансовых сделок. Опыт промышленно развитых стран показывает, что конвертируемость валюты по счету движения капитала обычно вводится после того, как окрепла экономика и только через определенное время после введения конвертируемости по счету текущих операций.

По всей видимости, с течением времени страны с переходной экономикой пойдут по пути развивающихся стран. Они, в своем большинстве, в течение 1990-х гг. постепенно ослабили или полностью



отказались от контроля над капиталами. Даже несмотря на череду финансовых кризисов развивающиеся страны в настоящее время продолжают двигаться к полной конвертируемости валюты по этому счету. Тем не менее, остающиеся ограничения представляют собой значительные препятствия для перелива капиталов. Сохраняющиеся ограничения обладают асимметричной структурой: ограничений на отток капитала гораздо больше, чем на приток. Либерализация движения капитала в обоих направлениях станет возможной только когда экономика сумеет прочно встать на ноги. Если говорить о портфельных инвестициях, либерализация должна развиваться параллельно с ростом возможностей на внутренних финансовых рынках и снижением концентрации рисков.

В более широком контексте введение полной конвертируемости по счету движения капитала может быть успешным только при условии благоприятных фундаментальных экономических факторов, жизнеспособного банковского сектора и достаточной гибкости валютной политики. Увеличивающееся число развивающихся стран, использующих гибкий режим обменного курса, вполне возможно, отражает осознание того, что повышенная гибкость может быть полезной для перехода к полной конвертируемости валюты.

По мере того, как развивающиеся страны интегрируются в глобальный финансовый рынок, они неизбежно сталкиваются с проблемой волатильности международных потоков капитала. Как управлять этой волатильностью - важнейший вопрос денежно-кредитной политики. Один из наиболее очевидных путей решения этой проблемы состоит в введении ограничений на краткосрочные потоки капиталов, которые нередко способствуют крупномасштабным спекуляциям. Однако на практике такие ограничения довольно трудно реализовать: фактически не различаются дестабилизирующие потоки и потоки, выполняющие важную функцию стабилизации финансовых рынков. Например, полное ограничение краткосрочного капитала приведет к снижению ликвидности валютного рынка и, соответственно, росту волатильности обменного курса.

Помимо трудностей, порождаемых краткосрочными капиталами, множество стран на дальнейших этапах своего становления сталкиваются с проблемами, связанными с долгосрочными капиталовложениями. Во многих быстро растущих экономиках приток частного капитала оказывает в долгосрочном периоде существенное влияние на валютный курс. Когда движение капитала ускоряется, а власти поддерживают фиксированный режим валютного курса, возникает инфляционное давление и реальный обменный курс растет под воздействием внутренней инфляции. Чтобы избежать такого развития событий Центральные банки обычно стремятся "стерилизовать" движение капитала через проведение компенсационных

операций на открытом рынке и увеличение ликвидных средств в экономике.

Однако по ряду обстоятельств операции по стерилизации можно успешно проводить только в краткосрочном периоде. Это объясняется несколькими объективными причинами. Во-первых, стерилизация удерживает внутренние процентные ставки от падения, что стимулирует дальнейший приток частного капитала. Во-вторых, из-за несопоставимости размеров внутреннего финансового рынка и международных потоков капитала, операции по стерилизации в целом оказывают незначительное влияние и с течением времени теряют свою эффективность. Наконец, потери, получаемые за счет проведения интервенций<sup>9</sup>, в конечном счете, делают постоянные операции по стерилизации крайне дорогим мероприятием.

По мере того как приток частного капитала начинает увеличиваться, будет расти и вероятность конфликта целей денежно-кредитной политики. С одной стороны, власти должны сдерживать инфляцию, а с другой - сохранять стабильность (и конкурентноспособность) национальной валюты. Как только появятся первые признаки перегрева экономики, инвесторы начнут напряженно следить за действиями властей и бегство капиталов практически становится неизбежным.

В связи с тем, что операции на открытом рынке могут оказывать лишь ограниченное влияние на движение капитала, многие страны используют ряд дополнительных мер, призванных ограничить влияние переливов денег. В одних странах власти увеличивают обязательные резервные требования, в других - переводят счета государственных учреждений из коммерческих банков в Центральный банк для того, чтобы уменьшить объем средств, находящихся в распоряжении кредитных организаций. В других странах прибегают к ужесточению норм пруденциального надзора (например, к лимитированию валютных составляющих банковского баланса). Некоторые Центральные банки идут на заключение форвардных валютных свопов с целью компенсации оттоков капитала. Однако валютнообменные операции обладают такой же ограниченной эффективностью, как и операции на открытом рынке, поскольку несут с собой убытки. Одним из последних средств смягчения влияния движения капитала является расширение границ валютного коридора и введение некоторых элементов контроля над потоками

---

<sup>9</sup> Потери от проведения интервенций образуются в результате выплат по долгу с номиналом во внутренней валюте. Если бы Центральный банк не проводил интервенции, он мог бы получать процентные доходы от размещения валютных резервов.

капиталов. Тем не менее, все же следует признать, что все эти меры, хотя и позволяют снизить инфляционное давление и волатильность курса, никакие средства не могут помешать долгосрочному росту реального обменного курса.

### **8.5. Стабилизационные программы на базе валютного курса в 1990-х гг.**

Начиная с конца 1980-х гг. значительное число развивающихся стран осуществило стабилизационную программу на базе какой-либо разновидности фиксированного валютного курса. Основной целью всех этих программ была борьба с высокой инфляцией, а главным инструментом - объявление ограничений на возможное изменение номинального валютного курса. В своем большинстве стабилизационные программы на базе валютного курса проводились в странах Латинской Америки и государствах с переходной экономикой. Для первой группы этих стран был характерен постоянный и высокий уровень инфляции, порожденный экспансивной бюджетно-налоговой политикой. А во второй группы стран резкое увеличение инфляции произошло сразу после отмены системы централизованного планирования. Согласно наблюдениям МВФ с 1987 г. в мире насчитывается одиннадцать стран, прибегших к стабилизационной программе на базе валютного курса, где годовая инфляция на начальном этапе стабилизации превышала 100% (см. табл. 13). К числу этих стран специалисты Фонда относят и Россию, хотя в действительности, ЦБ РФ использует таргетирование не валютного курса, а денежной массы.

Опыт осуществления стабилизационных программ в 1990-х гг. подтвердил известные из теории преимущества и недостатки использования валютного курса в качестве номинального якоря в борьбе с инфляцией. К числу преимуществ стабилизационных программ на базе валютного курса следует отнести:

- Быстрое снижение инфляции. Основное и бесспорное преимущество данного типа программ состоит в быстром падении высоких темпов инфляции. В ходе реализации программы стабилизационный эффект фиксированного валютного курса позволил быстро остановить рост цен и нивелировать инфляционные ожидания. В результате к третьему году осуществления программы в зависимости от типа валютного режима инфляция снизилась до однозначной или двухзначной цифры. Полученный антиинфляционный импульс сохраняется достаточно долго. Даже если власти отказываются от режима фиксированного курса, инфляция все равно в силу инерции продолжает снижаться.

- Экономический рост. Как и в стабилизационных программах 1970-х гг. в 1990-х гг. снижение инфляции сопровождалось быстрым реальным экономическим ростом. По мнению МВФ, феномен роста объясняется не столько увеличением совокупного спроса и предложения

на внутреннем рынке, сколько удачным временем реализации программ. Дело в том, что в большинстве случаев стабилизационные программы стартовали спустя год или несколько лет рецессии или стагнации. Одновременно с этим программы сопровождались или совпали с крупными структурными реформами. В результате начало осуществления программ совпало с выходом из низшей точки экономического цикла. Эксперты из Национального Бюро Экономических Исследований (Кембридж) придерживаются другой точки зрения. По их мнению, феномен быстрого экономического роста нельзя объяснить только синхронностью временем проведения программы и экономического цикла. Скорее всего, феномен роста следует приписать эффекту увеличения спроса, появившегося в результате инфляционной инерции, недостатка доверия к политике властей и ростом потребительского спроса - с одной стороны, а с другой стороны - эффектом предложения, возникшего в ответ на рост инвестиций и занятости.

Наряду с преимуществами программам стабилизации на базе обменного курса сопутствуют и недостатки. По своей сути они связаны с рисками, которые несет с собой режим фиксированного валютного курса:

- Дефицит текущего счета. На протяжении трехлетнего периода с начала стабилизационной программы во всех странах наблюдалась тенденция увеличения дефицита текущего счета платежного баланса. Правда, на первых порах дефицит никак о себе не дает знать, поскольку его отрицательное влияние компенсируется ростом притока капитала в страну, т.е. профицитом счета движения капитала. Его прилив на внутренний рынок объясняется, в основном, доверием к валютному режиму, которое возникает у инвесторов, и ожиданиями устойчивого валютного курса.

- Зависимость от рынков капитала. Хотя приток капитала и позволяет сохранить или даже увеличить объем золотовалютных резервов, тем не менее, он создает потенциальную угрозу для валютного режима. Риск возникает в связи с тем, что прилив иностранного капитала приводит к росту внешних обязательств, что означает, во-первых, зависимость стабилизационной программы от международных рынков капитала, а во-вторых, повышение уязвимости экономики к внезапным изменениям в движении капитала.

При усилении обоих факторов стабилизационная программа может закончиться с плачевными последствиями. Как показал опыт 1990-х гг. зависимость страны от международного движения капитала, противоречивость проводимой экономической политики самым непосредственным образом стимулирует валютный кризис. Так произошло в Мексике в декабре 1994 г., в России в августе 1998 г. и Бразилии в январе 1999 г. В каждом из перечисленных случаев негативная комбинация внутренних и внешних факторов привела к

спекулятивной атаке на национальную валюту и последующей девальвации. Правда, следует заметить, что помимо общих факторов, одинаковых для всех стран, переживших кризис, на каждом рынке присутствовала и национальная специфика. Например, в Мексике валютный кризис произошел после длительного периода кредитной экспансии на внутреннем рынке, которая вошла в противоречие с режимом фиксированного курса. В России многочисленные ошибки в области бюджетно-налоговой политики привели к тому, что власти были не в состоянии ни выплачивать проценты по накопленному госдолгу, ни контролировать его рост. В Бразилии наблюдалась практически аналогичная ситуация. Все попытки властей справиться с финансовым дефицитом государственного сектора и снизить объем госдолга столкнулись с открытой оппозицией в бразильском Конгрессе. Как следствие - власти были вынуждены пойти на девальвацию реала. Все эти кризисы имели огромный негативный эффект. Падение доверия к государству и обесценение национальной валюты, привели к скачку инфляции и снижению объемов производства.

Однако в большинстве стабилизационных программ, где обменный курс служил в качестве номинального якоря, власти сумели избежать валютного краха. Можно различить два подхода к стабилизации, который использовали "благополучные" государства. В одних странах согласованность экономической политики и валютного режима гарантировалась валютным правлением, которое помимо собственно самой фиксации курса осуществляло денежную эмиссию в строгом соответствии с объемом активов в иностранной валюте. Данный тип денежных властей в настоящее время используют Аргентина, Эстония, Литва и Болгария. Они ввели валютное правление не только из соображений краткосрочной стабилизации, но и исходя из невозможности в средне- и долгосрочной перспективе проведения независимой денежно-кредитной политики.

Другая группа стран, избежавшая финансовый кризис, придерживалась ограничено гибкого валютного курса. В Польше, например, власти использовали несколько разновидностей ограничено гибкого валютного курса. Польская стабилизационная программа началась с привязки злотого к доллару США, а затем политика валютного курса начала претерпевать постепенные изменения: фиксация к валютной корзине, ползущая привязка, наконец, валютный коридор с диапазоном колебаний в  $\pm 7\%$ . В различной степени программы Уругвая, Никарагуа и Хорватии также использовали ограничено гибкий валютный курс, который вводился или с самого начала, либо корректировался в ходе осуществления стабилизации. Пересмотр режима валютного курса обычно означал увеличение его гибкости. В Хорватии, однако, замена "потолка" колебаний на "управляемое плавание" не предусматривала повышение волатильности валютного курса. А в Уругвае в апреле 1998 г. диапазон колебаний был заметно

сужен. Все эти действия стали ответом на разразившийся среди развивающихся стран финансовый кризис.

В целом же опыт осуществления стабилизационных программ на базе валютного курса свидетельствует о том, что они могут быть эффективным средством борьбы с инфляцией. Кроме того, дальнейшее проведение программ способствует экономическому росту. Однако использование валютного курса в качестве номинального якоря требует повышенной дисциплины макроэкономической политики. В противном случае непоследовательные действия властей рано или поздно приводят к краху валютного режима.

*Таблица 13.*

**Основные стабилизационные программы на базе валютного курса, осуществленные в 1990-х годах**

Источник: World economic outlook. International Monetary Fund, Washington, D.C., 1999.

Страна	Время начала программы	Время окончания программы	Политика валютного курса	Годовая инфляция			Закончилась ли программа валютным кризисом?
				На начало программы	На третий год от начала программы	В 1998 г.	
Мексика	Декабрь 1987 г.	Декабрь 1994 г.	Привязка, ползущая привязка, широкий коридор	143,7	29,9	18,6	Да
Польша	Январь 1990 г.	Апрель 2000 г.	Привязка, ползущая привязка, наклонный коридор, управляемое плавание	639,6	39,8	8,6	Нет
Уругвай	Декабрь 1990 г.	н.в.	Наклонный коридор	129,8	52,9	8,6	Нет
Никарагуа	Март 1991 г.	н.в.	Привязка, ползущая привязка	20234,3	3,4	-	Нет
Аргентина	Апрель 1991 г.	н.в.	Валютное правление	267,0	4,3	0,7	Нет
Эстония	Июнь 1992 г.	н.в.	Валютное правление	1085,7	29,2	4,4	Нет
Хорватия	Октябрь 1993 г.	н.в.	Асимметричная привязка, управляемое плавание	1869,5	4,0	5,3	Нет
Литва	Апрель 1994 г.	н.в.	Валютное правление	188,8	8,4	2,4	Нет
Бразилия	Июль 1994 г.	Январь 1999 г.	Привязка, ползущая привязка	4922,6	6,1	0,4	Да
Болгария	Июль 1997 г.	н.в.	Валютное правление	1471,9	-	3,2	Нет

Примечание: н.в. - программа продолжается в настоящее время

## 9. Теория долларизации

### 9.1. Валютная гегемония: официальная долларизация

В ходе создания Европейского Валютного Союза США стали проявлять беспокойство по поводу возможной потери долларом лидирующих позиций. В Вашингтоне активно начали разрабатывать планы по расширению валютной зоны влияния доллара. Последние два года Штаты добились заметных результатов по укреплению долларовой гегемонии: на американскую валюту в 2000 году перешел Эквадор, аналогичных планов придерживается Аргентина. Процесс расширения долларовой зоны получил название «официальная долларизация».

**Долларизация** (dollarization) представляет собой замену национальной валюты долларом США, который используется в качестве средства обращения и сбережения, а также меры стоимости. Нередко термин "долларизация" служит для обозначения любого процесса вытеснения иностранной валютой (не обязательно долларом США) внутренней валюты. Долларизация может быть официальной и неофициальной. В случае **неофициальной долларизации** внутренняя валюта используется, в основном, для совершения небольших сделок и официальных платежей (налоги, сборы, пошлины и т.д.), в то время как доллар играет ключевую роль в проведении крупных операций и накоплении сбережений. Гораздо менее распространенной является **официальная (полная) долларизация**, когда страна не обладает национальными банкнотами и (иногда) монетами. В таком случае доллар служит в качестве официальной внутренней денежной единицы. Многие страны на протяжении всей своей истории использовали иностранную валюту во внутреннем денежном обращении. Даже в самой Америке, где в XVIII-XIX веках в розничной торговле главенствующую роль играли монеты, вплоть до 1857 года было разрешено хождение иностранных денег.

Наиболее известной страной с официально долларизированной экономикой является Панама. Она с 1904 года использует доллар США в качестве внутренней денежной единицы. Несмотря на то, что Панама выпускает свои собственные монеты и имеет расчетную единицу (бальбоа), это никак не мешает долларизации. Один бальбоа равен одному доллару США, а мелкие монеты играют вспомогательную роль и облегчают наличные расчеты. Кроме Панамы еще одиннадцать экономик официально используют доллар США. Пять из них или входит в состав США, либо находятся под их опекой. Остальные экономики – это островные государства, имеющие независимый политический статус от США: Виргинские и Маршалловы о-ва, а также о-ва Микронезия, Палау, Питкэрн, Тёркс и Кайкос. Еще около двадцати небольших официально долларизированных экономик помимо доллара США используют также австралийский доллар или французский франк. Эти

две денежные единицы - наиболее распространенные валюты за пределами своих стран после доллара США (см. табл. 14).

*Таблица 14.*

**Страны, официально использующие иностранную валюту  
за исключением доллара США**

<b>Страна</b>	<b>Политический статус</b>	<b>Используемая валюта</b>	<b>Год официальной долларизации</b>
Андорра	Независимое государство	Французский франк и испанская песета	1278
О-ва Кука	Самоуправляющаяся территория Новой Зеландии	Новозеландский доллар	1995
Северный Кипр	Де-факто независимое государство	Турецкая лира	1974
Гренландия	Датская самоуправляющаяся область	Датская крона	До 1800
Кирибати	Независимое государство	Австралийский доллар и собственные монеты	1943
Лихтенштейн	Независимое государство	Швейцарский франк	1921
Монако	Независимое государство	Французский франк	1865
Науру	Независимое государство	Австралийский доллар	1914
О-в св. Елены	Колония Великобритании	Фунт стерлингов	1834
Сан-Марино	Независимое государство	Итальянская лира и собственные монеты	1897
Тувалу	Независимое государство	Австралийский доллар и собственные монеты	1892
Ватикан	Независимое государство	Итальянская лира и собственные монеты	1929



В июле 1999 года управляющий Центральным Банком Аргентины, Педро Поу, публично объявил о том, что руководством центрального банка совместно с правительством принято решение отказаться от национальной валюты, песо, в пользу доллара США. Окончательные сроки перехода на доллар еще не установлены, можно лишь сказать, что преобразование национальной денежно-кредитной системы займет несколько лет. Для финансовых рынков новость о долларизации не была неожиданной. Еще в январе 1999 года президент Аргентины Карлос Менем отдал распоряжение проанализировать проект долларизации. Переговоры аргентинцев с чиновниками Министерства финансов США и ФРС уже состоялись. На повестке дня стоит создание рабочей группы для обсуждения ряда технических вопросов долларизации, таких как сеньораж и кредитор последней инстанции. С американской стороны проблемой официальной долларизации занимаются два комитета Конгресса США: банковский комитет и Совместный Экономический Комитет. Однако, если первый из них изучает исключительно влияние долларизации на банковскую систему США, то второй - общеэкономическими вопросами в целом. В список претендентов на долларизацию, подготовленный Комитетом, помимо Аргентины и Эквадора вошли Бразилия, Сальвадор, Индонезия, Мексика и Венесуэла (см. табл. 15). В США рассчитывают, что долларизация Эквадора положит начало масштабному процессу официальной долларизации во всей Латинской Америке.

**Таблица 15.**

**Страны-кандидаты на проведение официальной долларизации**  
согласно Отчету Совместного Экономического Комитета  
Конгресса США.

Страна	ВВП, млрд. \$	Бюджет, млрд. \$	Денежная база, млрд. \$	Нетто-валютные резервы, млрд. \$	Годовая инфляция	Годовая процентная ставка
Аргентина	324	41,1	16,4	20,8	1,0	6,81
Бразилия	804	113	49,0	44,2	3,2	29,50
Эквадор	19,8	3,38	1,23	1,62	36,1	39,3
Сальвадор	11,2	1,39	1,85	1,76	2,5	9,43
Индонезия	215	34,4	10,1	9,9	57,6	62,79
Мексика	403	69,0	19,5	22,1	15,9	26,89
Венесуэлла	88,4	21,0	6,70	13,7	35,8	34,84

Долларизация не проходит далеко не бесследно для национальной экономики. Странам, где обращается иностранная валюта, приходится платить сеньораж эмитентам твердой валюты. В прошлом сеньораж определялся как разность между издержками выпуска денег в обращение и стоимостью товаров, которые можно купить за эти деньги. В средние века сеньоражем называли налог, которым облагался металл, передаваемый монетному двору для чеканки монет, с целью покрытия издержек на процесс чеканки и создания прибыли для правителя, прерогативой которого была денежная эмиссия. В настоящее время значение этого термина изменилось, и он стал использоваться в отношении чистой прибыли, получаемой любой организацией, осуществляющей эмиссию денег. Термин "сеньораж" применяется не только по отношению к наличной валюте, но и к денежной базе, которая включает в себя как наличные деньги в обращении, так и резервы коммерческих банков. Один из вариантов оценки сеньоража состоит в том, что деньги рассматриваются как актив, не приносящий процентного дохода. Соответственно, держатель наличных денег несет альтернативные издержки в виде процента по государственным ценным бумагам. Храня монеты и банкноты, экономический индивид, тем самым, предоставляет беспроцентный кредит государству. В таком случае величину сеньоража можно оценить через процентный доход, который теоретически способна принести денежная база. По оценкам Совместный Экономический Комитет Конгресса США доходы США от долларизации других стран равны \$13,4-\$17,1 млрд. в год. Столь значительная величина сеньоража, получаемая США, естественно вызывает критику американских денежных властей со стороны правительств официально долларизированных стран. Ими поднимается вопрос о необходимости разделения доходов от сеньоража между США и долларизированными странами.

Официальная долларизация влияет не только на страны, присоединяющиеся к долларовой зоне, но и на сами США. Влияние долларизации на Соединенные Штаты в первую очередь связано с бесконтрольным использованием долларовых масс за рубежом. В связи с тем, что Америка обладает главенствующим влиянием на международный рынок и процентные ставки, потеря контроля серьезно снижает эффективность проводимой ФРС денежно-кредитной политики. Второй эффект долларизации в США - рост политических рисков. Если ФРС по каким-либо причинам пойдет на увеличение процентной ставки, долларизированные страны могут оказывать давление на американское правительство, с тем, чтобы оно, в свою очередь, повлияло на ФРС и заставило ее снизить процентную ставку. Это давление может быть особенно заметным, если исходит от крупного торгового партнера США, например, Мексики. Еще более серьезная проблема долларизации - валютный демпинг. Крупная страна с официально

долларизированной экономикой или группа мелких долларизированных стран может отказаться от использования доллара США в качестве внутренней валюты и ввести национальную денежную единицу. Массовый сброс долларов приведет к валютному демпингу и резкому падению курса доллара США.

Вместе с тем официальная долларизация несет с собой ряд преимуществ, без которых Соединенные Штаты препятствовали бы ее проведению. Во-первых, это укрепление статуса ведущей мировой валюты. Рост числа стран, где доллар США служит внутренней денежной единицей, помогает американской валюте сохранять за собой статус мирового лидера. Долларизация одной или даже нескольких крупных стран Латинской Америки сразу позволит увеличить число людей, использующих доллар, и выдвинет долларовую зону по народонаселению на первое место, оставив позади зону единой европейской валюты. Во-вторых, сеньораж, о котором мы уже неоднократно говорили. В третьих, это череда снижения издержек и исчезновение рисков. Особо следует выделить устранение валютного риска и конверсионных издержек. Официальная долларизация или разрешение на свободное использование доллара во внешнеторговых операциях и инвестициях позволит элиминировать все риски и издержки, связанные с внешнеэкономической деятельностью. Выгоды от долларизации получают не только США, но и долларизированные страны, имеющие друг с другом экономические связи (подробнее о плюсах и минусах см. «**Pro et contra официальной долларизации**»). Устранение валютного риска имеет и обратную сторону медали. Долларизация сделает невозможной конкурентную девальвацию. Страны, вошедшие в долларовую зону, не смогут проводить девальвации с целью увеличения конкурентоспособности своего экспорта и снижения привлекательности импорта. Для Соединенных Штатов это особенно важно, поскольку она является импортирующей страной.

### ***9.1.1. Pro et contra официальной долларизации***

С экономической точки зрения выбор в пользу официальной долларизации целесообразен только тогда, когда преимущества долларизации превышают ее издержки. Что же можно отнести к преимуществам и издержкам долларизации?

#### ***Издержки официальной долларизации:***

- **потеря национальных доходов от сеньоража:** согласно оценкам Стэнли Фишера (первого заместителя директора-распорядителя МВФ) единовременные накопленные издержки от потери доходов от сеньоража составляют в среднем 4,6% ВВП, а непрерывный поток издержек -2,3% ВВП;

- **невозможность использования внутреннего центрального банка в качестве кредитора последней инстанции:** в Панаме, например, национальные банки не могут обратиться за помощью к ФРС США за кредитами в случае кризисной ситуации;

- **пониженная гибкость национальной денежно-кредитной политики:** невозможна ни девальвация, ни финансирование бюджетного дефицита через кредиты центрального банка;

- **конфликт интересов:** страна-эмитент может придерживаться совершенно иных экономических целей, чем долларизированная страна;

- **технические издержки:** модернизация программного обеспечения, обмен банкнот и монет, перевооружение банкоматов и кассовых аппаратов и т.д.;

- **юридические и финансовые издержки:** пересмотр контрактов, достигнутых договоренностей, условий рефинансирования, платежей и т.д.

***Преимущества официальной долларизации:***

- **нивелирование валютного риска (или риска девальвации внутренней валюты):** чем обширнее торговые и финансовые связи страны с долларовой зоной, тем больше будет экономия за счет уменьшения страхования валютного риска;

- **снижение странового риска:** устранение риска девальвации позволяет избавиться от риска внезапного роста процентных ставок, невыполнения долговых обязательств и ухудшения общеэкономической среды;

- **уменьшение волатильности реального валютного курса:** для развивающихся стран с высокой инфляцией и неустойчивой национальной валютой происходит стабилизация реального валютного курса;

- **сокращение резервов финансовой системы:** уменьшение потребностей финансовой системы в дополнительных резервах, например, согласно экспертным оценкам, если бы Панама не была долларизированной страной, ее финансовой системе пришлось бы держать на 3% ВВП резервов больше;

- **падение инфляции:** официальная долларизация по своему эффекту аналогична реализации умелой антиинфляционной программы;

- **снижение реальной процентной ставки:** в Панаме в 1990-х гг. как реальные, так и номинальные процентные ставки находились на самом низком уровне среди латиноамериканских стран;

- **возможности долгосрочного финансирования:** максимальная интеграция в мировую финансовую систему и доступ к долгосрочным ресурсам;

- **улучшение государственных финансов:** обратный эффект Оливьера-Танци - правительство лишается возможностей инфляционного налогообложения, за счет чего происходит рост реальных доходов бюджета. Кроме того, благодаря снижению валютного и странового рисков, уменьшаются издержки внешних заимствований правительства, что также улучшает состояние государственных финансов.

На решение о проведении официальной долларизации влияет довольно большое число характеристик экономики, таких как размер экономики, степень ее открытости, корреляция макроэкономических шоков и т.д. Теория, правда, умалчивает о том, каких количественных значений должна достичь национальная экономика, чтобы соответствовать требованиям долларизации. Другая группа критериев присоединения к валютной зоне - это неэкономические критерии. Речь, прежде всего, идет об общественно-политических целях страны. Решение властей о проведении официальной долларизации зависит не только от количественной оценки экономических выгод и издержек, но также и от национальных ориентиров. Чаще всего решение о долларизации является следствием не экономического, а политического выбора. По мнению Вашингтона и международных финансовых организаций, наиболее подходящими кандидатами на официальную долларизацию выступают Аргентина и Мексика. Аргентина является крупнейшей страной и экономическим лидером Латинской Америки. Что касается Мексики, то там деловые круги тоже ратуют за долларизацию. Кроме того, в присоединении Мексики к долларовой зоне заинтересован сам официальный Вашингтон. Значительная часть конгрессменов тесно связаны с бизнесом в Мексике. Рассмотрим основных кандидатов на официальную долларизацию.

**Мексика.** О взглядах мексиканских властей на долларизации можно судить по выступлению управляющего Банком Мексики, Гильермо Ортиза, на Экономическом Форуме МВФ "Долларизация: прихоть или будущее Латинской Америки?". По словам Ортиза, Мексика пока не планирует проводить официальную долларизацию. В целом руководство Банка Мексики достаточно скептически относится к идее долларизации, которая "сожгёт мосты назад". Безусловно, долларизация снизит инфляцию и будет стимулировать дисциплину бюджетно-налоговой политики, но в то же время для долларизации необходима устойчивая банковская система с избыточной ликвидностью, которой в Мексике нет.

**Аргентина.** На том же Экономическом Форуме МВФ выступал заместитель министра финансов Аргентины Мигель Кигель (он же по совместительству глава Министерства Экономики и общественных работ и услуг). Кигель заявил, что к настоящему времени Аргентина является высоко долларизированной страной. Рынки капитала полностью функционируют на долларовой основе. 94%

государственного долга деноминированно в долларе США или другой иностранной валюте. 58% банковских депозитов и 74% сбережений - это долларовые накопления. 66% банковских ссуд также деноминированно в долларе. По мнению Кигеля, официальная долларизация обеспечит долгосрочную финансовую стабильность, которую Аргентина не в силах достичь самостоятельно.

**Бразилия.** В принципе, Бразилия не удовлетворяет критериям присоединения к долларовой зоне. Прежде всего, против официальной долларизации говорят размер и открытость бразильской экономики. Согласно текущей экономической программе правительство продолжает придерживаться плавающего валютного курса. Одним из центральных моментов программы является наведение порядка в системе государственных финансов. Если правительство сумеет скорректировать фискальную политику, сократить бюджетные расходы и снизить процентную ставку, это поможет восстановить доверие к бразильской валюте - реалу, которое было значительно подорвано в ходе финансового кризиса начала 1999 года. Пока правительство не проявляет абсолютно никакого интереса к проектам долларизации.

**Эквадор.** Сразу за девальвацией бразильского реала в январе 1999 г., эквадорский сукре попал под всевозрастающее давление со стороны валютных спекулянтов. Наконец, 2 марта 1999 г. произошла девальвация. В тот же самый день, не выдержав эффекта произведенного девальвацией, закрылось восемь коммерческих банков. Это положило начало полномасштабному финансовому кризису на внутреннем рынке. Спустя неделю, 11 марта, правительство было вынуждено объявить о замораживании депозитов во всей банковской системе. К середине 1999 г. на волне недовольства финансовым кризисом эквадорское правительство начало проявлять заметный интерес к официальной долларизации. К сентябрю того же года состоялся дефолт по внешнему долгу, национальная валюта обесценилась на 70%, а ВВП сократился на 7%. В начале января 2000 г. на валютном рынке царил хаос, грозивший окончательным обвалом валютного курса и крахом экономики. От отчаяния и безысходности президент страны Хамиль Мауад объявил о предстоящей долларизации. Одного лишь объявления о намерениях оказалось достаточно, чтобы стабилизировать курс сукре. Он оставался стабильным, несмотря на общенациональные забастовки, военный переворот и приход 21 января к власти нового правительства во главе с бывшим вице-президентом. В марте 2000 г. президент Эквадора Густаво Нобoa подписал законопроект о замене национальной валюты на американский доллар. После его подписания группа кредиторов во главе с МВФ выделила Эквадору \$2 млрд. Эти средства планируется перечислить в течение трех лет для поддержки правительственной программы по перестройке экономики страны, основным пунктом которой является официальная долларизация. Началось снижение безработицы, процентные ставки

уменьшились на 90%, из-за границы в банки вернулось \$600 млн. Внешний долг удалось реструктуризировать, инфляция в sucre упала до рекордной отметки. Полный переход Эквадора на доллар США произошел в сентябре 2000 г.

**Сальвадор.** Курс сальвадорского колона более полувека оставался зафиксированным к курсу доллара США на отметке 2,5 колона за доллар. В связи с наступлением гражданской войны в 1980-х годах колон обесценился в несколько раз. В 1992 году благодаря успешной экономической программе стабилизации курс удалось закрепить на уровне 8,75 колона за доллар. В 1995 году правительство заявило о готовности провести официальную долларизацию. Однако под давлением оппозиции, которая подняла волну протеста против исчезновения колона как символа национальной суверенности, правительство было вынуждено отказаться от своих намерений. В начале 1999 г. на фоне обсуждения перспектив долларизации Аргентины, президент Сальвадора Армандо Кальдерон Соль вновь стал склоняться в пользу долларизации. Но в связи с тем, что в июне 1999 г. Кальдерон Соль покинул свой пост, решение этой проблемы оставлено последующим поколениям президентов.

**Перу.** В начале 1990-х гг. перуанская экономика пережила гиперинфляционную бурю и обесценение национальной валюты. С тех пор падение обменного курса продолжается. В итоге Перу характеризуется высокой неофициальной долларизацией (долларовые депозиты составляют 64% М2). Центральный Резервный Банк Перу намерен следить за процессом долларизации Латинской Америки.

**Страны Карибского бассейна.** В ряде стран Карибского региона доллар США уже используется центральными банками в качестве основной резервной валюты, а населением - как меры стоимости. Кроме того, Восточно-Карибский Валютный Союз, Каймановы и Бермудские острова функционируют как валютные правления, где резервным активом выступает доллар США. Небольшой размер экономик стран Карибского региона, небольшой уровень денежного предложения и инфляции говорят о том, что потенциальные издержки официальной долларизации для них могут быть невысокими. Однако более весомым аргументом в пользу долларизации являются не низкие издержки долларизации, а стремление стран Карибского бассейна к большей экономической интеграции с Соединенными Штатами.

За два последних года официальная долларизация превратилась из неясной идеи в практический программу, ежедневно обсуждаемую в ряде развивающихся стран. Судя по всему, мы стоим в начале новой волны валютного объединения. Двадцатое столетие показало себя как время валютной дефрагментации. Всего три поколения назад в мире существовало несколько независимых стран, которые придерживались фиксированного валютного курса к золоту или серебру. Международная валютная система была разделена на два больших валютных блока.

Валютные кризисы если и происходили, то они носили локальный характер и не могли распространяться так широко как сейчас. С окончанием Первой мировой войны количество национальных валют непрерывно увеличивалось в tandem с ростом числа независимых государств. Теперь же мир стоит перед волной валютной консолидации, которая, по-видимому, вновь разделит международную валютную систему на несколько валютных блоков. Введение евро в привело к рождению первого реального конкурента доллару США. Вслед за европейской интеграцией развивающиеся страны стали проявлять активнейший интерес к образованию региональных валютных объединений или присоединению к уже существующим валютным зонам. И официальная долларизация для них выступает одним из возможных стратегических вариантов дальнейшего экономического политики.

## **9.2. Последствия денежного хаоса: неофициальная долларизация**

Волна экономических преобразований 1990-91 годов в Центральной и Восточной Европе сопровождалась резким шоком монетарной дестабилизации. Она, прежде всего, выражалась лавинообразным ростом инфляции. В ответ национальные власти вводили административное регулирование цен, неконвертируемость валют и тормозили дальнейшие реформы. Тем не менее, инфляция неизменно сопутствовала всему дальнейшему процессу либерализации. Помимо нестабильности денежной сферы структурные изменения в экономике сопровождались хроническим падением производства и высокой безработицей. Если обратить внимание на статистику того периода, первое, что бросается в глаза - резкий ценовой шок, который во много крат поднял уровень внутренних цен. Этот шок и породил гиперинфляцию, которая бушевала в Центральной и Восточной Европе еще много лет. В основе гиперинфляции лежал целый ряд факторов: первоначальный денежный навес, одномоментная либерализация цен, общий недостаток бюджетной дисциплины в комбинации с эмиссионным покрытием налоговых дефицитов. При этом хаос в денежной сфере сопровождался одним интересным (и в то время еще неизвестным) феноменом быстрого распространения иностранных валют на внутреннем рынке. Проникновение зарубежных валют на внутренний рынок напрямую связано с таким экономическим понятием как **неофициальная долларизация**.

Если население не доверяет национальной валюте или банковской системе, люди стремятся хранить депозиты в долларах США за границей или наличную иностранную валюту "под матрасом" (появился даже специальный термин - "mattress money"). И в том и в другом случае долларовые сбережения не фигурируют в государственной статистике в связи с тем, что они нередко в нарушение национального законодательства находятся за пределами внутренней финансовой



системы. По оценке ФРС США на руках иностранцев находится от 55% до 70% долларовых банкнот, главным образом, номиналом в \$100. В абсолютном выражении исходя из того, что долларовые банкноты составляют сумму в \$480 млрд., за пределами США находится порядка \$300 млрд. Основная часть долларовых накоплений приходится на латиноамериканские государства и страны бывшего СССР. В Боливии, например, население использует национальную валюту, - боливано, - для оплаты продуктов и мелких покупок, но 80% банковских депозитов и ссуд номинировано в долларах США; ценообразование дорогих товаров и их оплата производится также в долларах США. По американским расчетам на руках у россиян находится около \$40 млрд.

**Таблица 16.**

**Страны с бивалютной системой.**

Страна	Политический статус	Используемая валюта	Год долларизации
Багамы	Независимое государство	Багамский доллар, доллар США	1966
Бутан	Независимое государство	Бутанский нгултрум, индийская рупия	1974
Босния и Герцоговина	Независимое государство	Боснийская конвертируемая марка, немецкая марка, хорватская куна, югославский динар	1998
Бруней	Независимое государство	Брунейский доллар, сингапурский доллар	1967
Камбоджи (Кампучия)	Независимое государство	Риэль, доллар США	1980
Гаити	Независимое государство	Гаитянский гурд, доллар США	-
О-в Мэн, Нормандские о-ва	Опека Великобритании	фунт стерлингов, местный фунт	1800-е
Сан-Томе и Принсипи	Независимое государство	Лао кип, тайский бат, доллар США	-
Лесото	Независимое государство	лоти, южноафриканский рэнд	1974
Либерия	Независимое государство	Либерийский доллар, доллар США	1944
Люксембург	Независимое государство	Люксембургский франк, бельгийский франк	1945
Намибия	Независимое государство	Намибийский доллар, южноафриканское рэнд	1993
Таджикистан	Независимое государство	Российский рубль, таджикский рубль, разрешено использование других валют	1994

Существует также понятие **полуофициальной долларизации** (semiofficially dollarization). Более десяти государств характеризуются полуофициальной долларизацией (см. табл. 16), в них функционирует **бивалютная система** (bimonetary system). Согласно определению МВФ в полуофициально долларизированных странах иностранная валюта считается «другим легальным платежным средством». Это означает, что иностранная валюта может широко использоваться в экономике, но она обязательно выступает второстепенным платежным средством по отношению к национальной валюте. На практике в полуофициально долларизированных странах иностранная валюта превалирует как валюта банковских вкладов, однако заработная плата, налоги и повседневные расходы «котируются» только в национальной валюте. В отличие от официально долларизированных стран в бивалютных системах продолжает действовать внутренний центральный банк (или другой тип денежных властей) и остается возможность проведения национальной денежно-кредитной политики.

Официальное использование иностранной валюты представляет собой достаточно редкое явление в государствах-"карликах". Большинство же стран предпочитает иметь свою собственную валюту. Объяснение тому кроется в экономических преимуществах, которые несет с собой самостоятельная денежно-кредитная политика. Ее самостоятельность обычно подразумевает, что страна обладает внутренней валютой, эмитируемой внутренним центральным банком. Согласно общепринятой точке зрения, самостоятельная денежно-кредитная политика позволяет стране регулировать денежное предложение, процентные ставки, валютный курс и, в конечном счете, стимулировать экономический рост. На практике, однако, в развивающихся странах с центральным банком наблюдается низкий (или вообще отрицательный) экономический рост в тандеме с беспорядком на внутреннем финансовом рынке. За последние тридцать лет в 5/6 развивающихся странах с центральным банком годовая инфляция превышала 20% и в более чем 1/3 годовая инфляция зашкаливала за 100%. Самые тяжелые банковские кризисы также происходили в развивающихся странах с центральным банком. Подобные наблюдения позволили довольно большой группе специалистов сделать вывод, что наличие внутреннего центрального банка в большинстве развивающихся стран несет скорее вред, чем пользу, поскольку он не способен самостоятельно добиться финансовой стабилизации. Логическое следствие из этого заключается в том, что для основной части развивающихся стран лучшим вариантом является отказ от своей валюты в пользу более стабильной валюты другого государства. Тем не менее, развивающиеся страны продолжают придерживаться самостоятельной денежно-кредитной политики по нескольким соображениям. Во-первых, власти надеются, что они смогут воспользоваться преимуществами самостоятельного регулирования

денежного предложения. Во-вторых, наличие внутренней валютой как символа национального суверенитета придает властям больший политический вес. В третьих, в случае необходимости правительство в состоянии осуществить эмиссию для покрытия бюджетного дефицита. Наконец, в четвертых, власти могут извлекать постоянную пользу из хронического инфляционного налогообложения.

В итоге правительство в условиях денежного хаоса сталкивается с долларизацией, которая происходит помимо его воли. Неофициальная долларизация означает, что экономические агенты держат свое богатство в иностранных финансовых активах несмотря на то, что иностранная валюта может не являться **легальным платежным средством** (legal tender). Средство платежа считается легальным, если законодательство допускает использовать его для погашения всех видов долгов при условии, что участники сделки предварительно не определили платеж в другой валюте. Легальное средство платежа отличается от **вынужденного** или **принудительного средства платежа** (forced tender), когда экономические агенты обязаны принять в качестве платежа определенную валюту, даже если они специально намерены использовать другую валюту. Термин "неофициальная долларизация" касается обоих случаев, когда владение иностранными активами является как легальным, так и нелегальным. В некоторых странах резиденты могут официально владеть некоторыми типами иностранных активов, например, долларовыми счетами во внутренних банках, но обладание другими иностранными активами, такими как банковские счета за рубежом, без специального разрешения властей считается незаконным. Неофициальная долларизация может принимать любую из нижеперечисленных форм:

- хранение иностранных наличных денег;
- валютные депозиты во внутренней банковской системе;
- валютные депозиты за рубежом;
- иностранные облигации и другие виды неденежных активов за рубежом.

Наблюдение динамики неофициальной долларизации показало, что она проходит в несколько этапов:

1. **Замещение активов.** Использование иностранной валюты во внутреннем денежном обращении обычно начинается со средства сбережения. Чтобы обезопасить свои сбережения в национальной валюте от обесценения, экономические агенты начинают их конвертировать в иностранную валюту и приобретать иностранные финансовые активы. Кроме того, если страновые риски (например, опасность конфискации и национализации) достаточно велики, резиденты предпочитают держать иностранные неденежные активы не на родине, а за рубежом.

**2. Валютное замещение.** Резиденты могут также начать открывать краткосрочные валютные депозиты во внутренней банковской системе, если это разрешено властями. По мере того как инфляция быстро набирает темпы, становится неудобным фиксировать цены в национальной валюте с большим количеством нулей. Цены начинают представлять в долларах или других стабильных валютах. Тем самым иностранная валюта приобретает и функцию средства расчета. В довершение всего, население начинают оплачивать товары и услуги в иностранной валюте, в результате чего она становится и средством обращения. Наличная иностранная валюта может поступать в страну по нескольким основным каналам:

- ввозиться уполномоченными коммерческими банками (обладающими лицензией на проведение операций с валютными ценностями), которые получают ее в зарубежных центральных банках через снятие соответствующих сумм со своих счетов в иностранных банках;
- перевозиться туристами, экипажами транспортных средств (самолетов или судов), командировочными;
- снятие наличной валюты со счетов компаний и организаций под видом выплаты командировочных расходов, премий, бонусов и т.п.;
- оплата наличными средствами контрабанды наркотиков, оружия и пр.;
- перевод наличной валюты из-за рубежа работающими там гражданами данной страны;
- перевод наличных средств на личные счета за счет фиктивных контрактов, занижения стоимости экспорта, завышения стоимости импорта или использования отличного от официального валютного курса.

**3. Полная долларизация.** Резиденты могут также начать открывать краткосрочные валютные депозиты во внутренней банковской системе. Банки, чтобы обезопасить себя от валютного риска, тогда станут вкладывать привлеченные средства в валютные активы на национальном или международном рынке. Произойдет полная долларизация банковской системы, а далее и всей финансовой системы в целом.

В той или иной степени иностранные деньги используются для внутренних платежей (как легально, так и нелегально) практически во всех странах. Точно оценить масштабы обращения иностранных валют на внутреннем рынке практически не представляется возможным. Обращение иностранной валюты не учитывается ни в рамках денежной статистики, ни в статистике платежного баланса. Некоторые страны предпринимали попытки измерить изменения в размерах запасов

наличной валюты, приходящихся на душу населения, в странах, чья валюта активнее всего вывозится за рубеж (прежде всего США). В других странах проводились статистические исследования предприятий и домашних хозяйств на предмет оценки их резервов наличной иностранной валюты. Но эти исследования не дали желаемых результатов, поскольку респонденты не желали раскрывать подобную информацию. Некоторыми специалистами предлагается создать международную систему учета денежных купюр. На теоретическом плане это возможно (каждая из банкнот имеет серийный номер), однако технически пока неосуществимо, поскольку ни технической, ни институциональной, ни законодательной базы по этому поводу не существует ни в одной из стран. Тем не менее, ориентировочными показателями долларизации могут служить:

- доля валютных депозитов в общем объеме денежного агрегата M2 (иначе говоря, уровень долларизации),
- ввоз наличной валюты коммерческими банками и населением,
- расходы населения на покупку иностранной валюты.

Согласно исследованиям МВФ восемнадцать стран характеризуется объемом депозитов в иностранной валюте свыше 30% M2. Еще в тридцати четырех странах депозиты в иностранной валюте составляют 18% M2 (см. табл. 17). Как отмечают специалисты МВФ, доллар США является основной валютой этих сбережений.

**Неофициальная долларизация в развивающихся странах  
и государствах с переходной экономикой согласно оценке МВФ.**

"Высокая" степень долларизации, более 30% М2	"Умеренная" степень долларизации, около 16,4% М2
Аргентина, Азербайджан, Белоруссия, Боливия, Камбоджи, Коста-Рика, Хорватия, Грузия, Гвинея-Бисау, Лаос, Латвия, Мозамбик, Никарагуа, Перу, Сан-Томе и Принсипи, Таджикистан, Индия, Уругвай	Албания, Армения, Болгария, Чешская Республика, Доминика, Эквадор, Египет, Сальвадор, Эстония, Гвинея, Гондурас, Венгрия, Ямайка, Иордания, Литва, Македония, Малави, Мексика, Молдова, Монголия, Пакистан, Филиппины, Польша, Румыния, <b>Россия</b> , Сьерра-Леоне, Словацкая Республика, Тринидад и Тобаго, Уганда, Украина, Узбекистан, Вьетнам, Йемен, Замбия

Единственным действенным средством борьбы с неофициальной долларизацией является макроэкономическая стабилизация. Только она способна привести к отказу от использования иностранных валют. Все остальные меры не обладают высокой эффективностью. Тем не менее, национальные правительства чаще всего прибегают именно к этим мерам "инога" характера. К ним, прежде всего, можно отнести:

- деноминацию или эмиссию денежных купюр с высоким номиналом;
- ограничение или запрещение использования иностранной валюты для внутренних платежей и расчетов;
- ограничение или запрещение ведения счетов в иностранной валюте;
- введение высоких резервных требований по счетам в иностранной валюте;
- поддержание высокой процентной ставки по активам с номиналом в национальной валюте;
- прочие юридические меры, делающие невыгодным обладание активами в иностранной валюте.

Как видно, все перечисленные способы лишь ограничивают внутреннюю конвертируемость национальной валюты, не решая кардинально проблемы валютного замещения. При этом запрещение использования иностранных валют неизбежно приводит к развитию черного рынка обмена валют, который в большинстве случаев практически невозможно контролировать официальными средствами. Все это было подтверждено опытом стран Центральной и Восточной Европы. Валютный контроль являлся основным средством борьбы с валютным замещением. Страны Восточной Европы считали, что валютный контроль защитит национальную экономику или, по крайней мере, уменьшит долларизацию внутреннего рынка. Для этого они использовали расширенную систему валютного контроля и вводили полную неконвертируемость национальных валют. Однако неконвертируемость оказала существенное влияние на международную торговлю в рамках стран Варшавского договора, в результате чего стали развиваться диспаритеты в относительных ценах. Неконвертируемость привела к появлению сети черных рынков, где зарубежные туристы, контрабандисты, валютные трейдеры могли обменять валюту по неофициальному курсу.

## 10. Анализ валютного кризиса

### 10.1. Определение валютного кризиса

Современный уровень требований, предъявляемых к экономической теории и практике, обязывает специалистов данного профиля постоянно знакомиться с передовыми идеями модельной структуризации и анализа. В последние годы значительный вес в экономических исследованиях приобрели математические методы. Особенно эта тенденция заметна на Западе, где математические методы являются неотъемлемой частью базовых экономических предметов.

В 1990-е годы валютные кризисы в Европе, Мексике и Юго-Восточной Азии привлекли всеобщее внимание к спекулятивным атакам на контролируемые властями валютные курсы. Изучение этих событий в настоящее время проходит как на теоретическом, так и на эмпирическом уровне. И в тех и в других работах математическое моделирование происходящих в экономике процессов заняло центральное место. К сожалению, необходимо отметить, что у нас об этих исследованиях практически ничего не известно. Чтобы хоть как-то восполнить недостающий пробел автор в данной главе решил вкратце ознакомить читателей с основными положениями, легшими в основу экономико-математических моделей валютного кризиса.

Согласно распространенной классификации, предложенной экспертом Национального Бюро Экономических Исследований в США Майклом Бордо, **финансовые кризисы** могут быть сгруппированы в три большие категории: банковский, долговой и валютный кризис. Не все финансовые пертурбации могут рассматриваться в качестве финансовых кризисов. Финансовые потрясения, не оказывающие влияния на платежный баланс или не имеющие потенциальных последствий для экономической активности, носят название «псевдофинансовые кризисы». Во многих случаях банковский, долговой и валютный кризис переплетаются между собой, как это произошло во время Азиатского кризиса 1997-98 гг. и Мексиканского кризиса 1994-95 гг. Кризис Механизма Обменных Курсов в Европе в 1992-93 гг. обычно считают валютным кризисом, несмотря на то, что в скандинавских странах он привел к национализации банковской системы. Кроме того, один тип кризиса может запускать другой тип кризиса. Банковский кризис нередко предшествует валютному кризису, особенно в развивающихся странах, что случилось, например, в Турции и Венесуэле в середине 1990-х гг. Проблемы банковского сектора также могут инициировать долговой кризис, как в Аргентине и Чили 1981-82 гг. И наоборот, кризис внешней задолженности способен подорвать устойчивость банков, что наблюдалось в 1982 г. в Колумбии, Мексике, Перу и Уругвае. Тем не менее, предшествование одного кризиса другому может вовсе не означать причинно-следственную связь.



Например, когда финансовый сектор подвержен недостаточному надзору и регулированию, слабость банковской системы часто обнаруживается только после обострения общих проблем – бегство от национальной валюты вынуждает пристальнее изучать состояние внутренних институтов. Такая ситуация была весьма характерна для Азиатского кризиса. По этой причине, хотя анализ банковского и долгового кризиса обычно не входит составной частью в анализ валютного кризиса, они считаются косвенно связанными между собой.

Что же собой представляют финансовые кризисы? **Банковский кризис** характеризует ситуацию, в которой фактическая или потенциальная банковская паника либо «провалы» рынка приводят к вынужденной приостановке банками внутренней конвертируемости своих обязательств, или к вмешательству правительства для предотвращения дестабилизации в банковской системе. **Кризис внешней задолженности** означает, что страна не в состоянии обслуживать суверенный или частный внешний долг.

Самый широкий взгляд на **валютный кризис** представляет его как резкое обострение ситуации на валютном рынке. Простейшее определение состоит в том, что валютный кризис означает значительную номинальную девальвацию или обесценение национальной валюты. Это определение, однако, не учитывает множество других признаков «обострения» и успешного противостояния властей валютным спекулянтам. Обычно «обострение ситуации» выражается не только в колебаниях валютного курса, но также в падении цен на внутренние финансовые активы, увеличении краткосрочных процентных ставок, снижении доверия к банкам, распродаже золотовалютных резервов и т.д. Все эти признаки говорят о том, что валютный кризис может происходить не только с жестко фиксированным валютным курсом, но и с более «мягкими» режимами. По определению МВФ валютный кризис случается, когда *«спекулятивная атака на обменный курс приводит к девальвации (или резкому обесценению) валюты либо заставляет власти для защиты валюты значительно расходовать иностранные резервы или резко поднимать процентные ставки»*.

В эмпирических исследованиях используется концепция т.н. «спекулятивного давления», созданная еще в 1970-х гг. Согласно этой концепции валютный кризис, равно как и спекулятивная атака, определяется как период, когда спекулятивное давление на валютном рынке достигает критических значений. Спекулятивное давление на валютном рынке можно измерить с помощью средневзвешенного индекса, включающего переменные номинального валютного курса, потерю иностранных резервов и изменение процентных ставок. Индекс был впервые предложен в 1996 г. группой экономистов, состоящей из Б. Айхенгрина, Э. Роуза и Ч. Выплоша. Главное преимущество взвешенного индекса состоит в том, что он тонко определяет ситуацию

на рынке. Связанная с валютным кризисом спекулятивная атака может закончиться как успехом, так и провалом. В случае успеха спекулянтов, ситуация уже носит название «**валютный крах**», т. е. Происходит значительное номинальное обесценение или девальвация внутренней валюты. Дж. Франкель и Э. Роуз предлагают использовать при определении валютного краха порог обесценения в 25% в год.

Опираясь на эти операционные критерии, эксперты МВФ подсчитали, что с 1975 по 1997 гг. в мире наблюдалось 158 эпизодов значительного спекулятивного давления на валютном рынке, 55 из которых закончилось валютными крахами. Другие исследователи с учетом различий в выборке получили приблизительно схожие результаты. Например, Г.Камински и К.Рейнхард обнаружили, что в 1970-95 гг. двадцать стран пережило 71 кризис, а уже упомянутые Б. Айхенгрин, Э. Роуза и Ч. Выплоша в двадцати промышленно развитых странах насчитали 77 кризисов.

## **10.2. Модели валютного кризиса**

Теоретические исследования валютных кризисов основываются на многочисленных моделях валютного курса и платежного баланса. Благодаря им стала возможной разработка «сигналов раннего предупреждения» кризиса и рекомендаций по предотвращению финансовых потрясений. К концу 1990-х гг. экономистами было создано два поколения моделей валютного кризиса. Первые модели валютного кризиса, известные также под названием «модели первого поколения», определяют валютный кризис как неизбежное следствие конфликта, возникшего между макроэкономической политикой правительства и политикой фиксированного валютного курса центрального банка. Хотя существует множество вариантов модели первого поколения, все они зиждутся на работе П. Кругмана. В его модели валютный кризис вызывается высоким дефицитом госбюджета, финансируемого за счет внутреннего кредита. Перманентные попытки властей покрыть дефицит внутренним кредитом ведут к потере золотовалютных резервов, обнуление которых, в конечном итоге, делает невозможным поддержание фиксированного валютного курса. В связи с тем, что все модели первого поколения опираются на предпосылку, что валютный кризис вызывается негативным изменением фундаментальных макроэкономических факторов, по ним можно сделать лишь один прямой вывод. Власти сумеют избежать валютного кризиса, если станут придерживаться экономической политики, строго соответствующей выбранному режиму валютного курса. В моделях первого поколения ухудшение фундаментальных макроэкономических факторов и приближение кризиса может быть предсказано на основе нескольких признаков:

- высокий или постоянно увеличивающийся дефицит госбюджета;
- обширная денежно-кредитная экспансия;

- высокая инфляция;
- переоценка реального валютного курса;
- большой дефицит счета текущих операций платежного баланса;
- резкое снижение иностранных резервов;
- значительный рост внутренней процентной ставки.

Если отказаться от идеи того, что правительство только и занимается наращиванием дефицита госбюджета, а центральный банк – распродажей резервов, и ввести в модель несколько вариантов действий властей, то картина заметно меняется. Перед государством встает проблема выбора из нескольких альтернативных макроэкономических целей, принятие решения, о достижении которых, приобретает форму поиска оптимальной экономической политики. Эта концепция легла в основу т.н. «моделей второго поколения». Для достижения той или иной цели властям необходимо проанализировать баланса выгод и издержек и затем выбрать подходящий инструмент – поддерживать фиксированный валютный курс или нет. Например, денежные власти перестают придерживаться фиксированного курса, если они полагают, что экономическая политика, направленная на сохранение фиксации, может негативно сказаться на других макроэкономических переменных. В модели Ф. Озкана и А. Сазерлэнда если уровень безработицы в экономике и без того высокий, власти вряд ли будут защищать фиксированный курс, поскольку это потребует повышения процентных ставок, что усугубит проблему безработицы. В моделях М. Обстфельда, Б. Бэнсэда и О. Джейна рост безработицы или государственного долга также увеличивает издержки государства по защите фиксированного валютного курса, поскольку вместе с безработицей и госдолгом возрастает вероятность спекулятивной атаки. Правительство может отказаться от поддержки фиксированного курса, если оно полагает, что такая политика увеличивает вероятность банковского кризиса и связанные с ним бюджетные издержки по реструктуризации банковской системы и погашения ее долгов. Кроме того, в моделях второго поколения считается, что случайная (стохастическая) природа макроэкономической политики может привести к множественности равновесия системы, при котором спекулятивная атака становится самореализующимся явлением. В условиях неопределенности поведения властей, если издержки защиты фиксированного курса, скорее всего, возрастут, а спекулянты ожидают наступление валютного кризиса, на рынке начнут преобладать самореализующиеся ожидания. Если спекулянты полагают, что несмотря на хорошие макроэкономические показатели власти откажутся от фиксированного курса при наличии серьезной спекулятивной атаки, то такая атака, несомненно, будет предпринята. Например, группа инвесторов может считать, что страна характеризуется здоровой макроэкономической ситуацией, и поводов для беспокойства нет. Однако если большое число инвесторов выведет свои капиталы и, тем самым, увеличит вероятность отказа властей от

защиты фиксированного курса, то оставшиеся инвесторы могут также изъять свои средства. Это, в свою очередь, ускорит наступление валютного кризиса, который произойдет из-за накопления критической массы спекулятивно настроенных инвесторов. Главный вывод из этих моделей состоит в том, что валютный кризис нельзя объяснить исключительно изменением фундаментальных макроэкономических факторов. В то же время перемена настроений инвесторов основывается на их ожиданиях и прогнозах дальнейшего поведения макроэкономических переменных. Следовательно, в моделях второго поколения макроэкономические факторы, такие как внешний долг, продолжают играть важную роль. Но теперь эта роль, в отличие от моделей первого поколения, носит уже не поведенческий, а структурный характер. Негативные изменения макроэкономических факторов является необходимым, но не достаточным условием наступления кризиса.

Наконец, третью группу моделей обозначают как «модели с инфекцией кризиса». Ее отличие от двух предыдущих заключается в том, что в ней анализируется связь между валютным кризисом во внутренней экономике и кризисами в других странах. Примером моделей третьей группы служит модель Ф. Сметса и С. Джэлча, в которой рассматривается распространение кризиса между двумя странами. Их анализ показывает, что спекулятивная атака в одной стране может спровоцировать атаку в другой стране, если вторая страна обладает небольшими золотовалютными резервами для защиты фиксированного курса. Кроме того, валютный кризис, завершающийся девальвацией, увеличивает конкурентоспособность экспорта, что заставляет другие страны также предпринять девальвацию для сохранения международной конкурентоспособности. В такой модели валютный кризис генерирует информацию о том, в каких странах может последовать следующий валютный кризис. Крушение валютного режима классифицируется как «оправданное» или «неоправданное», в зависимости от того, подкрепляется ли оно негативным изменением макроэкономических факторов. Например, если валютный кризис во внутренней экономике распространяется на другие страны с аналогичной политикой и макроэкономическими характеристиками, то он считается «оправданным». Чаще всего «неоправданный» кризис инициируется стадным поведением экономических агентов. Про третью группу кризисов необходимо заметить, что они могут быть также определены как модели второго поколения, поскольку в них валютный кризис связывается с внешними факторами, а не только с внутренними, как во моделях первого поколения. По этой причине большинство экономистов не выделяют модели с инфекцией кризиса в отдельную категорию.

### 10.3. Экономическая политика противостояния валютным кризисам

Хотя валютные кризисы и вдохновили большое число экономистов на проведение исследований, тем не менее, множество чисто прикладных вопросов так и осталось неизученным. В частности, **как прогнозировать и предотвращать валютные кризисы** и почему они значительно между собой отличаются? Постараемся ответить на поставленные вопросы исходя из результатов теоретических и эмпирических исследований. Валютные кризисы на развивающихся рынках и в странах с переходной экономикой можно предсказать на основе фундаментальных макроэкономических факторов. Ниже приведены сводные результаты эмпирических исследований, посвященных макроэкономическим показателям валютных кризисов. Как и ожидалось, структурные модели первого поколения выделяют всего два ведущих индикатора кризиса: рост внутреннего кредита центрального банка и процентных ставок. Неструктурные модели первого поколения обращают внимание на номинальную динамику иностранных резервов и переоценку реального валютного курса. Модели второго поколения показателями кризиса считают адекватность резервов, состояние счета текущих операций и общемировые шоки. В целом по итогам двух поколений исследований среди внутренних макроэкономических факторов можно выделить следующие **основные прогнозные индикаторы кризиса** (список составлен по убыванию важности):

- переоценка реального валютного курса;
- адекватность иностранных резервов денежных властей;
- рост внутреннего кредита центрального банка;
- отношение счета текущих операций к ВВП;
- увеличение иностранной процентной ставки.

Опишем на основе статистики МВФ типовой валютный кризис. Накануне кризиса экономика демонстрирует признаки перегрева: валютный курс переоценен, а инфляция относительно высока (хотя в странах Азии и в России инфляция находилась на низком уровне). Чрезмерно экспансионистская денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика стимулируют кредитный бум, ведущий к избыточной аккумуляции долга. Кредитный бум переходит в инвестиционный бум в реальные активы, в результате чего цены на недвижимость и фондовые активы достигают необыкновенно высокого уровня. С увеличением обязательств банковского сектора, не обеспеченных валютными резервами, растет неустойчивость финансовой системы. Спусковым механизмом кризиса может послужить скачок мировой процентной ставки или ухудшение условий внешней торговли, т.е. «инфекция» международного кризиса. Перед властями встают задачи корректировки внешней макроэкономической позиции и недопущения инфляции. Введение жесткой денежно-кредитной

политики сказывается падением цен на финансовые активы, снижением деловой активности и трудностями в обслуживании долгов. Бегство от национальной валюты после продолжительного давления на валютном рынке заканчивается кризисом. На развивающихся рынках кризис обычно имеет гораздо большие масштабы, чем в промышленно развитых странах, однако и дальнейшее оздоровление экономической ситуации у них происходит быстрее. Ведущей движущей силой последующего выхода из кризиса выступает бурный рост экспорта.

В мировой экономике валютные кризисы происходят в среднем шесть-семь раз в год. Возможно ли что-нибудь сделать, чтобы их предотвратить или, хотя бы, избежать столь частого повторения валютных потрясений? Варианты решения этой проблемы исходят из анализа моделей валютного кризиса. Самая простая модель валютного кризиса первого поколения объединяет правило линейного поведения частного сектора (функцию спроса на деньги) с линейным поведением правительства (равномерным ростом внутреннего кредита). Обе эти линейности взаимодействуют при условии, что рыночные игроки совершенно не обладают возможностью прогнозирования прибыли. Частный сектор действует планомерно, постепенно истощая валютные резервы денежных властей. В итоге кризис происходит только в определенный уникальный момент времени, который можно легко рассчитать по линейным функциям.

Каноническая модель рассматривает валютный кризис как результат фундаментального несоответствия внутренней экономической политики властей и фиксированного валютного курса. Эта несовместимость может некоторое время не давать о себе знать, если центральный банк обладает достаточным объемом валютных резервов. Однако когда резервы становятся неадекватными, спекулянты начинают атаку на валютный курс. Данная модель обладает рядом важных достоинств. Во-первых, она отражает **внутреннюю дисгармонию экономического поведения властей**. Во-вторых, модель демонстрирует, что внезапные масштабные потери валютных резервов как результат спекулятивной атаки не обязательно происходят из-за иррационального поведения инвесторов или попыток манипулирования рынком отдельными игроками. Они могут всего лишь отражать логику ситуации, в которой **сомнения об адекватности уровня валютных резервов делают непривлекательным обладание национальной валютой** и стимулируют бегство капитала за рубеж.

Первый и самый очевидный вывод, вытекающий из анализа канонической модели, заключается в необходимости **контроля над денежной экспансией**. В зависимости от особенностей национальной экономики и финансовой системы, властям необходимо отслеживать различные показатели денежной сферы: от совокупного внутреннего кредита до агрегата М3. Оперативный ответ на валютный кризис включает в себя уменьшение денежной базы и увеличение процентной

ставки. Тем самым сокращается денежное предложение и давление на валютном рынке ослабевает. Проведение жесткой денежно-кредитной политики можно назвать самым надежным краткосрочным средством защиты от кризиса в краткосрочном периоде. Так поступил Bundesbank в 1991 г., когда произошло объединение Германии. Немецкий Федеральный Банк предпочел контролировать денежное предложение в единой Германии исходя из прежних расчетных показателей по западным землям, умышленно занижая объем денежной массы и провоцируя подъем процентных ставок.

Как можно оценить денежную экспансию? Банкноты центрального банка представляют собой обязательства, которые должны свободно обмениваться на реальные активы или обязательства другого эмитента. Обеспечением обязательств денежных властей выступают признанные монетарные активы: золото и иностранные активы, т.е. золотовалютные резервы. Следовательно, обеспеченность денежного предложения проверяется путем сопоставления ее с иностранными резервами центрального банка. Для оценки адекватности резервов денежных властей следует использовать несколько индикаторов, характеризующих отношение различных денежных агрегатов к золотовалютным резервам. Все они позволяют рассчитать ориентировочные валютные курсы. Ориентировочными они являются в связи с тем, что фактическое значение обменного курса при наступлении кризиса может быть как выше, так и ниже расчетного курса. Например, в случае оценки мгновенного спроса физических лиц на СКВ во время валютного кризиса, на покупку долларов будет израсходован не весь денежный агрегат M0, а только часть наличных денег в обращении. Вместе с тем банк не будет продавать свои золотовалютные резервы по одному и тому же курсу - реально обменный курс неизбежно повысится. С институциональной точки зрения проблему обеспеченности резервами можно решить, введя **валютное правление** (currency board). Оно представляет собой учреждение, эмитирующее банкноты и монеты, которые при предъявлении первого требования свободно конвертируются по фиксированному курсу обмена в иностранную валюту или другой внешний «резервный» актив. Обычно валютное правление не принимает депозиты правительства или коммерческих банков (т.е. отсутствуют обязательные резервные требования для банков и государственное казначейство), однако если это происходит, то они должны не менее чем на 100% покрываться внешними резервами. Для нормального функционирования валютному правлению необходимы резервы, полностью обеспечивающие денежную базу. В качестве резервов обычно выступают высококачественные процентные долговые ценные бумаги с номиналом в резервном активе. Само по себе валютное правление является только частью денежной системы. В целом система валютного правления включает не только институт валютного правления, но также коммерческие банки и другие финансовые

учреждения; определенный стиль денежно-кредитной политики и готовые «шаблоны» действий, предпринимаемых валютным правлением и правительством в области политики валютного курса, конвертируемости и т.п. Однако валютное правление не гарантирует полностью отсутствие валютных кризисов. Существует несколько рисков, связанных с функционированием в экономике валютного правления. К ним можно отнести высокую волатильность запасов резервных активов, кризис ликвидности банковского сектора, зависимость от международных рынков капитала и т.д.

Как еще государство может гарантировать стабильность валютного режима? Всякий прогноз валютного курса учитывает темпы внутренней инфляции. Современная макроэкономическая теория после работ американских экономистов Т. Саджента и Н. Уоллеса полагает, что инфляция порождается как эмиссией денег (которую мы уже обсудили), так и долговых обязательств. Интересно отметить, что в долгосрочном плане эмиссия государственных долговых обязательств может иметь даже более значительные инфляционные последствия (экономико-математическое моделирование показывает, что решения соответствующих дифференциальных уравнений неустойчивы). Поэтому, как не парадоксально звучит, экономика, обремененная долгами, не может не быть инфляционной в долгосрочном периоде. Таким образом, чем **больше государственный долг, тем быстрее инфляционные ожидания приблизят девальвацию**. Другой аспект долговой проблемы – риск невыполнения обязательств. Всякое правительство может осуществить снижение реального долгового бремени через девальвацию. Ожидая отказ от исполнения обязательств, инвесторы станут выводить свои капиталы за рубеж. По этой причине при объемном внутреннем госдолге риск дефолта и вероятность валютного кризиса очень велики. На практическом уровне для решения долговой проблемы властям рекомендуется **управление ликвидностью и долговой менеджмент**. По мнению президента Национального Бюро Экономических Исследований США, Мартина Филдстайна, управление ликвидностью является «ключом к самостоятельной защите развивающихся стран от валютных кризисов». Управление ликвидностью включает в себя снижение краткосрочного внешнего долга, аккумуляцию ликвидных иностранных резервов и организацию постоянного доступа к валютным кредитам. Глава ФРС США Алан Гринспен в 1999 г. призвал развивающиеся страны использовать эмпирическое правило, согласно которому валютные резервы должны покрывать годовой объем внешнего долга. Кроме того, он рекомендовал держать среднюю срочность внешнего долга на уровне не менее трех лет. В качестве показателя состояния госдолга можно применять отношение краткосрочного внешнего долга к иностранным резервам.

Пример долгового менеджмента являет собой система критериев конвергенции стран Европейского Валютного Союза. Чтобы стать



членом Союза, необходимо удовлетворять требованиям, сформулированным в Маастрихтском договоре, некоторые из них выглядят следующим образом.

- Процентные ставки по долгосрочным государственным ценным бумагам не могут быть больше чем на 2% аналогичных показателей трех ведущих стран Европейского Союза.

- Ситуация с государственными финансами должна улучшаться. Дефицит государственного бюджета не может превышать 3% ВВП. Если это условие не выполняется, дефицит должен непрерывно и существенно снижаться к требуемому уровню. В худшем случае, допустим временный и исключительный рост дефицита бюджета.

- Совокупный государственный долг не может превышать 60% ВВП или он должен быстрыми темпами приближаться к 60%.

Все предыдущие рекомендации касались экономических величин, за которые ответственно только правительство, однако на практике дело ими не ограничивается. В 1980-х гг. в мире господствовала т.н. «Доктрина Лоусона»: государство должно заботиться исключительно о своих собственных показателях, - дефиците бюджета и госдолге, - тогда как дефицит по балансу текущих операций и задолженность, возникающая из-за деятельности частного сектора, должна регулироваться рыночными силами, поскольку частный сектор якобы сам способен реально оценить риски. Однако опыт кризисов в 1990-х гг. ясно продемонстрировал, что, во-первых, надежды на самоограничение и саморегулирование частного сектора не всегда обоснованы, а во-вторых, что от правительства в случае кризиса все равно ожидают помощи национальной финансовой системе. Внутренние же власти, хотя бы они того или нет, рассматриваются рынком как кредитор последней инстанции. Чтобы понять суть проблемы, необходимо проанализировать сложности, с которыми сталкивается кредитор последней инстанции в условиях фиксированного курса.

Основную проблему регулирования финансовой системы при фиксированном обменном курсе можно обозначить как конфликт между двумя целями денежно-кредитной политики, для достижения которых используется один и тот же финансовый инструмент. В качестве такого инструмента выступают резервы денежных властей. Этот финансовый инструмент может использоваться для достижения двух целей денежно-кредитной политики. Во-первых, поддерживать конвертируемость национальной денежной единицы к иностранным валютам по определенному обменному курсу. Вторая цель денежно-кредитной политики заключается в поддержании обратимости некоторого класса банковских депозитов в денежные средства. Если банки полностью прекращают погашать обязательства, происходит коллапс финансовой системы. Банковский кризис характеризует ситуацию, в которой фактическая или потенциальная банковская паника либо «провалы»

рынка приводят к вынужденной приостановке банками внутренней конвертируемости своих обязательств, или к вмешательству правительства для предотвращения дестабилизации в банковской системе.

Если власти устраниются от поддержания банковской системы, рыночная стоимость банковских депозитов должна отражать способность банка самостоятельно выполнить свои обязательства, т.е. стоимость банковских пассивов рассчитывается с учетом оценки качества банковских активов и уровня собственного капитала. В случае массового изъятия вкладов из банков, подозреваемых в неплатежеспособности, возможны только два варианта развития событий. Или банк, - несмотря на ухудшение ликвидности, - продолжает погашать свои обязательства, либо он останавливает бегство вкладчиков, заморозив выполнение обязательств. Во втором случае, если банк окончательно не закрывается, его обязательства начинают обращаться на рынке с дисконтом к номиналу.

Как показывает международный опыт, банковский кризис чаще всего следует за кредитным бумом. Во многих быстро растущих странах приток капитала из-за рубежа способствует росту ликвидности и, как следствие, увеличению банковского кредитования. Например, в Мексике в 1989-94 гг. до валютного кризиса, когда на внутренний рынок беспрерывно шли новые капиталы, кредитование частного сектора банками росло в среднем на 27% ВВП в год. В течение трех лет, последовавших за кризисом, этот показатель составил только 11% ВВП. Чаще всего кредитная экспансия сопровождается оптимистичными взглядами на экономические перспективы. В результате образуется рекурсивная связь: оптимизм увеличивает стоимость активов, что, в свою очередь, поднимает стоимость обеспечения и приводит к новому витку кредитования. Если банковский сектор испытывает **недостаток в пруденциальном надзоре и регулировании**, финансовый бум заканчивается балансовыми убытками из-за обесценения внутренних активов и удорожания иностранных пассивов.

Существует несколько механизмов, призванных предохранить банковскую систему от подобных проблем. Одним из самых легких является **создание фондов по страхованию депозитов и улучшение банковского регулирования**. И тот и другой методы позволяют снизить нагрузку на бюджет. Тем не менее, как показывает практика, власти для того, чтобы не допустить цепную реакцию банкротств берут банки «на поруки», в результате чего задача компенсации банковских убытков ложится на плечи налогоплательщиков. Чтобы этого не произошло первое, что может быть рекомендовано – **придерживаться стандартов банковского регулирования, надзора и бухгалтерского учета, разработанных Базельским Комитетом при Банке Международных Расчетов**.

Итак, помимо денежной экспансии властям необходимо отслеживать кредитную экспансию и состояние банковской системы, являющейся «создателем денег» благодаря денежному мультипликатору. Однако расширение анализа показывает, что и этого не достаточно. В 1957 г. в Великобритании был создан «Комитет по изучению работы денежной системы» (т.н. Комитет Редклиффа). Используемый Комитетом подход к исследованию и обнаруженные им факты привели к созданию концепции, что финансовая система, включая являющееся ее ядром банки, должна рассматриваться в широком аспекте, охватывающем все финансовые институты и рынки. Комитет Редклиффа отверг традиционный взгляд на банки как на единственных «создателем денег» и пришел к выводу, что задачей денежно-кредитной политики должно быть влияние на состояние ликвидности экономики в целом – широкое понятие, затрагивающее не только объем ликвидных активов, но и операции и ожидания рынков и финансовых институтов, создающих такие активы и работающие с ними. Выводы Комитета Редклиффа привели к появлению т.н. «нового взгляда» на денежную массу ("new view" on money supply), который заключается в том, что денежное предложение формируется не только из банковских депозитов, но и из всех денежных обязательств финансовой системы. Если говорить на языке современной экономической теории, то для предотвращения кризисов **властям необходимо контролировать общую финансовую экспансию и «мыльные пузыри» в экономике.**

Термин «экономика мыльных пузырей» появился с легкой руки издательства Asahi, и обозначал он изначально процессы, происходящие в японской экономике в конце 1980-х гг. Мыльный пузырь характеризуется тремя составляющими: быстрым ростом цен на активы, подъемом экономической активности и постоянным увеличением денежного предложения и кредита. По оценке экономистов Исследовательского института при Банке Японии расширение мыльного пузыря поддерживается несколькими факторами:

- агрессивное поведение финансовых учреждений;
- финансовое дерегулирование и либерализация;
- неадекватный риск-менеджмент со стороны финансовых институтов;
- слабое регулирование банковского сектора;
- продолжительная мягкая денежно-кредитная политика;
- налогообложение и регулирование, стимулирующее рост цен на реальные активы;
- избыточное доверие и эйфория по отношению к экономическим перспективам;
- концентрация операций в нескольких местах, становящихся финансовыми центрами.

Как правило, экспансионистская денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика ведут не только к кредитному, но и к финансовому буму в целом. Бум со временем способствует накоплению излишнего долга и неэффективным инвестициям в реальные активы из-за их переоценки. Пирамида может разрушиться сама, как это прекрасно описывается теорией рефлексивности Дж. Сороса, или благодаря действиям властей, пытающихся затормозить ее развитие. Ужесточение денежно-кредитной политики в целях сдерживания инфляции и корректировки платежного баланса, ведут сначала к падению цен на активы, а затем к снижению экономической активности и сложностям с обслуживанием внутреннего и внешнего долга. Уменьшение стоимости обеспечения и чистого накопленного богатства сказываются высоким уровнем безнадежных кредитов, который угрожает платежеспособности банковской системы. Как показывают эмпирические исследования, ухудшение макроэкономических условий и кредитный бум сыграли главную роль в валютных кризисах латиноамериканских стран в 1980-х и 1990-х гг

Таким образом, проблема валютного кризиса охватывает обширный круг вопросов: от проблемы оптимального регулирования экономики в целом до поведения индивидуумов на микроэкономическом уровне. Так возможно ли что-нибудь сделать, чтобы их предотвратить или, хотя бы, избежать частого повторения валютных потрясений? **Одно решение предлагает властям следовать более продуманной и последовательной экономической политике. Тогда у спекулянтов просто не возникнет повода для начала атаки на валютный курс.** Все приведенные выше соображения говорят о том, что на практическом уровне это вряд ли возможно. Беглый взгляд на валютные кризисы 1990-х гг. показывает, что лучше всего их можно описать посредством моделей второго поколения. Их разработка выявила, что валютные кризисы могут произойти, даже если между внутренней экономической политикой и валютным режимом существует полная совместимость. Согласно моделям второго поколения валютные кризисы объясняются **не реальными действиями властей, а ожиданиями финансовых рынков того, что власти могут захотеть сделать.** Таким образом, даже если власти следуют более продуманной и последовательной экономической политике, он не гарантирует защиты от валютных кризисов. Против иррационального поведения инвесторов можно выдвинуть две кардинальные меры. Один вариант решения проблемы восходит еще к 1960-м гг. В тот период валютные кризисы были редкостью, поскольку действовал жесткий контроль за движением капитала, и массы «горячих денег», вызывающие кризисы, просто не могли перемещаться из одной страны в другую. Иными словами, власти **контролировали мобильность международного капитала,** и кризисы не могли происходить просто в силу запрета на операции с валютными ценностями.

Насколько может быть эффективной политика краткосрочной изоляции, выраженная через контроль за движением капитала или отказ от конвертируемости? Если международные кризисы передаются сквозь временные каналы, то стратегия краткосрочной изоляции может быть использована против валютных кризисов. Однако если кризисы распространяются через перманентные каналы, то ее эффективность можно поставить под сомнение. Проблема заключается в том, что у временных каналов трансмиссионные механизмы изменяются в течение кризиса, а у перманентных каналов их структура остается постоянной как в кризисные, так и в спокойные времена. Опыт последних финансовых потрясений свидетельствует о том, что межрыночные связи существенно не изменяются в течение кризиса, т.е. большинство шоков передаются по перманентным каналам (торговые связи, совокупные шоки и т.д.). И лишь незначительное число доказательств существует в пользу временных каналов (множественное равновесие, эндогенные проблемы ликвидности). Таким образом, **стратегия краткосрочной изоляции не будет успешна в предотвращении кризисов, ее использование приведет только к задержке макроэкономической адаптации к внешнему шоку.**

Другой вариант состоит в том, чтобы гарантировать частному сектору дальнейшее поведение властей. Необходимо гарантировать, что действия государства в будущем никоим образом не войдут в противоречие с политикой фиксированного валютного курса. Можно попытаться гарантировать это разными способами, однако единственной полноценной страховкой от валютных кризисов остается **отсутствие валютного курса как такового.** Другими словами, если страны хотят поддерживать валютную стабильность, они должны избегать половинчатых решений и присоединяться к валютному союзу с общей денежной единицей. Это вовсе не означает, что против валютного кризиса нет эффективных защитных мер. Все перечисленные рекомендации будут снижать вероятность наступления кризиса, однако вхождение в валютный союз представляет собой самое эффективное средство его предотвращения.

## 11. Реформа глобальной финансовой архитектуры

Листая хроники международной валютной системы, сталкиваешься со знакомой закономерностью: «пока гром не грянет, мужик не перекрестится». Преобразования международной системы начинаются только тогда, когда кризис приобретает невероятный размер, так что достается большинству стран мира. Знакомые сюжеты: развал Бреттон-Вудса, долгового кризис 1980-х гг., потрясения 1990-х гг., - всякий раз международное сообщество начинает шевелиться *ex post*. Так произошло и на этот раз. С 1998 г. МВФ забил в набат, призывая к пересмотру структуры международной системы. Собственно, особых изменений системы не предполагается. Ее цели остаются теми же самыми: развитие торговли и инвестиций, содействие экономическому росту, достижение более-менее равномерного распределения доходов и, наконец, поддержание мировой стабильности. Основные задачи, которые ставятся перед реформой, также не претерпели изменений: как разделить среди стран бремя макроэкономической адаптации, какова желательная скорость адаптации, существуют ли лучший стабилизационный якорь для системы и инструменты финансирования кризисов. Из года в год мы видим, слушаем, читаем одних и тех же людей, занятых проблемами реформ. В 1999 г. МВФ на конференции «Ключевые вопросы реформы международной валютной и финансовой системы» собрал корифеев, занимавшихся реформами 1970-х и 1980-х гг. Среди них оказались «отец» международного монетаризма Рональд МакКиннон, главный экономист МВФ Майкл Мусса, классик макроэкономики Рудигер Дорнбуш, профессор Гарвардского Университета Джеффри Френкель, автор проекта «На пути к новой международной финансовой архитектуре» Барри Эйхенгрин, «прадедушка» японской экономической науки Такатоши Ито и идейный вдохновитель Луврского соглашения 1987 г. Джон Вилльямсон. Даже патриарх Питер Кенен, человек, который в дни своей молодости писал совместно с Джоном Мейнардом Кейнсом устав МВФ, был призван «под ружье». Собравшаяся конференция назвала намечающиеся преобразования «Реформа глобальной финансовой архитектуры».

Несмотря на повторяющиеся десятилетиями одни и те же картинки, текущая реформа имеет ряд особенностей. Во-первых, ранее не наблюдалась столь большая волатильность обменных курсов валют. Среднесрочные колебания валютных курсов ведущих стран составляют 20%-50%, не говоря уже о развивающихся странах, для которых 100%-200% стали чуть ли уже не нормой. После введения евро и формирования долларовой и европейской валютных блоков проблема повышенной волатильности обострилась – ведь волатильность трансатлантического курса приводит к дестабилизации целых континентов. Кто захочет надолго инвестировать, зная о возможности

полного обесценения вложений? Волатильность подрывает стимулы к международной торговле и планированию бизнеса. Безобразия, часто происходящие на FOREX, заставляют стряхнуть пыль с проектов Вилльямсона и МакКиннона по созданию нового Бреттон-Вудса.

Вторая проблема международной финансовой стабильности – валютные кризисы. Посмотрев на статистику, я как-то подсчитал, что в среднем в мире происходит семь валютных кризисов в год. С момента перехода на плавающие курсы большая часть кризисов пришлась на период 1975-86 гг. Гораздо меньшее количество кризисов наблюдалось в 1987-99 гг. Следует отметить, что частота валютных кризисов увеличивалась дважды. Сначала в середине 1970-х гг. под влиянием внешних нефтяных шоков, а затем в середине 1980-х гг. во время долгового кризиса развивающихся стран. Характерно, что в 1975-86 гг. кризисам были подвержены в основном промышленно развитые страны, а в 1987-99 гг. – развивающиеся. Уместна ли постановка проблемы международной финансовой стабильности, если общее число кризисов имеет тенденцию к снижению? Да, уместна, поскольку масштабы кризисов с точки зрения темпов девальвации или обесценения национальной валюты неимоверно возросли. В отличие от ранних кризисов, современные кризисы обрели сложную и непредсказуемую природу, в результате чего защита от них и прогнозирование событий становятся все менее и менее реалистичными. Особенностями кризисов 1990-х гг. также является то, что их катализаторами послужили частные потоки капитала. В отличие от кризисов 1980-х гг., в которых также участвовали «горячие деньги», в кризисах 1990-х гг. большую роль сыграл частный сектор и его долги. Кроме того, критически важными оказались т.н. инфекции кризисов, слабые внутренние финансовые системы и бесполезная помощь МВФ. Для разрешения всех проблем был предложен большой спектр проектов: от самого глобального, - введение единых денег планеты Земля, - до автаркии, - полная изоляция страны от внешнего мира. После упорных дебатов к началу 2001 г. осталось всего три наиболее реальных варианта: мировой кредитор последней инстанции, контроль над движением капитала и пересмотр кредитной практики. Этим трем проектам, а также нескольким наиболее известных предложений мы и посвятим наш анализ.

### **11.1. «Целевые зоны» Вилльямсона**

Термин «целевые зоны» (target zones) по отношению к валютным курсам был впервые упомянут в «Руководстве по плаванию» МВФ от 1974 г. Во избежание «антиобщественных» манипуляций валютным курсом МВФ с подачи Комитета Двадцати предлагал «стабильные, но корректируемые валютные курсы» и определенный целевой диапазон их колебаний. Сама идея удержания курса в пределах целевой зоны была озвучена еще раньше, однако называлась она по-другому. Ее автор,

Джордж Халм, дал в 1965 г. название своему проекту «предложение диапазона» (band proposal).

По своему экономическому смыслу наклонный валютный коридор аналогичен режиму целевых зон. Концепция целевых зон активно разрабатывалась в середине 1980-х гг. Институтом Международной Экономики в Вашингтоне. С тех пор множество специалистов стало называть таким термином любой фиксированный курс с ограниченными пределами колебаний вне зависимости от ширины диапазона и частоты его изменения. Чтобы прекратить терминологическую путаницу американский экономист Якоб Френкель ввел в обиход понятие «наклонный валютный коридор» (crawling band). Им он обозначил широкий диапазон колебаний обменного курса, постоянно изменяемый властями, для того чтобы минимизировать возможность конфликта между политикой валютного курса и макроэкономической обстановкой в стране.

С пересмотром Устава МВФ в конце 1970-х гг. о целевых зонах забыли. Возрождение старой идеи произошло в 1982 г., когда под впечатлением переоценки курса доллара США экономисты Института Международной Экономики на конференции, посвященной торговой политике, предложили ввести целевые зоны. В 1983 г. профессор Института Джон Вилльямсон представил окончательный вариант проекта, состоящего из нескольких пунктов.

- Власти удерживают обменный курс национальной валюты в пределах публично обнародованной зоны в  $\pm 10\%$ .

- Долгосрочная зона определяется с точки зрения реального эффективного валютного курса. Краткосрочная зона с точки зрения номинального валютного курса регулярно пересматривается с учетом реальных шоков и изменения платежных потоков.

- Центром зоны выступает «фундаментальный равновесный валютный курс», удовлетворяющий требованию внутреннего и внешнего макроэкономического равновесия в среднесрочном периоде.

- Когда обменный курс достигает границ зоны, власти должны изменить свою денежно-кредитную и валютную политику так, чтобы вернуть курс в центр зоны. При этом власти не берут на себя жесткого обязательства по предотвращению выхода курса за пределы зоны.

Предложение Дж. Вилльямсона было подвергнуто критике профессором Массачусетского Технологического Института Рудигером Дорнбушем. Он полагал, что целевые зоны могут вести к монетизации бюджетного дефицита и отвлекать денежно-кредитную политику от «битвы с инфляцией». С учетом мнения Дорнбуша Вилльямсон расширил проект целевых зон, включив в него активную налогово-бюджетную политику. Теперь если валюта, обесцениваясь, выходила за границы диапазона, а экспансивная денежно-кредитная политика



стимулировала инфляцию, властям необходимо ужесточить налогово-бюджетную политику. Новый план, выдвинутый в 1987 г. Джоном Вильямсоном совместно с Марком Миллером, носил название «Цели и показатели: проект международной координации экономической политики». Он включал в себя помимо концепции целевых зон на основе фундаментального равновесного валютного курса также эндогенный целевой ориентир роста номинального спроса. Оба показателя могли стать промежуточными целями для каждой из стран Большой Семерки.

Ключевая идея Вильямсона о целевых зонах была применена на практике. В феврале 1987 г. в Лувре министры финансов и управляющие центральными банками Группы Пяти и Канады выступили с заявлением, в котором обязались стабилизировать номинальные валютные курсы на существовавшем тогда уровне. В неопубликованном договоре правительства устанавливали целевые зоны валютных курсов и условились защищать их с помощью интервенций. Хотя диапазоны зон обнародованы не были, специалисты полагают, что зона составляла  $\pm 5\%$ . Спустя несколько месяцев после заключения Луврского соглашения период стабильности завершился, и в октябре 1987 г. на фондовом рынке США произошел обвал, а затем крах, отразившийся на мировой экономике в целом.

Ради справедливости стоит отметить, что Луврское соглашение в корне отличалось от проекта Дж. Вильямсона и М. Миллера:

- целевые зоны публично не объявлялись;
- ширина диапазона была довольно узкой;
- зона определялась не с позиций реального эффективного валютного курса, а с точки зрения номинального билатерального курса валют;
- диапазон действовал временно, «вплоть до дальнейшего уведомления»;
- власти должны были координировать свои действия после выхода за пределы зоны, а не до опасного инцидента.

В последующем всякие предложения целевых зон разбились под натиском теории валютных кризисов. Как доказал профессор Массачусетского Технологического Института Пол Кругман, заложивший основу первого поколения моделей валютного кризиса, любая целевая зона, в конечном счете, приводит к валютному краху.

## **11.2. Координация экономической политики в условиях фиксированных валютных курсов**

В плане, выдвинутом профессором Стэнфордского Университета Рональдом МакКинноном в 1984 и 1988 гг., участвуют три ведущие мировые валюты, вокруг которых формируются крупнейшие торговые блоки: доллар США (Североамериканский блок), немецкая марка (блок Европейского Сообщества) и японская иена (Азиатский блок). План предусматривал активное сотрудничество стран Большой Тройки для создания нового международного валютного стандарта, основанного на фиксированных обменных курсах. Предложение Р. МакКиннона во многом напоминает ранний вариант проекта Дж. Вилльямсона, однако главное внимание в нем уделяется не фиксированным курсам, а международной координации экономической политики. Введение фиксированных курсов, по мысли МакКиннона, должно было устранить избыточную волатильность валютных курсов и сделать распределение товарных и финансовых потоков более эффективным. Конечной долгосрочной целью плана являлась прозрачность и сопоставимость цен во всех трех блоках, иными словами, в качестве долгосрочного якоря системы рассматривалась некоторая форма абсолютного паритета покупательной способности. Благодаря постоянным обменным курсам центральные банки стран Большой Тройки могли бы наблюдать за «общими» международными товарными ценами и совместно корректировать объемы денежных агрегатов, чтобы сохранить валютные паритеты. Для отслеживания поведения цен на мировом уровне Р. МакКиннон предложил создать общий международный индекс цен производителей продукции и сделать его целью денежно-кредитной политики.

Истоки плана Р. МакКиннона можно найти в теории валютного замещения, одним из ранних сторонников, которой он был. МакКиннон полагал, что волатильность валютных курсов является следствием колебаний спроса на деньги. Центральный банк может устранить волатильность курса, если в надлежащий момент времени проведет валютную интервенцию и удовлетворит дефицит (или уменьшит избыток) спроса на деньги. Будучи монетаристом, МакКиннон заключает, что, следовательно, при эффективном управлении денежными агрегатами, валютный курс может оставаться стабильным. В соответствии с теоретическими выкладками на основе теории валютного замещения Р. МакКиннон еще в начале 1980-х гг. предложил заключить особое международное соглашение. Оно должно было позволить изменениям в национальной денежной базе и валютных резервах свободно влиять на денежное предложение всех валют без исключения. Когда спрос на доллары снижается, а на иностранную валюту, в противоположность, растет, экономические субъекты избавляются от долларовых активов, что ведет к накоплению иностранными властями

долларовых валютных резервов. В связи с тем, что США постараются уменьшить предложение денег и удержать курс доллара от падения, иностранные власти, чьи валютные запасы увеличатся, будут использовать накопленные долларовые резервы для защиты национальных валют. В итоге, по идее МакКиннона, уровень мирового денежного предложения опять остается постоянным.

Последняя попытка ввести фиксированные курсы между евро, долларом и иеной произошла в феврале 1999 г. на встрече стран Большой Семерки. Как в Японии, так и в Европе полагали, что к середине 1999 г. в мире сформируется новая финансовая система, в основе которой будет лежать механизм целевых зон. Японский и немецкий министры финансов предложили США организовать взаимную привязку курсов доллара, евро и иены. Однако министр финансов США Роберт Рубин и глава ФРС Алан Гринспэн не только отвергли это предложение, но и в целом высказались против введения ограничений на колебание американской валюты. По их мнению, подобные меры могут парализовать независимую денежно-кредитную политику США, направленную на борьбу с инфляцией и безработицей. Поведение Соединенных Штатов вполне объяснимо, ведь если США согласятся на целевые зоны, это означает отказ от роли мирового лидера и раздел преимуществ, которые несет статус эмитента ключевой резервной валюты, между тремя равноправными центрами. Пока же США выгодно сохранять текущую ситуацию неопределенности. Несмотря на глобальные изменения финансовой системы и нарастающие периодические кризисы, они продолжают удерживать мировое лидерство, используя доллар как единственный мировой актив безусловной устойчивости.

### **11.3. Таргетирование номинального дохода**

В октябре 1988 г. на конференции «Международные платежные дисбалансы в 1980-х гг.», прошедшей под эгидой Федерального Резервного Банка Бостона, профессор Гарвардского Университета Джеффри Франкель предложил странам Большой Семерки сконцентрировать свое внимание на единственной переменной: темпе роста номинального ВНП или, еще лучше, номинального спроса. Проект Дж. Франкеля получил название «Международное Номинальное Таргетирование». По мнению автора, он должен был стать средством координации на международном уровне. Совместное использование Международного Номинального Таргетирования позволяет устранить проблемы неопределенности внешней экономической среды, подотчетности властей и т.н. «несовместимую во времени политику». План Дж. Франкеля состоял из нескольких пунктов:

- национальные власти самостоятельно берут на себя нежесткие обязательства по поддержанию определенного темпа роста номинального спроса на протяжении каждых пять лет;

- с некоторой степенью жесткости власти устанавливают годовые ориентиры роста номинального спроса;

- отклонения от поставленных ориентиров обсуждаются на встречах стран Большой Семерки, где и происходит координация совместных действий.

При таргетировании номинального дохода (Nominal Income Targeting, ТНД), предложенного Дж. Франкелем, в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики центрального банка выступает переменная уровня ли темпа роста некоего совокупного показателя номинального расхода, такого как номинальный ВВП. Теоретический, а за ним и практический интерес к ТНД возник в начале 1980-х гг. в связи с тем, что таргетирование денежных агрегатов перестало себя оправдывать, и ему на смену необходимо было найти новый режим денежно-кредитной политики. Кроме того, ряд экономистов высказало предположение, что ТНД может сглаживать колебания номинального ВВП более эффективно с точки зрения стабилизации реального выпуска продукции и занятости по сравнению с другими видами таргетирования, даже таргетирования инфляции. В поддержку ТНД выступили такие известные специалисты как Джеймс Тобин, Роберт Гордон, Джон Тэйлор и Беннетт МакКаллам. В частности, профессор Уиверситета Карнеги-Меллона Беннетт МакКаллам, пишет о преимуществах использования номинального дохода: *«в связи с тем, что цены на товары и услуги... реагируют медленнее в ответ на действия денежных властей, нежели выпуск продукции, циклическая и динамическая нестабильность, вероятно, более присуща таргетированию инфляции, нежели таргетированию номинального дохода»*.

Преимущества ТНД принесли ему особую популярность среди сотрудников аппарата ФРС и независимых исследователей. Однако это вовсе не означает, что у ТНД нет недостатков. Во-первых, данные о номинальном доходе обычно поступают не чаще одного раза в месяц, что явно недостаточно для своевременной реакции центрального банка на события в экономике. Во-вторых, для применения ТНД центральный банк должен досконально знать зависимости между денежной массой, совокупным спросом и номинальным доходом. Иными словами, денежным властям требуется огромное количество информации о национальной экономической системе. Оба недостатка сделали номинальный доход менее привлекательной промежуточной целью денежно-кредитной политики, нежели это казалось в теории. С начала 1990-х гг. многие страны, отошедшие от таргетирования денежных агрегатов, ограничились половинчатым решением. Они взяли таргетировать не реальный национальный доход совместно с ценами (как в случае ТНД), а только цены, что получило название «таргетирование инфляции».

#### 11.4. Всемирный кредитор

Зачем нужен кредитор последней инстанции? Говоря простым языком, это учреждение, которое в безысходной ситуации даст денег займы, когда все остальные кредиторы уже отказали. Само выражение «кредитор последней инстанции» (lender of last resort) придумал английский экономист Уильям Бэйджгот в связи с платежными кризисами XIX века. Всякий раз во время кризиса Банк Англии приходилось печатать деньги, чтобы избавиться от дефицита ликвидности в экономике. Как показал опыт 1990-х гг. одной из ключевых причин финансовых кризисов являлся недостаток ликвидности и невозможность рефинансировать краткосрочный долг. На национальном уровне такие проблемы решаются с помощью кредитора последней инстанции, которым обычно выступает центральный банк. Он выдает экстренные кредиты банкам, чтобы те смогли расплатиться с вкладчиками или кредиторами. Потребность в мировом кредиторе может быть оправдана тем фактом, что внешний долг развивающихся стран чаще всего номинирован в иностранной валюте, доступ к эмиссии которой национальный кредитор последней инстанции никогда не имеет. Как свидетельствуют исследования, проведенные в Федеральном Резервном Банке Ричмонда (США), слабость национальной банковской системы и ограниченные возможности внутреннего центрального банка по обеспечению межбанковского рынка международной ликвидностью могут быть причиной двойного кризиса: на валютном рынке и в банковской сфере. Согласно полученным выводам, мировой кредитор последней инстанции способен не только защитить банковский сектор, но и снизить распространения финансового кризиса из одной страны в другую.

Функции международного кредитора последней инстанции может выполнять как страховой институт, так и наднациональное банковское учреждение. В декабре 1997 г. известный всему миру финансист Джордж Сорос в *Financial Times* предложил схему гарантий по международным кредитам. Развивая свою идею, он фактически пришел к концепции мирового кредитора. По его мысли, им должен быть институт международного центрального банка. В январе 1999 г. Сорос опубликовал еще одну статью в *Financial Times*, где отстаивал необходимость создания международного центрального банка.

Главное, за что критикуют мирового кредитора, это за риск безответственного поведения. Любая страна, зная о возможности получения кредита, может сознательно проводить рискованную экономическую политику с большим долгом, бюджетным дефицитом и т.д. По мнению многих специалистов, пакеты помощи МВФ с треском провалились именно из-за проблемы недобросовестного поведения стран-получателей помощи. Например, у нас до 1998 г. в проекты российских бюджетов априори закладывались деньги МВФ, а потом

доказывалось, что без них неизбежен секвестр и кризис. Решение проблемы предполагает вмешательство во внутренние дела, что международный институт делать не в силах.

Другой загвоздкой являются ресурсы кредитования. Откуда взять деньги? В принципе, кредитор последней инстанции способен их сам печатать. Введение планетарной валюты вовсе необязательно, достаточно просто иметь возможность эмитировать уже существующие в мире твердые валюты. Например, профессор Калифорнийского Университета и экс-советник МВФ Барри Эйхенгрин полагает, что мировой кредитор не обязательно должен печатать деньги, однако ему особенно важно иметь доступ к резервам твердых валют. В то же время как признается Эйхенгрин, требуемые объемы резервов являются «нереалистически большими». В случае, если мировой кредитор станет испытывать дефицит резервов, последствия для международной финансовой системы будут значительно хуже, нежели он не занимался бы кредитованием вообще.

В зависимости от того, как решать две описанные проблемы, мировой кредитор последней инстанции может иметь разный статус. Например, им способен быть наднациональный центральный банк с собственной эмиссией и мировой денежно-кредитной политикой. Правда, непонятно, как он будет тогда соотноситься с ФРС США, которая оказывает потенциально большее влияние на глобальный рынок. Или мировой кредитор может быть надзорным агентством и следовать политике банковского регулирования. В первом случае он выдает ссуды анонимно, рассчитывая на то, что рынок самостоятельно и эффективно распределит полученные деньги среди кредитоспособных банков. Во втором случае мировой кредитор, на нерыночных условиях и оговаривая особые требования, предоставляет средства строго определенным заемщикам.

Оливер Джин, аналитик МВФ, совместно с профессором Женевского института международных исследований Чарльзом Выплошем, выяснили, что оба варианта ведут к разным экономическим последствиям. Если кредитор будет проводить мировую денежно-кредитную политику, ему потребуется гораздо больше резервов, по сравнению с уровнем, необходимым внутреннему кредитору последней инстанции для решения той же задачи. Хочет того мировой кредитор или нет, часть его резервов пойдет на финансирование оттока капитала, вызванного спекулятивными операциями. Если мировой кредитор станет весить себя так же, как и национальное агентство по банковскому регулированию и надзору, то ему потребуется заметно меньше резервов. Однако такая политика требует глубокого вмешательства во внутренние дела национальной финансовой системы в связи, с чем при существующих международных институциональных соглашениях ее невозможно воплотить на практике (вспомним хотя бы попытки МВФ навязать Банку России пакет банковских реформ).

Сейчас функции мирового кредитора последней инстанции выполняет МВФ, который «и жнец, и кузнец, и на дуде игрец». Он и надзирает за экономической политикой правительства, и эмитирует SDR. В 1999 г. первый заместитель директора-распорядителя МВФ Стэнли Фишер заявил, что Фонду следует полноценно двигаться от просто политики международного кредитования к институту мирового кредитора. Стандартными инструментами Фонда являются программа краткосрочного финансирования от 12 до 18 месяцев (stand by arrangement) и программа среднесрочного финансирования на три года (extended by arrangement). Сроки погашения краткосрочных кредитов составляют пять лет, а среднесрочных – десять лет. Объем кредитования в обоих случаях ограничивается размером страновой квоты. Начиная с мексиканского кризиса 1994-95 гг. было много разговоров об усовершенствовании кредитования МВФ. Азиатский кризис 1997-98 гг. пришелся как раз кстати. В 1997 г. МВФ ввел в действие программу дополнительного резервного финансирования (supplemental reserve facility). Главное ее отличие от всех традиционных программ Фонда состоит в том, что доступ к кредитным ресурсам ничем не ограничен. Однако сроки погашения очень короткие, а ставки на уровне рыночных. В 1999 г. МВФ утвердил еще одну программу «обусловленных» кредитных линий (contingent credit lines). Смысл ее заключается в том, что страны, проводившие «безупречную» экономическую политику, могут получить неограниченный доступ к ресурсам Фонда. Обусловленные кредитные линии являются своеобразным аналогом банковских открытых кредитных линий. Однако почему-то никто денег у МВФ по обусловленной линии брать не захотел. Это «почему-то», видимо, объясняется рыночными условиями кредитования.

Зачем Фонд переключился с обычной практики льготного кредитования на рыночное? После азиатского кризиса политика МВФ поменялась на 180 градусов. Теперь он не желает предоставлять ссуды странам, если видит возможность риска безответственного поведения. К сожалению, в путинском кабинете это еще не поняли, и до сих пор рассчитывают на новые кредиты. Однако факт остается фактом: функции международного кредитора последней инстанции невозможно выполнить, не порождая проблемы недобросовестного поведения. Из-за чего многие ратуют за сокращение функций Фонда, а некоторые эксперты высказываются даже за его ликвидацию. В марте 2000 г. был опубликован отчет Консультативной Комиссии Конгресса США по международным финансовым организациям (т.н. Комиссия Мельцера). Комиссию возглавил Аллан Мельцер, профессор экономики Университета Карнеги-Меллона. Среди известных экономистов в нее также входил Джеффри Сакс, директор Центра международного развития Гарвардского Университета. По мнению членов Комиссии, помощь МВФ порождает ожидания новых кредитов и провоцирует

спекулятивную игру на рынках. Чтобы избежать этого Комиссия предлагает несколько коренных изменений:

- сделать основной функцией МВФ краткосрочное кредитование в кризисных ситуациях;
- в случае предоставления кредитов, процентная ставка по ним должна быть не только рыночной, но и высокой (по крайней мере, выше ставки текущих заимствований), чтобы к МВФ обращались лишь в крайнем случае;
- кредиты должны носить четко оговоренный приоритетный характер с правом первоочередного обращения требований на активы должника;
- развивающиеся страны должны отвечать сами за себя и прежде чем обращаться к Фонду им следует обеспечить необходимую капитализацию банковской системы, либерализовать финансовые рынки, устранить коррупцию и сбалансировать налогово-бюджетную политику;
- общеэкономическая политика и налогово-бюджетная политика, в частности, должна согласовываться с МВФ.

Кроме того, Всемирный Банк предполагается реформировать таким образом, чтобы снизить объемы кредитов, предназначить займы для базовых структурных реформ и ликвидировать группу финансовых организаций, действующих совместно с Банком. После обнародования отчета Комиссии ответ в виде статьи президента Всемирного Банка Джеймса Вульфенсона был опубликован спустя несколько дней в *Washington Post*: «... мы уверены, что некоторые предложения Комиссии основаны на принципиальном непонимании задач, которые сегодня стоят перед нами. Если предложения, изложенные в отчете, будут осуществлены, то больше всего пострадают бедные люди в развивающихся странах... Вряд ли можно считать рекомендации Комиссии основанными на тщательном анализе и аккуратном использовании статистических данных. К сожалению, по моему мнению, эти рекомендации ошибочны...». Хотя атака Комиссии Мельцера и была отбита, тем не менее, новый директор-распорядитель МВФ, Хорст Келер, в 2000 г. вынужденно заявил, что Фонд отказывается от претензий на звание мирового кредитора и больше кредитовать в прежних масштабах не собирается.

### **11.5. Регулирование движения капитала**

Ни для кого не секрет, что валютные и фондовые кризисы вызываются масштабными спекуляциями. Можно ли ограничить финансовые сделки так, чтобы они не приводили к разрушительной дестабилизации? Длительное время считалось, что это не слишком разумно. Сторонники *laissez-faire* полагали – свободная мобильность капиталов так же выгодна, как и свободная международная торговля. В МВФ всецело разделяли такую точку зрения. По отношению к



развивающимся странам и государствам с переходной экономикой МВФ советовал, поощрял и требовал либерализации финансовых операций. Фонд даже собирался ввести соответствующие поправки в свой Устав, чтобы официально запретить контроль над движением капитала. Однако азиатский кризис перевернул все с ног на голову. Теперь уже регулирование движения капитала не считается абсолютным злом.

Собственно, контроль над движением капитала не является современным изобретением. Еще во времена золотого стандарта в ходе Первой мировой войны правительства ограничивали покупки иностранных активов и займы за рубежом дабы избежать утечки капитала. После Великой депрессии контроль над движением капитала прочно вошел в арсенал экономической политики государства. Формы он может принимать самые различные: от рыночного регулирования до административного контроля. Среди рыночных форм наибольшей популярностью пользуются множественные валютные курсы, явное и скрытое налогообложение, а также количественные требования к резидентам и нерезидентам. Контроль над оттоком капитала рассматривается как мера по предотвращению финансового кризиса. Различают два типа контроля: первый соответствует «превентивному» или «профилактическому» контролю. Его ужесточают, когда страна сталкивается с серьезным дефицитом платежного баланса, однако до девальвации дело еще не дошло. Второй тип контроля над оттоком можно обозначить как «оздоровительный». Страны, уже пережившие кризис, могут извлечь выгоду от временного ужесточения контроля, поскольку он позволяет получить дополнительное время для реструктуризации финансового сектора и экономики в целом.

Одно из ранних и наиболее известных предложений по контролю над движением капитала было выдвинуто лауреатом нобелевской премии по экономике Джеймсом Тобином. В 1978 г. в проекте международной валютной реформы для «снижения избыточной эффективности» финансовых рынков он предложил ввести всеобщий прогрессивный налог на валютные операции. После фондового краха 1987 г. идею косвенного налога для снижения волатильности на рынке ценных бумаг поддержали профессор Массачусетского Технологического Института Рудигер Дорнбуш и будущий глава Казначейства США Лоуренс Саммерс. Однако практическое введение налога Тобина – трудная задача. Он будет работать только, если все страны станут его одновременно использовать. Эта трудность фактически сделала налог Тобина технически и политически неприменимым. Кроме того, современные финансовые дериваты позволяют обойти такой налог, что сводит его эффект на нет.

Другой популярный вариант контроля над движением капитала - множественные валютные курсы. Тот же Дорнбуш совместно с Джеффри Франкелем предложили ограничить движение международного капитала при помощи двойных валютных курсов (т.н.

«десять предложений для международной валютной реформы»). Менее гибкие курсы могли бы быть применимы к торговым операциям, а более гибкие – к финансовым операциям по счету движения капитала. Как Тобин, так и Дорнбуш с Франкелем полагают, что при ограничении мобильности капитала и введении сегментации рынка, международная валютная система будет работать гораздо эффективнее, и, следовательно, исчезнет необходимость в тесной координации макроэкономической политики, которую они считают бесполезной и нецелесообразной.

Хотя экономисты с дотошной настойчивостью придумывают новые варианты общемирового контроля над движением капитала, их все никак не применяют на практике. Причина – власть преобладающие никак не могут договориться между собой. То ущемляются интересы одной страны, то другой. Наконец, МВФ, выступающему инициатором переговоров, надоело заниматься пустой болтовней. В конце 1990-х гг. было решено отойти от проектов глобальных и универсальных схем и обратиться к более скромным предложениям для конкретных стран. С 1998 г. МВФ одобряет рыночные формы контроля над движением капитала

Наиболее популярной и модной системой регулирования признали чилийскую модель. Смысл ее состоит в системе резервных требований для нерезидентов, импортирующих капитал в страну. Как обычные банковские резервные требования дифференцируются в зависимости от вида вклада, так и требования для нерезидентов разнятся в зависимости от инвестиций. Для портфельных инвестиций сроком в один год ставка отчислений составляла 20%, а для пятилетних – 0%. Прямые инвестиции и связанные с ними операции резервным требованиям не подвергались. В случае наступления кризиса требования по валютным активам можно поднять до 100% и выше, что сразу останавливает спекулятивную атаку. К аналогичной системе регулирования прибегли Бразилия, Колумбия, Таиланд и Малайзия. Удачность чилийской модели подтвердила практика. Ни в ходе мексиканского кризиса 1994-95 гг., ни во время азиатского кризиса 1997-98 гг. никакие кризисы Чили не потрясали (хотя предпосылки для этого имелись). Контроль над движением капитала сделал свое дело: инвестиции в стране были, в основном, долгосрочные. Краткосрочными стало просто не выгодно заниматься.

Анализируя теорию и практику контроля над движением капитала Пол Кругман, известный профессор Массачусетского Технологического Института, выдвинул четыре принципа регулирования:

- контроль должен как можно меньше вмешиваться во внутренние экономические связи;
- независимо от того, насколько он действенен, контроль создает искажения в экономике, которые имеют тенденцию

усиливаться во времени, поэтому его следует использовать только на непродолжительный период;

- контроль не рекомендуется применять для защиты от спекулянтов, поскольку это приведет к росту реального валютного курса и падению конкурентоспособности экспортных отраслей;

- контроль должен способствовать фундаментальной реформе, но не служить ее альтернативой.

Исследования, - несмотря на обычные теоретические противоречия, - в целом приходят к определенному согласию об эффективности контроля над движением капитала. Он позволяет изменить структуру привлеченного капитала, поддерживать небольшой постоянный процентный дифференциал, препятствовать проникновению иностранцев на внутренний рынок и т.д. Однако ограничения никак не могут компенсировать несостоятельную экономическую политику властей, и их эффективность снижается во времени, по мере того как частный сектор совершенствуется в способах обхода госконтроля.

### **11.6. Координация кредиторов**

Третье недавно предложенное новшество, еще не реализованное на практике, заключается в ведении применительно к международным облигациям т.н. оговорок коллективных действий (collective-action clauses). По идее, они должны облегчить реструктуризации долгов и снять часть напряжения на мировом финансовом рынке. С 1999 г. рынок только и слышит о реструктуризации внешней задолженности развивающихся стран. Первая ласточка прилетела в январе 1999 г. Тогда Парижский Клуб совместно с МВФ принял решение о реструктуризации суверенного долга Пакистана. Причем в состав внешней задолженности были включены и международные облигации, держателями которых выступают частные лица, что раньше не практиковалось. Это мало заметное, на первый взгляд, событие в действительности оказало серьезное влияние на международный рынок. Инвесторов беспокоило, что подход к пакистанской задолженности мог быть применен к обязательствам других развивающихся стран. И они не ошиблись. За Пакистаном дефолт с последующей реструктуризацией еврооблигаций объявили Украина, Эквадор и Румыния. Шок возник из-за того, что еврооблигации считались безрисковыми бумагами, не подпадающими под реструктуризацию.

В связи с изменением обстоятельств в настоящее время Парижский Клуб и МВФ настаивают на применении принципа сопоставимости отношений (comparability of terms) между всеми кредиторами (как официальными, т.е. международными организациями и государством, так и частными) и по всем типам финансовых инструментов (кредитам и облигациям). Принцип сопоставимости отношений означает равное распределение потерь в результате реструктуризации внешней задолженности. Такой подход предусмотрен,

например, в законодательстве Великобритании. В принципе, евробонды и брэйд-облигации не считаются "старшими" обязательствами, но на практике они обладают привилегированным статусом, который исключает их из списка кандидатов на реструктуризацию. Теперь международные организации во главе с Парижским Клубом предлагают распределять ответственность за неудачное финансирование государства-заемщика между всеми без исключения: банками-кредиторами, государством, частными инвесторами и т.д.

Впервые идея общего пересмотра условий погашения суверенного долга была подробно изложена в 1996 г. рабочей группой стран G10 в резолюции, посвященной страновым кризисам ликвидности. Помимо того, что рабочая группа предлагала разработать новые договорные условия, облегчающие сотрудничество между должниками и частными кредиторами, она настаивала на том, что ни один тип долгового обязательства не может быть освобожден от задержки платежей или реструктуризации. Эта проблема также обсуждалась в октябре 1998 г. в рамках рабочей группы по Международным Финансовым Кризисам (т.н. Группа Вилларда) как часть мер, направленных на структурную реформу глобальной финансовой системы. С этим в 1999 г. согласилась Группа Семи (G7).

В настоящее время в официальных кругах существует убеждение, что привилегированный статус еврооблигаций создал искажение в ценообразовании по финансовым инструментам, которое, в конечном счете, привело к накоплению чрезмерной задолженности в некоторых развивающихся странах. Кроме того, статус еврооблигаций способствовал психологии авантюрного риска, когда поведение инвесторов было направлено на сознательное увеличение вероятности возможных потерь в надежде, что убытки будут полностью (или даже с избытком) покрыты гарантиями по погашению долговых бумаг.

Все эти искажения нормального рыночного процесса могут быть разрешены только посредством равноправного распределения бремени долговых проблем среди официальных и частных кредиторов. Однако в связи с тем, что пока не существует никакого приемлемого механизма реструктуризации международных долговых ценных бумаг, невыполнение обязательств по еврооблигациям имеет ряд серьезных последствий. Для их разрешения предлагается координировать кредиторов с помощью коллективного договора с определенными оговорками. Такой подход был широко распространен в конце XIX. Барри Эйхенгрин, как специалист по эпохе золотого стандарта, совместно с экономистами Всемирного Банка в 2000 г. разработал несколько рекомендаций, учитывающих прошлый опыт. В них он рассмотрел возможные варианты решений нескольких проблем.

Реструктуризация международных облигаций ведет к серии кросс-дефолтов (cross default) или, иначе говоря, перекрестному невыполнению обязательств. Оно означает отзыв кредита или

требование погашения долговых ценных бумаг. Если должник современно не выплатил проценты по кредиту или не исполнил иные условия кредитования пусть даже по другому соглашению или выпуску еврооблигаций, то кредитор имеет право объявить наступление дефолта у заемщика и отозвать выданный кредит или требовать погашения долга. Чтобы такого не происходило, коллективные договора должны заключаться отдельно для «старших» и «младших» обязательств.

Несмотря на согласие основной группы кредиторов пойти на реструктуризацию внешней задолженности, отдельные лица могут пожелать погасить долги через обращение в суд. Кроме того, реструктуризация долга требует согласия большинства держателей облигаций. В связи с тем, что облигационерами могут выступать десятки тысяч мелких инвесторов, наладить переговорный процесс между ними - далеко не простое занятие. Коллективный договор должен предусматривать механизм выдвижения единого представителя кредиторов, условия создания их комитета и принятие решений квалифицированным большинством. Все это позволит избежать шантажа группы кредиторов со стороны одного из своих «собратьев по несчастью».

По большому счету, финансовые посредники обычно препятствуют продвижению идей, подобных унификации условий погашения долга. Это ведет к угрозе убытков по портфелям обязательств развивающихся стран; изменению соотношения доходности между такими инструментами, как брэиди-облигации и еврооблигации; снижению доходности посреднического бизнеса и т.д. Инвестиционные банки полагают, что реформа приведет только к снижению частных объемов финансирования и увеличению дополнительных денежных вливаний со стороны официальных кредиторов. Страны-заемщики, в свою очередь, обеспокоены тем, что введение принципа сопоставимости отношений поднимет премии за риск по международным долговым ценным бумагам и, тем самым, уменьшит возможности внешнего финансирования. Однако количественный анализ показывает, что оговорки коллективных действий снижают издержки для кредитоспособных стран и увеличивают их для низкорейтинговых должников. Расчеты свидетельствуют о том, что заемщики с рейтингом ниже 50 по шкале журнала «Institutional Investor» оплачивают большую премию за риск, чем эмитенты с рейтингом более 50, выпустившие ценные бумаги по британскому законодательству.

Сторонники реформы полагают, что премия за риск до начала азиатского кризиса была слишком низкой, что само по себе способствовало раздуванию задолженности развивающихся стран. Если отказ от привилегированного статуса еврооблигаций закончится лучшей, чем сейчас, оценкой риска, это снизит возможности чрезмерного роста

международного долга и увеличит финансовую стабильность, что, в конечном счете, выгодно как должникам, так и кредиторам.

Однако основная проблема, - как на практике реализовать оговорки коллективных действий, - остается не закрытой. Ведь единого общемирового законодательства не существует. Эмитенты сами вольны выбирать, по какому законодательству выпускать свои долговые обязательства. Неудачи международных организаций в разрешении этого вопроса добавляют аргументов тем, кто утверждает, что координация кредиторов – скорее часть проблемы, нежели ее решение. С ними трудно не согласиться. Координация кредиторов легка лишь в теории. На практике же нет никакого нормального механизма разделения издержек кризиса между разными инвесторами. С 2000 г. МВФ пытается в одностороннем порядке координировать кредиторов. Его новая стратегия построена исключительно на заявлениях о намерениях и заключается она в том, что Фонд не будет кредитовать, если поймет, что частный сектор не готов пролонгировать кредиты и реструктурировать обязательства. Россия переживает последствия такой политики, которая не имеет никакого влияния на частный сектор, поскольку ни к чему не обязывает. Результаты можно увидеть на примере осенне-зимнего финансового кризиса в Турции.

По большому счету, намеченная реформа глобальной финансовой архитектуры с треском провалена. Что сейчас происходит на официальном уровне? Всемирный Банк совместно с МВФ так и не провели никаких преобразований. То, что они сейчас делают, заложено еще в программе 1999 года, разработанной еще при прошлом директоре-распорядителе МВФ Мишеле Камдессю. Эта программа включает в себя пять пунктов. Во-первых, придать большую открытость и транспарентность финансовому положению государства и частного сектора. Идея прозрачности финансовой отчетности позаимствована из теории рациональных ожиданий, мало имеющей отношение к действительности. Правда, в международных организациях этого не замечают, поскольку среди их специалистов днем с огнем не сыщешь нелибералов. Во-вторых, разработка правил («кодексов») экономической политики и поведения на финансовых рынках. В частности, в сентябре 1999 г. Временный комитет МВФ принял «Кодекс надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике». В третьих, продолжить либерализацию движения капитала. Однако теперь либерализация должна проводиться с большим количеством оговорок. В четвертых, укреплять и реформировать финансовый сектор, хотя кто об этом не знает (*sic!*). Создание механизма поддержки частных финансовых институтов, оказавшихся на грани банкротства. Итак, проблемы перенесены на внутринациональный уровень, а сама глобальная реформа благополучно похоронена. До следующего раза – пока гром не грянет.

## 12. Еврорынок

**Рынок евровалют** представляет собой часть мирового рынка ссудных капиталов, на котором банки проводят операции в иностранной валюте за пределами стран-эмитентов этих валют. Рынок евровалют включает как межбанковские сделки, так и операции с небанковскими клиентами. Характерной особенностью рынка евровалют является специфика процентных ставок, все они ориентируются на ставки межбанковского рынка ведущих финансовых центров. Обычно это лондонская межбанковская процентная ставка. Операции на рынке евровалют делятся на несколько разновидностей:

- предоставление кредитов;
- выпуск еврооблигаций;
- краткосрочные сделки.

Основную часть еврокредитов предоставляют международные синдикаты банков. По этой причине механизм выдачи еврокредитов будет рассмотрен на примере синдицированного кредитования. Выпуск еврооблигаций будет разобран в отдельной главе.

Среди краткосрочных инструментов рынка евровалют можно различить:

- еврокоммерческие векселя – документарно оформленные векселя в евровалютах на три-шесть месяцев с премией к процентной ставке по евродолларовым депозитным сертификатам;
- депозитные сертификаты – свидетельства банков о депонировании денежных средств в евровалютах. Срочность депозитных сертификатов колеблется от тридцати дней до пяти лет;
- евроноты- краткосрочные обязательства с плавающей процентной ставкой.

Итак, рассмотрим сегмент синдицированных кредитов.

### 12.1. Теория и практика еврозаймов

В конце 1960-х годов Bankers Trust организовал первый синдицированный заем для предоставления кредита Австрии. До этого единственным способом для заемщиков получить большой объем денежных средств с международного рынка капиталов была только эмиссия еврооблигаций. С тех пор синдицированные кредиты получили в мире широкое распространение. По данным Организации Экономического Сотрудничества и Развития (Organization of Economic Cooperation and Development, OECD) синдицированные кредиты прочно удерживают рыночную позицию 22-29% в качестве одного из наиболее популярных финансовых инструментов международного рынка капиталов (см. табл. 18). По частоте использования синдицированные кредиты уступают только эмиссионным обязательствам еврорынка - обыкновенным еврооблигациям и среднесрочным евронотам.

Таблица 18.

**Структура международного рынка капитала  
по основным финансовым инструментам, в %.**

Источник: Developments in National and International Financial  
Markets Accompanying Tables. OECD, March 1998.

Наименование финансового инструмента	1993 год	1994 год	1995 год	1996 год	1997 год
Обыкновенные облигации (1)	45,1	30,0	27,5	29,5	30,8
EMTNs (2)	13,9	23,0	26,9	23,8	23,2
<b>Синдицированные кредиты</b>	<b>16,7</b>	<b>24,4</b>	<b>28,8</b>	<b>22,0</b>	<b>22,1</b>
FRNs (3)	8,5	10,0	60,1	10,5	12,1
Еврокоммерческие бумаги	4,7	3,2	4,4	5,2	2,7
Акции	5,0	4,7	3,2	3,7	4,8
Прочие облигации (4)	0,4	1,0	1,3	2,8	1,9
Конвертируемые облигации	2,2	2,2	1,0	1,6	2,0
Облигации с WARRANTами на акции	2,5	1,0	0,5	0,6	0,2
Прочие долговые обязательства (5)	1,0	0,5	0,3	0,3	0,2
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

**Примечания:**

(1) Обыкновенные облигации, т.е. облигации с фиксированной процентной ставкой (straight bonds).

(2) Среднесрочные евроноты (medium-term euro-notes). Включая прочие негарантированные обязательства.

(3) Включая среднесрочные депозитные сертификаты с плавающей процентной ставкой (medium-term floating-rate CDs).

(4) Облигации с нулевым купоном (zero bonds), специальные размещения (special placements) и подписные обязательства, не входящие в другие категории финансовых инструментов.

(5) Включая финансовые инструменты с мульти-компонентами и прочие вспомогательные инструменты.



## 12.2. Введение в рынок синдицированных кредитов

Международные консорциальные кредиты представляют собой кратко- и среднесрочные ссуды, которые выдаются, в среднем, на 5-7 месяцев. Минимальный срок кредитования достигает 10 месяцев, а максимальный - 12 лет (для крупномасштабных и дорогостоящих проектов). Объясняется это, прежде всего, типом источников финансирования банками синдицированных займов. Синдицированные кредиты предоставляются за счет трех- и шестимесячных евродепозитов. Поскольку конъюнктура источников средств, т.е. рынка евродепозитов, часто изменяется, то и новые условия кредитования тоже должны постоянно пересматриваться.

Для развивающихся стран сроки кредитования обычно составляют шесть или двенадцать месяцев. Связано это, прежде всего с тем, что банки-кредиторы сами не желают увеличивать риски по развивающимся странам и государствам переходного периода. С другой стороны, если только средства не идут на финансирование долгосрочных проектов, заемщики предпочитают из-за быстрой смены конъюнктуры внутреннего рынка не брать зарубежные деньги на длительный срок.

Существует несколько критериев, которым должен удовлетворять заемщик, желающий получить синдицированный кредит. К ним можно отнести:

➤ **Наличие юридически обоснованного доступа к внешним рынкам.** Предприятиям необходимо получить соответствующее разрешение на привлечение внешней ссуды. Если заемщиком оказывается банк, то он должен обладать генеральной лицензией. В случае ее отсутствия банк может получить специальное разрешение у Центробанка. Собственно, важны не столько лицензии, сколько подтверждение, что заемщик имеет право совершать операции подобного рода.

➤ **Кредитная история.** Обычно на рынок еврокредитов выходят заемщики, заработавшие кредитную историю на протяжении не менее трех-пяти лет. Разумеется, претендент на синдицированный кредит должен уже иметь опыт взаимодействия с зарубежными организациями в виде корреспондентских отношений (для банков) или экспортных операций (для предприятий).

➤ **Аудит по международным стандартам.** Проведение международного аудита является не менее важным условием кредитования, чем наличие специального разрешения от органов власти. Без финансовой отчетности, заверенной международными аудиторами кредиторы, естественно, не смогут разобраться во внутренних делах заемщика. Наиболее предпочтительными считаются аудиторы из первой международной десятки консультантов.

На этом обязательные условия, необходимые для начала переговоров о синдицированном кредите, заканчиваются. Но перечень дополнительных условий может быть продолжен. Для заемщика желательно наличие кредитного рейтинга, программы раскрытия информации и т.д.

Чем лучше претендент на кредит будет подготовлен, тем выше шансы, что он сумеет привлечь организаторов синдиката с широко известным именем. Обычно всем вышеуказанным критериям в полном объеме удовлетворяют крупнейшие банки. Их финансовое положение находит отражение в кредитных рейтингах, в доверии, оказываемое ему на рынке, процентных ставках и т.д. Чем лучше будет организован синдикат, тем выгоднее будут условия привлечения синдицированного кредита. Не самые крупные банки и предприятия тоже могут получить синдицированный кредит, но состав синдиката и условия займа, скорее всего, будут на порядок уступать "оптимальному" варианту. Все это в конечном счете скажется на стоимости привлечения кредита.

### **12.3. Синдикат кредиторов**

Синдикат (syndicate) представляет собой группу банков из различных стран, которые по взаимному соглашению объединяются для размещения кредита. Причины возникновения синдиката могут быть самыми разными. Например, отдельный банк, к которому обращается заемщик, может не располагать достаточными средствами, или банк предпочитает разделить кредитные риски с другими учреждениями, или просто в силу разного рода обстоятельств посчитает нецелесообразным единоличное кредитование заемщика.

В синдикате участвует от двух до тридцати-сорока кредитных институтов разных стран. Для выдачи ссуды под крупномасштабный проект банковские синдикаты специализируются по региональному или отраслевому признаку. Синдикат включает в себя максимально четыре уровня иерархии. В некоторых случаях часть звеньев синдиката может быть пропущена. Отношения между членами синдиката основываются на синдикационном соглашении (syndicate agreement), которое представляет собой юридический документ, закрепляющий объединение участников синдиката по предоставлению кредита.

Центральное место в группе занимает организатор синдиката (arranger). На практике, он выполняет всю работу по формированию синдиката: подбирает потенциальных участников группы, определяет круг обязанностей каждого члена синдиката, устанавливает условия кредитования, согласует действия банков и т.д. Вслед за организатором синдиката идут со-организаторы (co-arrangers). Они оказывают непосредственное содействие организатору в подготовке кредита. Организатор и со-организаторы составляют дирекцию синдиката. Замыкает группу синдиката ведущие менеджеры и банки-участники (lead managers и participants). Если на организатора приходится основная

часть кредита, то "рабочие" банки выступают в роли субкредиторов. Они разделяют между собой оставшуюся часть кредита.

Отдельное место в иерархии синдиката занимает банк-агент (agent bank). Он должен взять на себя вспомогательные функции по организации работы группы банков. В их число входит координация действий банков, осуществление связи между заемщиком и кредиторами, информационное обеспечение сделки, контроль за исполнением заемщиком обязательств и т.д. За свою работу банк-агент получает специальное агентское вознаграждение. Нередко в качестве банка-агента выступает сам организатор синдиката или одна из его дочерних структур.

Как и в случае с эмиссией еврооблигаций, заемщик может иметь несколько схем работы с синдикатом. Чаще всего используются только две схемы - "на лучших условиях" и "купленная сделка".

"На лучших условиях" (best efforts) - договоренность, согласно которой организатор синдиката обязуется сделать все возможное, чтобы привлечь кредит на оптимальных условиях. Заемщик сообщает организатору о своих потребностях во внешних ресурсах, после чего в ходе роад-шоу заемщик встречается с потенциальными кредиторами и выясняет возможные параметры кредита. Ключевым недостатком этой схемы является отсутствие гарантий со стороны организатора синдиката конечных результатов синдикации.

Процедура "купленной сделки" (bought deal) состоит в том, что заемщик согласовывает с организатором синдиката условия кредитования на ранней стадии синдикации. В итоге все параметры кредита фиксируются задолго до подписания кредитного соглашения. Хотя нередко это и бывает удобно для заемщика, но к моменту предоставления кредита рыночная конъюнктура может измениться до неузнаваемости, сделав условия кредитования неприемлемыми для должника.

#### **12.4. Стоимость привлечения синдицированного кредита**

Конечная стоимость заимствований определяется суммой комиссионных платежей, банковской маржи и, собственно, процентной ставки по кредиту.

**Процентная ставка и маржа.** В настоящее время наибольшее распространение получили кредиты с плавающей процентной ставкой. До введения в практику ролловерных<sup>10</sup> кредитов для банков предоставление среднесрочных кредитов на еврорынке было высоко

---

<sup>10</sup> *Roll over* (ролловер) - продление срока заимствования путем возобновления кредитования. Ролловер часто используется для того, чтобы отложить на более поздний срок платежи по кредитам типа *balloon* ("воздушный шар"), когда заемщик должен возратить большую сумму сразу после истечения срока займа, или *buy down* ("покупать со снижением"), когда заемщик платит крупную сумму вперед, чтобы уменьшить ежемесячные платежи.

рискованной операцией. Дело в том, что в 1970-ые годы фактически все еврокредиты выдавались под фиксированную процентную ставку. Когда ставки по краткосрочным евродепозитам, служащие базой для синдицированных займов, повышались, банки не редко несли убытки. Ролloverные кредиты позволили уменьшить риск по среднесрочным займам, т.к. они предоставляются под плавающую ставку, которая регулярно пересматривается в соответствии с изменениями ставок на рынке.

Обычно за основу берется ставка LIBOR с указанием в кредитном соглашении на конкретные банки. Традиционно фиксация процентной ставки совершается по межбанковским котировкам шестимесячного LIBOR, выставленным заранее оговоренными банками на определенный момент времени. Нередко в качестве первоначального ориентира используется межбанковская кредитная ставка FRABBA - среднемесячное значение процентных ставок 12 лондонских банков на межбанковском рынке, по которым оцениваются депозиты на определенную валюту и срок, и которые сообщаются Центральным банком Англии в 11:00 по лондонскому времени. По аналогии с LIBOR ориентиром может выступить BIBOR (Бахрейн), PIBOR (Париж), FIBOR (Франкфурт), SIBOR (Сингапур), а в США, Канаде и Японии - prime rate.

Номинальная процентная ставка по кредиту вычисляется путем прибавления к базовой ставке-ориентире банковской маржи. Размер маржи определяется, исходя из целого ряда факторов: финансового состояния заемщика, характера займа, рыночной конъюнктуры и т.д. Например, чем дольше срок заимствования, тем выше должна быть маржа из-за неопределенности в долгосрочном изменении процентной ставки, и, соответственно, в доходности операции для банков. Некоторые заемщики предпочитают платить большие комиссионные платежи, но меньшую маржу, с тем, чтобы убедить потенциальных кредиторов в своей кредитоспособности. При таком ценообразовании заемщикам предоставляется выбор между трех- и шестимесячными периодами регулирования процентной ставки по кредиту. Обычно величина маржи составляет от 0,5% до 2,5%, но чаще всего она не превышает 1%.

**Стоимость кредитных услуг.** Оплата услуг синдиката осуществляется через комиссионное вознаграждение (commission fee). Оно подразделяется на несколько категорий:

- комиссионные за управление, выплачиваемое организатору синдиката;
- комиссионные за участие, распределяемые среди банков синдиката;
- комиссионные за обслуживание кредита, процент со ссуды, получаемые членами синдиката.

Если кредит не финансируется с момента подписания соглашения, то заемщик должен выплатить с неиспользованной суммы

комиссионные за подтверждение о готовности предоставить синдицированный заем. Такие комиссионные взимаются в размере пропорционально времени не использования кредита. В целом комиссионные выплаты определяются как процент от суммы кредита. Обычно величина комиссионных колеблется от 0,5% до 1,5%. Большая часть этой суммы достается организатору синдиката, а остальная распределяется среди других банков синдиката.

Помимо непосредственных комиссионных заемщик обязан возместить кредитору все накладные расходы (out-of-pocket-expenses), которые включают в себя командировочные расходы, пресс-конференции, презентации, затраты на информационные материалы и т.д.

**Юридическое оформление.** После утверждения в ходе переговоров параметров кредитования наступает процедура юридического оформления синдицированного займа. Для начала организатор синдиката и заемщик договариваются подписать соглашение. Для этого необходимо оформить мандатное письмо, которое бы позволило действовать организатору в качестве официального главы синдиката. Для оформления мандатного письма заемщик может самостоятельно выдать соответствующее поручение организатору синдиката или организатор направляет заемщику письмо, которое ссудополучатель должен акцептовать. К мандатному письму прилагается т.н. "лист условий сделки" (term-sheet), в котором оговариваются следующие условия синдицированного займа:

- форма кредитного договора;
- сумма займа;
- срок кредитования;
- процентная ставка;
- комиссионное вознаграждение;
- основные юридические условия.

Кроме листа условий сделки к мандатному письму может прилагаться график, в котором оговаривается процедура синдикации и общие сроки предоставления кредита. График синдикации не является юридическим документом.

В принципе, возможны два варианта юридического оформления синдицированного займа. Первый из них - заключение соглашения между всеми участниками синдиката и заемщиком и второй - заключение соглашения только между заемщиком и организатором синдиката с банком-агентом. Оба варианта имеют свои собственные недостатки и преимущества.

Если принимается решение заключить соглашения между всеми участниками синдиката и заемщиком, то начинается длительная процедура юридического оформления, которая может затянуться на очень длительное время. Помимо этого повышаются издержки привлечения кредита за счет дополнительных расходов на юридическое

обслуживание. Однако дополнительные расходы компенсируются более низким уровнем рисков для заемщика. Ведь если бы заключался договор только между заемщиком и организатором синдиката, а к моменту выделения ссуды кто-то из членов синдиката оказался неплатежеспособным или испытывает недостаток ликвидных средств, то остальные участники синдиката за него ответственность нести не будут.

С другой стороны, экономия времени в результате подписания договора между заемщиком и организатором тоже может дать немало преимуществ. В связи с тем, что многие страны, в т.ч. и Россия, подписали соглашения об избежании двойного налогообложения, для улаживания вопросов налогового освобождения уходит довольно много времени, поэтому лучше, чтобы ими занимался организатором синдиката, а не основные стороны сделки. Кроме того, коллективное соглашение между синдикатом и заемщиком представляет собой жесткую схему взаимоотношений. Если кто-то из банков захочет выйти из состава группы или изменятся соотношения между банками в самом синдикате, то необходимо будет пересматривать весь коллективный договор.

Для операций международного кредитования разработано несколько специфических оговорок. Все они в обязательном порядке включаются в кредитное соглашение. Среди них наиболее важными являются изменение обстоятельств, иммунитет от обычной гражданской ответственности и разрешение споров.

Изменение обстоятельств. В случае изменения какого-либо законодательно-правового акта или закона, которые лишают юридической основы международное кредитование, заемщик должен произвести полное погашение кредита. Более подробная трактовка условия "изменение обстоятельств" может включать в себя дополнительные защитные оговорки. Они должны обезопасить кредиторов и заемщика от изменений в резервных требованиях, налогов или любого другого фактора, увеличивающего стоимость банковских средств, которыми обеспечивается ссуда. Иногда эту оговорку называют статьей увеличивающейся стоимости.

Иммунитет суверенного государства от обычной гражданской ответственности. Согласно большинству законов суверенное государство обладает иммунитетом против судебных разбирательств и процессов конфискации собственности. Например, в Соединенных Штатах в Нью-Йорке предоставлены более благоприятные условия в результате принятия в 1976 году Закона об иммунитете зарубежного суверенного государства. Этот Закон ограничил иммунитет при заключении контрактов больше правительственного, чем коммерческого характера и постановил, что любое требование отказа от иммунитета является окончательным.

Разрешение споров. Стороны должны договориться о том, каким законодательством должна регулироваться сделка. Необходимо

установить, какой государственный орган или коммерческий закон и судебная система будет разрешать возникающие споры. Может быть установлено, что разбирательство некоторых случаев может находиться в юрисдикции судов нескольких стран.

Среди особых юридических условий кредитного договора можно выделить два основных - требование отсутствия залога (negative pledge) и случаи перекрестного невыполнения обязательств (cross default). Требование отсутствия залога или "негативное обязательство" (negative pledge) позволяет кредиторам зарезервировать часть средств заемщика для погашения ссуды в случае непредвиденных обстоятельств. Согласно этой юридической оговорке запрещается любое обеспечение займа, если только банк не обеспечен "в пропорциональной и равной степени". Тем самым создается обеспечение под кредит - стороны заранее оговаривают перечень активов заемщика, которые не будут обременены обязательствами в течение всего срока действия договора.

Перекрестное невыполнение обязательств (cross default) означает отзыв кредита ссудодателем в ряде экстренных случаев. Если должник современно не выплатил проценты по кредиту или не исполнил иные условия кредитования пусть даже по другому соглашению или выпуску еврооблигаций, то кредитор имеет право объявить наступление дефолта у заемщика и отозвать выданный кредит.

Помимо этих основных юридических условий в листе условий сделки может содержаться требование к заемщику не участвовать в других кредитных операциях до подписания итогового соглашения. Подобные требования бывают особенно актуальны для заемщиков из развивающихся стран. Для них дополнительные условия могут быть особенно жесткими: часто заемщик не может не только получить еще один синдицированный кредит, но и получить заем другого типа или выпустить долговые обязательства. Таким образом, в момент получения синдицированного кредита заемщик должен обладать устойчивым финансовым положением.

## **12.5. Процедура синдикации**

**1. Выбор организатора синдиката.** Заемщик должен найти банка-организатора синдицированного кредита, который займется формированием синдиката кредиторов. Для этого составляется специальное предложение (seeking bid), представляющее собой офферту на организацию синдицированного займа. Письмо рассылается банкам международного уровня, имеющим опыт синдикации. Информацию об этих банках можно почерпнуть из рейтингов, публикуемых в международных изданиях, таких как "Euromoney" и "The Banker", или в обновляемых базах данных, например, Loanware компании Capital DATA Ltd. В подобных базах данных можно получить информацию о сделках крупнейших организаторов синдикатов, размерах ссуд, характере заемщика и т.д. Все ведущие организаторы синдикатов входят

в первую полусотню банков в мире. На основе списка крупнейших участников рынка синдицированных кредитов составляется перечень банков, которым рассылается офферта.

Для малоизвестных заемщиков, которые впервые хотят получить синдицированный заем, процедура выбора организатора синдиката может быть гораздо проще. В этом случае заемщик обращается к зарубежному банку, с которым он наладил деловые отношения и предлагает ему выступить в качестве организатора синдиката. В более сложной ситуации, когда заемщик является крупным банком или предприятием, известным на мировом рынке, он может провести тендер на организацию синдиката. После выбора организатора синдиката заемщик заключает с ним официальное соглашение.

**2. Формирование синдиката.** На этой стадии синдикации организатор занимается образованием синдиката кредиторов. После получения от заемщика мандата глава синдиката выпускает специальный меморандум (*offering circular*), приглашающий к участию в кредите банки-соорганизаторы. Эти банки, в свою очередь, затем начнут привлекать к участию в займе остальные банки. Практически всю работу выполняет глава синдиката. Заемщик только согласовывает с ним перечень членов синдиката. В специальном меморандуме, который рассылается банкам с предложением участия в кредите, указывается последний срок, до которого банки должны сообщить свое согласие (*commitment deadline*). В ответ, банки, решившие участвовать в синдикате, могут предложить увеличить свою квоту участия в кредите. Кроме того, заявки на участие могут прийти не только от банков, которым рассылалось приглашение, но и от других банков. В таком случае наступает ситуация, носящая название "сверх подписки" (*over subscription*). Иногда заемщик отказывается от избыточного предложения, если, например, подписка намного превысила требуемую сумму. Это происходит в связи с тем, что несоответствие спроса и предложения может интерпретироваться в деловых кругах как недостаточное изучение рыночной конъюнктуры. Избыток предложения свидетельствует о том, что можно было получить требуемые средства под меньшую ставку. Заемщик может отказаться от избытка и по другим причинам, например, в связи с небольшой потребностью в денежных средствах согласно параметрам финансируемого проекта.

Формирование синдиката заканчивается, когда определен весь список участников синдиката. Организация синдиката может занять от двух недель до трех месяцев.

**3. Генеральная синдикация (general syndication).** Четвертый этап синдикации является, пожалуй, наиболее важным среди всех. На этой стадии происходит подготовка и подписание итогового соглашения, в котором оговариваются все кредитные условия. Для подготовки соглашения обычно приглашают западных юристов. Они занимаются проработкой всех тонкостей кредитного договора. К соглашению



обычно прилагается также заключение юридических консультантов от обеих сторон. В заключении подтверждается наличие у заемщика права на проведение подобных операций, постановка на учет в налоговой инспекции и ряда других документов. Это делается для того, чтобы выяснить, не проходит ли процедура банкротства, не является ли заемщик международным мошенником и т.д. Помимо сверки необходимой документации юристы подтверждают правильность оформления текста итогового соглашения и указывают на его отдельные статьи, которые потенциально могут вызвать конфликтную ситуацию. Когда текст соглашения окончательно подготовлен, стороны переходят к последнему шагу синдикации - подписанию кредитного договора и выдаче кредита.

**4. Кредитование.** После подписания соглашения начинается непосредственно сам процесс кредитования. По условиям кредитного договора заем может выдаваться единой суммой или отдельными траншами. Формально эта процедура происходит следующим образом. Заемщик направляет банку-агенту уведомление о востребовании кредита. Затем банк-агент, координируя действия участников синдиката, аккумулирует денежные средства и направляет их заемщику. Если по условиям кредитного договора процентная ставка определяется в момент кредитования, то именно в этот день происходит фиксация ставки. Комиссия за участие в кредите уплачивается в оговоренный день или в день полного погашения кредита. На протяжении всего действия кредитного договора вплоть до погашения займа синдикатом может быть организован мониторинг кредитных рисков.

## **12.6. Тенденции развития на рынке еврокредитов**

Постепенно границы между секторами международного рынка капиталов начинают стираться. Основное влияние на развитие рынка еврокредитов оказывают технические усовершенствования, новые продукты, и изменения в механизмах регулирования рынка. Рост евrorынка не в последнюю очередь обусловлен нормативными ограничениями, свойственными, например, американскому рынку, и соответствующей реакцией на них со стороны других участников рынка.

Действующее сейчас в США регулирование рынка в рамках Закона Гласса-Стигалла проводит более резкое разграничение между операциями финансовых институтов рынка кредита и ценных бумаг, чем это имеет место на более либеральном рынке. По мере смягчения американского регулирования следует ожидать, что банки, оперирующие в США станут расширять свой бизнес на международном рынке. Инвестиционные банки усилят свою активность на рынке синдицированного кредитования. Но независимо от этого повсюду в мире наблюдается расширение вложений банков в инвестиционный бизнес.

Одновременно кредитный рынок приобретает некоторые черты рынка ценных бумаг. Начинает складываться вторичный рынок кредитов, в отличие от США в Европе этот рынок развит еще весьма слабо и ограничивается пока торговлей проблемными кредитами. Но в международном масштабе этот рынок вышел по своим объемам на уровень \$30 млрд., наряду с банками участниками рынка стали хеджевые фонды и другие институциональные инвесторы. Параллельно продолжает развиваться и рынок кредитных дериватов. С помощью этих финансовых инструментов предпринимается попытка перенести уже достаточно хорошо разработанную методику управления рыночными рисками на кредитные риски. Хотя контракты, предусматривающие платежи при несоблюдении кредитного договора или при ухудшении качества кредита, не являются чем-то абсолютно новым. Гарантированные аккредитивы, возобновляемые кредиты и финансовые гарантии существуют на рынках уже много лет.

Новыми являются количественная характеристика рисков и их разложение на конкретные составляющие. Как и прочие дериваты, кредитные дериваты могут иметь характер срочного контракта или опциона. В целом этот рынок еще невелик, пока нет достаточной степени стандартизации контрактов, но явная заинтересованность банков в активном управлении кредитными рисками гарантирует определенный потенциал роста рынка кредитных дериватов в будущем.

На фоне пост-кризисной рыночной конъюнктуры американские банки продолжают удерживать лидерство в предоставлении синдицированных займов. Они продолжили свою экспансию, используя привычные механизмы финансового рычага ("левереджа") и предоставления дополнительных сопутствующих финансовых услуг. Ключевым фактором успеха американских банков являются долгосрочные деловые связи с крупнейшими международными корпорациями, в результате которых корпорации становятся постоянными потребителями американских кредитов. Рост влияния американских банков также можно объяснить широким использованием ими финансовых инноваций. Они стали одними из первопроходцев, которые внедрили методы синдикации, приближающие кредитные операции к операциям на рынке ценных бумаг. Например, благодаря американским банкам получил распространение прием, когда организатор синдиката имеет право после начала процедуры синдикации изменить ценообразование на кредит и перепродать некоторые доли участия в кредите. Вплоть до последнего времени такой прием использовался только при организации еврооблигационного займа. Американские банки также стали распространителями моды на новейшие кредитные дериваты. Например, использование таких специфических производных ценных бумаг как default swar позволило активизировать кредитный рынок активов, по которым наступил дефолт. Сейчас подобные операционные техники получают все большую

популярность в качестве альтернативы перепродажи кредита на вторичном рынке. Это позволяет сохранить нормальные отношения с клиентом (т.к. своп долгов в отличие от перепродажи не требует согласования условий с заемщиком) и увеличить предложение вспомогательных финансовых услуг.

Одним из наиболее важных факторов, влияющих на рынок в настоящее время, является состояние японских банков. В последние месяцы 1997 года японские банки выделили большой объем средств для своих зарубежных дочерних учреждений в ответ на ужесточение условий кредитования на международном рынке межбанковских операций. Но с начала 1998 года они сократили зарубежные активы. Основная масса японских кредитов сейчас приходится на специальную административную область Китая - Гонконг. Хотя японские банки продолжают оставаться крупнейшей группой международных кредиторов, для японских банков на кредитном рынке снизилась с 1/3 до менее чем 20%. Фактически, японские банки сократили свое влияние на рынке в несколько раз и сейчас их рыночная доля находится на уровне начала 1980-х годов.

События 1997-98 годов, безусловно, пополнили практический арсенал методов ведения банковского бизнеса. По всеобщему признанию, банки-кредиторы сумели извлечь серьезные уроки из кризиса. Прежде всего, кризис побудил их пересмотреть методы управления кредитными рисками и ввести более чувствительные рейтинговые оценки состояния заемщиков. Кризис убедительно показал, что с увеличением международных финансовых взаимосвязей, действия властей по сохранению системной стабильности в экономике не должны вести к изоляции кредиторов и должников от последствий совершенных ими ошибок. Иначе рыночные игроки начинают склоняться в пользу более рискованных операций в расчете на то, что в случае наступления неблагоприятных событий власти возместят им потери.

### 13. Международный рынок долговых ценных бумаг

Существует несколько видов международных облигаций:

**Еврооблигации** (euro-bonds) - облигации, размещаемые одновременно на рынках нескольких стран и номинированные в валюте, которая не является национальной валютой заемщика и кредитора. Такие облигации размещаются через международные синдикаты финансовых учреждений нескольких стран.

**Иностранные облигации** (foreign bonds) - облигации, размещаемые внутренним синдикатом, на рынке одной страны, причем валюта займа для заемщика является иностранной, а для кредитора - национальной.

**Глобальные облигации** (global bonds) - средне- и долгосрочные облигации в валюте разных стран, обращающиеся одновременно на нескольких международных рынках ценных бумаг.

#### 13.1. Еврооблигации

Общепринятым считается, что первым еврооблигационным займом в 15 млн \$ была эмиссия облигаций итальянской компании *Concessioni e Costruzioni Austrade* в июле 1963 года для финансирования строительства автострады. Первый выпуск состоял из 60'000 облигаций с номиналом в 250\$. По ним выплачивался фиксированный годовой купон со ставкой 5,5%. Ведущим менеджером размещения выступил английский инвестиционный банк SG Warburg, в его синдикат входили инвестиционные банки Banque de Brussels, Deutsche Bank и Rotterdamche Bank. Облигации обращались на Лондонской фондовой бирже.

Несмотря на то, что нет признанного определения, характеризующего термин “еврооблигация” можно попробовать дать следующее определение:

**Еврооблигация – это облигация, номинал которой выражен в валюте, являющейся как для эмитента, так и для облигационера, иностранной.**

К основным преимуществам еврооблигаций относят:

- удобство обращения
- надежность эмитентов
- возможность избежания налогов
- анонимность владельцев еврооблигаций

Еврооблигации входят в листинг двух европейских фондовых бирж:

- ◇ Лондонская фондовая биржа
- ◇ Люксембургская фондовая биржа

Помимо этого большая часть торговли осуществляется на внебиржевом рынке по телефону или с помощью компьютеров (подобная схема проведения сделок придает ей сходство с Российской торговой системой).

В основной своей массе это предъявительские ценные бумаги, выпускаемые в виде сертификата с отрывными купонами, хотя встречаются также и именные инструменты. Проценты выплачиваются 1 раз в год. Налог на прибыль и налог на прирост курсовой стоимости отсутствуют. Большая часть облигаций не имеет обеспечения. На них в целом не распространяются количественные ограничения, устанавливаемые национальными органами регулирования.

Следует различать евробонды и евроноты. **Евробонды** представляют собой предъявительские ценные бумаги, которые депонируются в депозитариях при торговых системах. Эти безыменные бумаги размещают в основном развивающиеся страны. За ними не резервируется обеспечение, что привело к удобству их выпуска эмитентами.

**Евроноты** представляют собой именные ценные бумаги, которые эмитируются странами с развитой рыночной экономикой. В отличие от евробондов, выпуск евроноты предусматривает создание обеспечения.

Формы выпуска еврооблигаций самые разнообразные: с плавающей и фиксированной процентной ставкой, с нулевым купоном, с правом конверсии в другие облигации, в двойной валютной деноминации (номинал выражен с одной валюте, а процентные выплаты осуществляются в другой) и др.

**Датой погашения** еврооблигации характеризует время, когда эмитент обязан возратить основную сумму долга. Долгосрочное обязательство обычно предполагает, что облигация будет погашена более чем через 10 лет после выпуска, тогда как среднесрочное обязательство предполагает срок погашения от 1 до 10 лет. Краткосрочными считаются обязательства, выпущенные на срок не менее 1 года.

Еврооблигации выпускаются с единой датой погашения, или с несколькими датами, или с условием досрочного погашения. При выпуске облигаций с фондом погашения эмитент обязуется регулярно погашать какую-то часть облигаций путем их выкупа по рыночному курсу (самостоятельно или через агента), либо (если облигации имеют курс выше номинала) путем периодического погашения по номиналу исходя из таблицы погашения, имеющейся в проспекте эмиссии. Погашение производится 2 раза в год методом случайной выборки (в некоторых выпусках, осуществлявшихся голландскими эмитентами, погашение производится пропорционально количеству облигаций, имеющих на руках у инвесторов). Поскольку, как уже было сказано, практически все еврооблигации являются предъявительскими ценными

бумагами и учет владельцев не ведется, факт погашения должен быть заранее сообщен в финансовой прессе.

Минимальный срок для основной массы еврооблигаций составляет 2 года, максимальный - до 40 лет. Но при этом можно встретить “сверхкраткосрочные” бумаги - период обращения 6 месяцев.

Большая часть еврооблигаций - обычные облигации с фиксированной процентной ставкой, четвертая часть которых имеет оговорку о досрочном отзыве эмитентом. Большинство облигаций выпускается по номиналу или с небольшой премией, или дисконтом к номиналу. Исключение - облигации с нулевым купоном.

Выплата процентов может быть довольно сложной процедурой. У облигации с двойной деноминацией основная сумма долга выражена в одной валюте, а выплата процентов производится в другой; встречаются выпуски, когда проценты сначала выплачиваются в одной валюте, потом в другой; в некоторых случаях инвестор может получить новые облигации вместо процентов и т.п. Однако такие облигации не пользуются большим спросом у инвесторов.

Погашение обычно производится по номиналу. У облигаций с двойной деноминацией погашение может производиться в иной валюте, чем та, в которой выражен номинал.

В случае *heaven and hell bonds* погашение зависит от разницы между оговоренными курсами и курсом “spot” по наступлении срока платежа. Теоретически сумма погашения может и возрасти в 2 раза, и уменьшиться почти до нуля.

Погашение может быть привязано к какому-нибудь индексу. Например, в случае *bull-bear issue* погашение зависит от движения курса акций. Если облигации выпускаются двумя траншами, то сумма погашения в случае “бычьего транша” (*bull tranche*) увеличивается с повышением индекса, а в случае “медвежьего транша” (*bear tranche*) - увеличивается с понижением индекса. Индексация может производиться и по какому-нибудь товарному индексу или по цене товара. Но это тоже довольно редкий вид облигаций.

Погашение может производиться единой суммой по истечении срока облигации, с фондом погашения и с выкупным фондом.

При использовании фонда погашения эмитент обязуется погашать определенную часть облигаций каждый год до истечения срока займа.

В случае использования выкупного фонда, если цена облигаций падает ниже номинала, эмитент должен выкупить оговоренное число облигаций на рынке. Фонд погашения начинает действовать обычно через несколько лет после эмиссии, выкупной фонд - через 3-6 мес.

**Облигации, предусматривающие досрочное погашение.** Большинство долгосрочных облигаций могут быть (по истечении некоторого льготного периода времени) досрочно погашены эмитентом. Облигации частных корпораций обычно предусматривают выкуп

облигаций по номиналу плюс некоторая премия, а государственные облигации - право выкупа по номиналу.

Право выкупа - это по существу опцион, которым владеет эмитент. Такой опцион имеет определенную цену: облигация, предусматривающая право досрочного погашения, продается по более низкой цене и имеет более высокую доходность к сроку погашения, чем сравнимые облигации, не предусматривающие право досрочного погашения. Эмитент будет стремиться выкупить облигации, если процентные ставки падают и эмитент имеет возможность рефинансировать свои обязательства по более низким процентным ставкам. Условия досрочного погашения затрудняют определение стоимости облигации, т. к. вместе с тем приходится определить “отложенный” опцион.

**Конвертируемые облигации.** Конвертируемые ценные бумаги с фиксированным доходом представляют собой облигации компании, которые можно в определенной пропорции (“за определенную цену”) обменять на обычные акции данной компании. Конвертируемые облигации характеризуются двумя основными чертами: они предполагают право на получение дохода и вместе с тем опцион на покупку обычных акций эмитента. Стоимость конвертируемой облигации, таким образом, складывается из 2 компонентов: стоимости облигации как долгового инструмента и стоимости опциона на акции. Такие долговые обязательства имеют неограниченный потенциал повышения рыночной цены. По мере увеличения стоимости акций, растет стоимость и конвертируемой облигации. С этой бумагой для инвестора также связаны ограниченный риск уменьшения ее стоимости или ограниченные потери ее основной суммы. Но поскольку подобные преимущества отражаются на цене облигации, конвертируемая облигация является менее доходной по сравнению с неконвертируемой облигацией.

Самые крупные эмитенты обоих видов облигации - японские корпорации, выпускающие облигации в долларах с конвертацией в акции в иенах (курс доллара к иене оговаривается обычно в момент выпуска).

Из общей суммы международных эмиссий в 1994 г, равной 372 млрд. долл, 262 млрд.долл. пришлось на обыкновенные облигации, 33 млрд - на конвертируемые облигации и облигации с варрантом и 77 млрд. - на облигации с плавающей процентной ставкой, которые пользовались популярностью в первой половине 80-х гг в период высоких темпов инфляции и колебаний процентных ставок. По еврооблигациям проценты выплачиваются без вычета подоходного налога. В случае удержания налога эмитент обязан довести величину процентных платежей до уровня, который обеспечивал бы инвестору процентный доход, равный номинальному купону. Проценты выплачиваются путем отделения купонов и их пересылки банку -

платежному агенту. Обычно облигации хранятся в депозитарии, который и выполняет функции по инкассации купонов для их владельцев.

**Ставка купона.** Существуют несколько стандартов начисления купонных выплат на облигацию. На рынке еврооблигаций и рынке американских корпоративных облигаций применяется следующий расчет: в месяце - 30 дней, в году - 360 дней. Тридцать первое число месяца всегда заменяется на тридцатое, поэтому число дней между датами исчисляется по формуле:

$$\text{число дней} = (\text{год } 2 - \text{год } 1) \times 360 + (\text{месяц } 2 - \text{месяц } 1) \times 30 + (\text{день } 2 - \text{день } 1)$$

Традиционно в качестве ориентира на уровень основной ставки выступает LIBOR, но так бывает не всегда. Например, первый раз, в 1954 году Международный Банк Реконструкции и Развития (Мировой Банк, МБРР) разместил еврооблигаций на сумму 250 млн \$ с плавающей ставкой купона на уровне казначейских обязательств США + 35 базисных пунктов. В первые три месяца эта ставка оказалась на 0,3% ниже ставки LIBOR.

### 13.2. Прочие евробумаги

Постепенная интеграция фондовых рынков в один мировой фондовый рынок, ускорившаяся последние годы, снимает четкие различия между подвидами ценных бумаг. Интеграция ощущается также и на рынке еврооблигаций. Несмотря на то, что еврооблигации размещаются обычно сразу в нескольких странах, возможен вариант, когда они выпускаются в стране, в национальной валюте которой выражен номинал облигаций. Но тогда в соответствии с международной классификацией они уже будут не еврооблигациями, а “иностранными облигациями”.

Иностранные ценные бумаги (foreign securities) представляют собой эмиссию бумаг, с номиналом в национальной валюте страны, где они обращаются, выпущенные зарубежным эмитентом. Иностранные ценные бумаги подвержены регулированию со стороны местного законодательства. Некоторые иностранные облигации имеют общепринятые названия. В США они называются облигации “янки”, в Японии - “самурай”, “бульдог” в Англии, “матадор” в Испании, в Голландии - “рембрандовские”.

Значительную часть рынка евробумаг составляют евродепозитные сертификаты и коммерческие бумаги. Евродепозитные сертификаты (ДС) - сертификаты, выпускаемые отделениями и дочерними компаниями американских банков за рубежом, а также банками в валюте, не являющейся для них национальной, - в основном в долларах США. Львиная доля этих ДС эмитируется в Лондоне, и зачастую они носят название “лондонские долларовые ДС”. Объем рынка (по величине задолженности) оценивался в 90-е гг в 100-150 млрд.долл.



Евродолларовые ДС предназначены в основном для крупных институциональных инвесторов. Основными эмитентами являются отделения ведущих американских, канадских, японских, английских и европейских континентальных банков.

Первый евродолларовый ДС был выпущен лондонским отделением First National City Bank of New York в 1961 г. В отличие от еврооблигаций, которые выпускались и выпускаются в основном неамериканскими эмитентами, евродолларовые ДС обязаны своим появлением в первую очередь американским банкам, которые путем размещения их за рубежом обходили “правило Кью”, ограничивавшее величину процентной ставки. Кроме того, на евродолларовые депозиты не распространялось требование резервирования, действовавшее в отношении внутренних ДС. Однако в настоящее время доля американских банков в эмиссии евродолларовых ДС сертификатов сократилась до 10% (в 1980 г она составляла 55%). Самыми крупными эмитентами являются банки Японии, выпускающие до 50% всех евродолларовых ДС.

Большинство евродолларовых ДС имеет фиксированную ставку процента и выпускается на срок от 3 до 6 мес. Однако выпускаются и ДС с плавающей процентной ставкой и более длительным сроком обращения. Так называемые траншевые ДС выпускаются на крупную сумму (обычно от 10 до 30 млн.долл.), а затем дилеры дробят их на сертификаты с более мелкой деноминацией (от 10 000 до 25 000 долл).

Объем рынка еврокоммерческих бумаг (по величине задолженности) оценивался в 1992 г в 87 млрд. долл.; примерно 75% из них выпускается в долларах, остальная часть - в ЭКЮ, итальянских лирах и японских иенах. Крупнейшими эмитентами являются американские транснациональные компании.

Обычно еврокоммерческие бумаги выпускаются на более продолжительный срок, чем коммерческие бумаги, выпускаемые на внутреннем рынке США (на 60-180 дней), благодаря чему, в частности, у этих бумаг имеется активный вторичный рынок.

### **13.3. Глобальные облигации**

В отличие от евробондов, о глобальных облигациях (GB) мало кто слышал в России. Их ключевое отличие от еврооблигаций - обращение на нескольких рынках и сложности с расчетами.

Клиринговые расчеты по глобальным облигациям представляют собой отдельный большой блок вопросов. В отличие от традиционных инструментов международного рынка, которые имеют свою рыночную инфраструктуру для торгов и расчетов, GB такой инфраструктурой не обладают. В этом, собственно, и состоит характерное отличие глобальных облигаций. Трейдеры по GB используют уже имеющиеся клиринговые системы. Одновременно отличительные особенности

торговли GB порождают целый ряд проблем, которые можно выделить в несколько пунктов:

- Технические сложности проведения расчетов между пользователями различных торговых и депозитарных систем.
- Интервалы во времени разных часовых поясов, в которых находятся клиринговые системы.
- Отличия в процедурах урегулирования расчетов.
- Ведение торговли GB в нескольких валютах.

В каждой расчетно-клиринговой системе эти проблемы решаются по-своему:

*GB, деноминированные в долларах США.*

Операции, проводимые в секторе долларовых GB, затрагивают три клиринговые системы: система ФРС Fedwire и европейские системы Euroclear и Cedel. Сделки между пользователями системы Fedwire могут регулироваться с использованием тех же процедур, что и по операциям с ценными бумагами Минфина и федеральных агентств США. Сделки, в которых участвуют пользователи Euroclear и Cedel, могут регулироваться с помощью стандартных процедур, что действуют при расчетах по долларovým еврооблигациям. Сделки же между пользователями американской Fedwire и европейскими Euroclear или Cedel регулируются через депозитарии Morgan Guaranty Trust Co. of New York и Chase Manhattan Bank, N.A.

Когда GB передаются от продавца-пользователя Fedwire покупателю-клиенту Euroclear или Cedel, европейские клиринговые системы указывают свой депозитарий, чтобы получить обязательства через американскую систему с поставкой против платежа. Кредит по ценным бумагам появляется на следующий день по европейскому времени. Денежный дебет и проценты по облигациям накапливаются, начиная на дату в Нью-Йорке.

В варианте, если GB перемещаются в обратном порядке, от Euroclear или Cedel к Fedwire, европейские клиринговые системы инструктируют свои депозитарии о поставке облигаций покупателю-пользователю Fedwire в счет против оплаты. Изменения на счетах Euroclear и Cedel фиксируются на следующий день.

*GB, деноминированные в немецких марках.*

В случае с номиналом GB в немецких марках задействованы все четыре основные расчетно-клиринговые системы международного рынка: Euroclear, Cedel, американская Depository Trust Company (DTC) и центральный национальный депозитарий Германии Deutscher Kassenverein (DKV). GB, деноминированные в немецких марках, представлены двумя постоянными глобальными сертификатами. Один из них, находящийся в DKV, выпускается в предъявительской форме, другой глобальный сертификат зарегистрирован в форме записи на

счетах и хранится в DTC. Вместе глобальные сертификаты, представленные DKV и DTC, удостоверяют 100% всей эмиссии.

Принятые процедуры урегулирования сделок при первичном размещении GB одинаковы для пользователей каждой клиринговой системы. На вторичном рынке сделки с GB регламентируются уже правилами, установленными данной расчетно-клиринговой системой. Расчетные периоды в различных системах также не совпадают. Расчеты на Франкфуртской Фондовой Бирже через DKV проходят в течение 2 дней; сделки в пределах Euroclear и Cedel или между Euroclear, Cedel и DKV проходят в течение трех рабочих дней, если участники торгов не определили для себя иные сроки.

В DTC бумаги котируются, главным образом, в долларовом эквиваленте, но расчеты по сделкам могут проходить и в других валютах. Продажи GB, осуществленные только в пределах DTC и деноминированные в американских долларах регистрируются сразу в тот же день. Если задействован вариант, когда торговля ведется через другие валюты, расчеты проходят также день в день, но реальная оплата будет производиться уже вне DTC.

Для реализации на вторичном рынке GB пользователями DTC клиентам DKV, Euroclear или Cedel трансферт-агент удаляет ценные бумаги, с записей на счетах DTC на дату урегулирования расчетов; в DKV или Cedel счета ценных бумаг кредитуют в тот же день, а в Euroclear - только на следующий день. В аналогичной ситуации складывается с передачей прав на GB клиентами DKV, Euroclear или Cedel пользователям DTC.

#### *GB, деноминированные в японских иенах*

В отличие от других секторов рынка, сектор иеновых глобальных облигаций не располагает собственной инфраструктурой для проведения клиринговых операций. Рыночные участники обслуживаются уже существующими расчетно-клиринговыми системами: Euroclear, Cedel и DTC. Общий депозитарий Euroclear и Cedel в Токио использует возможности Euroclear, Cedel и DTC для передачи прав на ценные бумаги.

При размещении GB глобальный сертификат регистрируется в Euroclear или Cedel. Инвесторы, пользующиеся услугами DTC, предпочитают проводить операции в рамках DTC на условиях расчетов день в день (Same-Day Funds Settlement, SDFS). Те же, кто работают через Euroclear или Cedel, придерживаются правил урегулирования расчетов, которые действуют по еврооблигациям.

Аналогичная ситуация складывается на вторичном рынке. Сделки через Euroclear или Cedel проводятся в соответствии с процедурами расчетов по еврооблигациям и традиционным условиям евторынка. Транзакции между клиентами DTC проводятся с учетом правил и процедур системы SDFS.

В расчетах, где задействованы все три расчетно-клиринговые системы, действует две стадии обработки операций:

1) Для торговли в евроиенах изменение на счетах депозитариев производится после факта оплаты. Если торговля ведется в других валютах, поставка ценных бумаг может происходить при "свободных" условиях платежа. Вариант торгов в иных валютах одновременно сопровождается второй стадией обработки операции.

2) Происходит перерегистрация GB на счетах DTC после получения подтверждения оплаты из Токио.

### **Правовые характеристики глобальных облигаций Законодательство для американских инвесторов.**

Всемирный Банк реализует политику национальных правительств - учредителей Всемирного Банка, включая правительство США, которое является его самым крупным пайщиком. Этот факт объясняет многое. Соединенные Штаты оказали широкую поддержку предложенным Всемирным Банком глобальных облигаций. Новый инструмент должен был иметь высокую ликвидность на долларовом рынке, чтобы очередные займы Всемирного Банка осуществлялись через облигации, деноминированные в US\$. В связи с чем на внутреннем американском рынке GB получили широкий круг льгот и были приравнены к ценным бумагам федеральных агентств США:

➤ GB являются "освобожденными" ценными бумагами (exempted securities, ES) согласно Закону о ценных бумагах 1933 года и Закону о ценных бумагах и биржах 1934 года (Securities Act of 1933 и Securities Exchange Act of 1934). Покупка освобожденных ценных бумаг в кредит не требует внесения обычного залога.

➤ GB считаются "приемлемыми" ценными бумагами (eligible security) и рассматриваются сберегательными банками и аналогичными институтами Соединенных Штатов как надежный объект инвестиций.

➤ GB относятся к категории "обеспеченных" облигаций (collateral bonds) и могут служить дополнительным обеспечением займа на счетах Минфина США в коммерческих банках (Treasury Tax and Loan Account, TT&LA).

➤ GB могут использоваться в качестве залога для получения банками и ссудосберегательными ассоциациями США кредитов через "учетное окно" Федеральной Резервной Системы.

➤ GB по правилам ФРС, Федеральной корпорации страхования депозитов и Федерального контролера денежного обращения (Fed, Federal Deposit Insurance Corporation и Comptroller of the Currency) входят в группу рискованных активов, по которым в фондах резервируется 20% их стоимости.

### **Законодательство для немецких инвесторов.**

GB, деноминированные в DM, помимо инвесторов, диверсифицирующих свои международные портфели, приобретаются, главным образом, немецкими инвесторами. Происходит это благодаря тому, что немецкое законодательство, вслед за американским, закрепило ряд возможностей по использованию GB на внутреннем рынке:

➤ Немецким страховым компаниям разрешено вкладывать средства в GB (согласно "Deckungsstockfdhigkeit").

➤ GB могут предоставляться в качестве залога при получении ломбардных кредитов у Deutsche Bundesbank (согласно "Lombardfdhigkeit").

➤ При проведении операций репо с Deutsche Bundesbank GB можно использовать как обеспечение (согласно "Dispofdhigkeit").

### **Стандарты эмиссий глобальных облигаций.**

<b>Валюта номинала</b>	US\$	DM	Yen
<b>Объем эмиссии</b>	\$1,0 млрд. и больше	DM 2,0 млрд. и больше	Y200 млрд. и больше
<b>Срок</b>	5, 7, 10 или 30 лет	5, 7 или 10 лет	5, 7 или 10 лет
<b>Процентная ставка</b>	Фиксированная	Фиксированная	Фиксированная
<b>Временной период</b>	Полугодовой; базис 30/360 дней	Годовой; базис 30/360 дней	Полугодовой; базис реальное количество дней/365 дней
<b>Предварительная оплата</b>	Нет	Нет	Нет
<b>Форма выпуска ценной бумаги</b>	Облигации регистрируются на счетах Federal Reserve System, с дальнейшим выбором - выпуск в безналичной или предъявительской форме	Только в виде записей на счетах (Основываясь на выпуске глобальных сертификатов облигаций)	Только в виде записей на счетах (Основываясь на выпуске глобальных сертификатов облигаций)
<b>Номинал</b>	\$1000 и более	DM 5000	Y100000 и более
<b>Клиринговые расчеты</b>	Fedwire, Euroclear или Cedel	DKV, Euroclear, Cedel или DTC	Euroclear, Cedel или DTC
<b>Листинг</b>	Нью-Йорк и Люксембург	Франкфурт и Нью-Йорк	Люксембург
<b>Налоги</b>	Нет	Нет	Нет

### 13.4. Порядок эмиссии еврооблигаций

Для размещения еврооблигаций эмитент должен провести целый ряд подготовительных мероприятий. Многие из них могут не понадобиться, если эмитент заботится о своем международном имидже или имеет связи с западными партнерами. Общие затраты времени на подготовку выпуска составят от нескольких месяцев, - в случае выпуска евробондов на предъявителя по полной программе, - до нескольких недель, если выпускаются евроноты. Когда эмитент выбирает минимальный вариант евробумаг - евровекселя без обращения, то срок подготовки зависит от проведения переговоров с инвесторами.

Общие затраты на финансирование проекта выпуска евробондов на весь цикл могут достигать полутора миллионов долларов, включая комиссионные всех посредников.

Вся процедура подготовки выпуска представляет собой не единичные мероприятия, а комплексную программу, которая должна носить плановый характер и взаимно увязать все мероприятия. Такой подход позволит сократить издержки на подготовку и сделать процесс организации непрерывным.

К основным подготовительным мероприятиям относят:

1. Проведение аудита по международным стандартам. Традиционно к подобной работе привлекают одного из “большой шестерки” консультантов. Привлечение западного эксперта объясняется его известностью и солидным именем на Западе.

2. Привлечение юридической компании - консультанта к подготовке документов. Специалисты компании должны проверить соответствие учредительских документов законодательству, подготовить проспект эмиссии, составить договора с аудитором, инвестиционным банком, платежным агентом по облигациям, биржей, на которых они будут обращаться, проверят соответствие выпуска законодательству стран потенциальных инвесторов. Кроме этого, юрист может помочь в выборе техники обращения облигаций.

3. Привлечение инвестиционного банка - ведущего менеджера размещения выпусков. Чаще он же выступает и платежным агентом по облигациям. Сумма его комиссионных зависит от способа распространения эмиссии. Возможны комиссионные в процентах к объему выпуска, комиссия за собственно андеррайтинг и вознаграждение членам торговой группы(если таковая присутствует).

Критериями отбора служат не только количественные, но и качественные показатели:

- он должен иметь известное имя на Западе. Именно по этой причине выбирается зарубежный банк, а не российский.
- иметь солидный опыт размещения. Это позволит даже снизить цену заимствования при продаже еврооблигаций.

- иметь функционирующий офис в России и российское юридическое лицо, чтобы проще решать вопросы налогообложения.

4. Получение оценки мирового рейтингового агентства. Крупнейшими из них являются Standard & Poor's и Moody's. Менее именитые агентства - IBCA, Thomson BankWatch или Fitch Investor Services, будут стоить на 20-30% дешевле. Если же заем будет размещаться в отдельной стране, то достаточно будет воспользоваться услугами местного рейтингового агентства.

5. Регистрация эмиссии. Регистрация проспекта эмиссии в Минфине РФ или в ЦБ РФ, если эмитентом является банк. Поскольку в российском законодательстве процедура выхода эмитента с внешним займом никак не расписана, целесообразно оформлять его через российскую дочернюю компанию за рубежом. Подобным образом поступили Moscow Narodny Bank, ОНЭКСИМбанк и Инкомбанк (он разместил не облигации, а евровекселя).

6. Программа раскрытия информации.

7. Собственно размещение. Рассылка инвестиционным банком юридических документов, проспекта эмиссии и курсового бюллетеня, далее само размещение, которое зависит от того, насколько качественно работала все это время команда эмитента

### **13.5. Регулирование рынка евробумаг**

Изначально рынок еврооблигаций был нерегулируемым. Сделки, заключающиеся на нем, являлись результатом договоренности двух сторон без установленных правил арбитража и стандартов исполнения (улаживания) сделок. Однако в связи с необходимостью выработки правил игры в 1969 г была создана ISMA (International Securities Market Association - Ассоциация участников международных фондовых рынков - до 1991 г называлась Ассоциацией международных облигационных дилеров) и связанная с ней Международная ассоциация первичных рынков (International Primary Market Association - IPMA).

ISMA должна была стандартизировать разнообразные методы поставки и платежа, существовавшие к тому времени на международном фондовом рынке. За время своего существования ISMA разработала весьма детальную и масштабную систему регулирования, включая правила совершения сделок, улаживания сделок, этики поведения и процедур разрешения конфликтов. В начале 90-х гг в ISMA насчитывалось 866 членов, в том числе 166 из Великобритании, 138 - из Швейцарии, 57 - из Германии, 60- из Люксембурга. Штаб-квартира ISMA находится в Швейцарии, однако большая часть работы проводится в Лондоне, основном центре торговли еврооблигациями, где расположен секретариат. К 1995 году количество членов достигло 870 из 45 стран. ISMA предоставляет всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг и проводит образовательные семинары с выдачей специальных дипломов для работы на

международных фондовых рынках. Как уже упоминалось, в основном деятельность ISMA осуществляется в Лондоне (район Сити). Согласно законодательству Великобритании ISMA, с одной стороны, имеет статус признанной (зарегистрированной) биржи, а с другой стороны, признана советом по ценным бумагам и фьючерсам (SFA) международной саморегулируемой организацией, в ведении которой находится рынок евробумаг.

Профессиональные участники рынка евробумаг, действующие в Лондоне, обязаны соответствовать всем требованиям регулирующих органов этой страны, в первую очередь Управления по ценным бумагам и инвестициям и SFA.

До “Большой встряски” 1986 г практически не существовало связи между рынком еврооблигаций и Лондонской фондовой биржей. После “Большой встряски” биржа стала проявлять все больший интерес к рынку еврооблигаций. В связи с тем, что ISMA создала в обход Лондонской фондовой биржи организацию, исполняющую некоторые функции фондовой биржи по еврооблигациям (International Securities Regulatory Organization - ISRO), было принято компромиссное решение о взаимодействии Лондонской фондовой биржи и ISRO. Лондонская фондовая биржа получила еще одно название - Международная фондовая биржа (International Stock Exchange).

Многие члены ISMA возражали против подчинения Ассоциации английскому законодательству, особенно против внедрения системы TRAX (автоматизированной системы подтверждения сделки), утверждая, что она дублирует аналогичную систему ACE, разработанную Euroclear и Cedel. К апрелю 1989 г все английские члены ISMA обязаны были подключиться к системе TRAX и сообщать через нее о всех международных сделках в рамках этой ассоциации. Система обеспечивает своеобразный внутренний аудит цен дилеров. На международном уровне ISMA является аффилированным членом Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и членом Международного совета фондовых ассоциаций (International Council of Securities Associations), включающего ряд важных негосударственных регулятивных организаций. Международная ассоциация первичных рынков (IPMA) объединяет финансовых посредников, работающих на первичном рынке акций и облигаций. Важные регулирующие функции выполняют также системы Euroclear и Cedel. Начиная с 80-х гг предпринимаются усилия скоординировать деятельность государственных регулирующих органов на рынке евробумаг в рамках IOSCO. В 1987 г IOSCO учредила технический комитет, состоящий из представителей 12 стран (Австралия, Канада, Франция, Германия, Гонконг, Италия, Япония, Нидерланды, Швеция, Швейцария, США, Великобритания) с целью установления единообразия правил работы на рынке ценных бумаг, касающегося в том числе достаточности собственного капитала компаний по ценным



бумагам. IOSCO еще не обладает полномочиями Комитета Кука Банка международных расчетов (эквивалент международного регулирующего органа в банковской сфере), однако со временем может занять аналогичные позиции.

### **13.6. Торговые системы**

Необходимо строго различать торговую (трейдинговую) и расчетную (клиринговую) функции. Трейдинг представляет собой процесс торгов, когда устанавливается цена на ценные бумаги. Клиринг же является регистрацией перехода права собственности на ценные бумаги. На рынке еврооблигаций торговая и расчетная функции разделены.

Основным центром торговли стала Лондонская фондовая биржа. Вторым торговым центром является Люксембургская фондовая биржа. На рынке еврооблигаций существуют два типа посредников, через которые происходит купля-продажа. Это брокеры и маркетмейкеры. Основной функцией брокеров является сделка на заказ: формирование портфеля облигаций или скупка крупного лота бумаг. Они редко занимаются розничной торговлей. В среднем их комиссия колеблется в районе 0,0625%. Маркетмейкеры выполняют задачу стабилизации и поддержания рынка через двустороннюю котировку ряда бумаг. Они играют роль своеобразных фондовых магазинов. Маркетмейкеры в отличие от брокеров комиссию не берут, их доход складывается из разницы цен покупки и продажи. Котировка цен производится в процентах к номиналу, по нетто-стоимости, т.е. без учета накопленного купонного дохода. Типичная маржа (разница цен покупки и продажи) колеблется у уровня 0,5%. При этом минимальная величина — 0,125% складывается в период сразу после завершения эмиссии. Ближе к сроку погашения, когда еврооблигации расходятся среди широкого круга инвесторов, маржа увеличивается. Если облигации выпущены с плавающей ставкой, то маржа меньше обычного. Типовой лот еврооблигаций составляет 100 бумаг. После заключения сделки по определенной цене она должна быть зарегистрирована, теперь действие переходит к клиринговому центру.

### **13.7. Депозитарно-клиринговые системы.**

Расчеты по сделкам с еврооблигациями осуществляют две депозитарно-клиринговые системы: Euroclear и Cedel. Euroclear начал свою деятельность в 1968 г как дочерняя компания *Morgan Guaranty Trust Company* в Брюсселе и первоначально обслуживал 50 участников. В 1972 г частично с целью предотвратить возможный конфликт интересов *Morgan Guaranty* продал большую часть акций Euroclear финансовым учреждениям - пользователям системы, сохранив, однако, функции управления.

Единственный конкурент Euroclear - компания Cedel, производящая 2/3 операций от объема операций системы Euroclear. Компания основана в 1970 г 71 банком из 25 стран мира и имеет штаб-квартиру в Люксембурге.

В настоящее время Euroclear насчитывает 126 акционеров, ни один из которых не имеет свыше 3,5% капитала, и 2600 участников. Наиболее известные из них являются членами Правления организации. Число акционеров Cedel в конце 80-х гг превышало 100 (доля каждого не более 5%), ее являлись более 2800 организаций. В 1971 г обе системы создали механизм расчетов между собой, который с 1981 г был полностью компьютеризирован, а с сентября 1993 г значительно модернизирован.

Обе организации вместе с ассоциацией участников международных фондовых рынков разработали и совместно используют систему подтверждения и мэтчинга (сверки), носящую название ACE и позволяющую проводить сверку непосредственно в день совершения сделок. Фактически менее 5% всех операций сопровождается реальным перемещением ценных бумаг, остальные операции отражаются на счетах. Клиринговые дома предоставляют услуги по хранению ценных бумаг через сеть банков, действующих в качестве депозитариев. Большинство депозитариев, в свою очередь, выступают в качестве платежных агентов (paying agents to the issue) по облигациям.

В системе Euroclear все ценные бумаги находятся в открытом хранении (fungible by issue), т.е. за каждым участником записано лишь общее количество находящихся у него ценных бумаг, без индикации их серии и номера. В системе Cedel ценные бумаги могут находиться как в открытом, так и закрытом хранении

(non-fungible form). Клиринговые системы устраняют риск непоставки ценных бумаг участникам, беря на себя обязательства по их предоставлению и оплате. Важная часть операций клиринговых домов - предоставление ценных бумаг взаймы на срок до 6 мес. за счет участников системы, согласных выступить в роли кредиторов. При этом фактически заемщик и кредитор ничего не знают друг о друге. Расчеты ведутся через клиринговый дом, который выступает контрагентом в каждой сделке.

Через указанные клиринговые системы производятся расчеты с разнообразными ценными бумагами, как именными, так и предъявительскими - еврооблигациями, обычными национальными государственными и частными облигациями, евронотами, коммерческими бумагами, банковскими акцептами, акциями, депозитными сертификатами, варрантами - всего примерно в 30 валютах.

### 13.7.1. Система Euroclear

В систему Euroclear входят:

⇒английская компания Euroclear Clearance System PLC со штаб-квартирой в Цюрихе;

⇒кооператив ECSSC (Euroclear Clearance System Societe Cooperative), созданный на основе бельгийского законодательства с зарегистрированным офисом в Бельгии;

⇒собственно клиринговая система Euroclear System, предназначенная для торговли еврооблигациями; принадлежит компании Euroclear Clearance System PLC, но управляется банком Morgan Guaranty из Брюсселя;

⇒операционный центр (Euroclear Operation Centre) - специальное подразделение Morgan Guaranty в Брюсселе; все работники - служащие Morgan Guaranty.

Компания Euroclear Clearance System PLC принадлежит 126 банкам и финансовым институтам; совместно с почти всеми участниками владеет кооперативом ECSSC, который определяет основные направления политики, устанавливает размер комиссионных, принимает новых участников, определяет категории ценных бумаг, принимаемых для депонирования в систему.

Euroclear выполняет следующие виды услуг для своих клиентов:

- клиринг и расчеты по ценным бумагам (поставка против платежа). Эти услуги включают связь с системой Cedel и другими клиринговыми системами, например, германской Effektngiro;

- депозитарные услуги, т.е. хранение ценных бумаг в депозитарных банках в основных финансовых центрах. В некоторых случаях они редепонируются в национальных депозитарных системах, например, в Депозитарной доверительной компании в Нью-Йорке;

- предоставление ценных бумаг займа за счет участников системы;

- мультивалютный клиринг (в 30 различных валютах) с помощью Euroclear Operation Centre.

### 13.7.2. Система Cedel

Система Cedel - акционерное общество, членами которого являются банки и компании по ценным бумагам из более чем 20 стран мира. Cedel имеет более 50 финансовых учреждений в 21 стране мира, которые выступают в качестве депозитариев и банков-корреспондентов по расчетам в 27 валютах. Система обслуживает более 2800 клиентов из 70 стран мира, осуществляя клиринг по 50 000 различным ценным бумагам и драгоценным металлам. В целом услуги, предоставляемые системой Cedel, аналогичны предоставляемым системой Euroclear.

Группа Cedel создавалась с 1970 г. на основе 66 международных финансовых организаций как клиринговая организация, чья цель была в минимизации рисков зарубежной торговли ценными бумагами, особенно на возникающем рынке еврообязательств. 1 января 1995 г., была создана новая корпоративная структура, получившая название *Cedel International* включающая в себя пять международных филиалов. Эти филиалы представляют собой отделения Cedel-Банка (ему был присвоен рейтинг A1+ как агентством IBCA, так и Standard and Poor's ), который поддерживает основные функции: клиринговую, депозитарную и информационное обслуживание Cedel. Группа Cedel сегодня насчитывает около 700 специалистов, работающих в Главном офисе группы в Люксембурге; имеются также представительства в Дубае , Гонконге, Лондоне, Нью-Йорке и Токио. В группе работают специалисты 29 национальностей, что тождественно отражает разнообразие международных клиентов группы. В торговой системе каждый рабочий день оборачивается ценных бумаг более чем 45 миллиардов долларов США и сверх 1 триллиона ценных бумаг клиентов хранится в депозитарии. Многие разнообразные услуги, которые предлагаются, включают в себя операции с бумагами сотен эмитентов. Также группа кредитует под залог ценных бумаг, осуществляет гибкое финансирование и управление денежными активами. Cedel-Банк регулируется Центральным Банком Люксембурга.

### 13.8. Инвестиционные банки

Инвестиционные банки начали появляться в Америке после кризиса 1929 года. Тогда американская комиссия по ценным бумагам (SEC) решила отделить инвестиционную деятельность банков от коммерческой. Это решение было связано с банковским крахом, который случился как раз из-за того, банки направляли привлеченные ими средства в корпоративные ценные бумаги, а это довольно рискованное занятие . Коммерческим банкам SEC запретила это делать, зато разрешила инвестиционным - с тем чтобы клиент точно себе представлял, где он будет зарабатывать или проигрывать свой капитал.

И действительно, до сих пор всякая передача средств инвестора в управление инвестиционные банку оформляется двусторонним соглашением, в котором, четко описаны направления вложения и подразумевается, что инвестор ознакомлен с рисками. Надо заметить, что в европейских странах инвестиционная деятельность банков не стали законодательно отделять от коммерческой, и поэтому там до сих пор действуют универсальные банки. Хотя в последнее время банки сами пытаются отделить инвестиционную деятельность от коммерческой. Так, например, Deutsche Bank приобрел классический инвестиционный банк Morgan Grenfell, ныне Deutsche Morgan Grenfell, в который была перенесена деятельность, связанная с ценными бумагами. Главной движущей силой этих разделений является принципиальная разница в круге клиентов коммерческого и инвестиционных банков, в их запросах и соответственно наборах предоставляемых услуг.

Частные организации и государственные органы при эмиссии ценных бумаг в подавляющем большинстве случаев прибегают к услугам третьих лиц. И, как правило, посредниками в этих случаях выступают банки, как институты, имеющие наибольший опыт и возможности для этого рода деятельности.

Это объясняется следующими моментами:

Во-первых, фактор доверия к банку. Если банки пользуются доверием у своих клиентов, то это доверие, как правило, клиенты переносят и на ценные бумаги, размещаемые банком. Лица, заинтересованные в инвестициях, вправе надеяться, что банк не предложит им сомнительные ценные бумаги. Посредничество банка должно служить гарантией как добросовестности эмитента, так и соответствия эмиссии действующему законодательству и правилам, принятым на рынке ценных бумаг.

Однако здесь надо иметь в виду, что не всегда имена крупных банков, выступающих организаторами размещения ценных бумаг эмитентов, являются полной гарантией солидности ценных бумаг. Как показывает мировая практика, в период кризисов банки зарабатывали на размещении малоценных бумаг солидные доходы, а инвесторы, купившие эти ценные бумаги, несли значительные убытки из-за падения их курса.

Эмитенты ценных бумаг, гаранты их выпуска и инвестиционные институты, производящие по согласованию с эмитентом продажу ценных бумаг их первым владельцам, несут ответственность за достоверность информации, сообщаемой в проспекте эмиссии.

Во-вторых, банки располагают достаточной информацией и квалифицированным персоналом, что позволяет им оперативно и адекватно оценивать ситуацию, складывающуюся на рынке.

В-третьих, банку легче организовать успешное размещение ценных бумаг эмитентов, поскольку он использует сеть своих отделений и филиалов, что позволяет расширить число инвесторов.

При осуществлении посредничества между эмитентами и инвесторами, банк нацелен на получение максимально возможной прибыли.

Эмитент и банк, выступающий организатором выпуска ценных бумаг эмитента, производящий по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг их первым владельцам, обязаны обеспечить им равные ценовые условия для приобретения бумаг (цена всех бумаг одного выпуска при их продаже первым владельцам должна быть одина).

Для совместной организации выпуска ценных бумаг одного эмитента, банки и другие инвестиционные институты могут создавать временные объединения - консорциумы или синдикаты.

Порядок взаимодействия инвестиционных институтов в рамках консорциума (синдиката) определяется многосторонним соглашением. Это соглашение устанавливает цели консорциума (синдиката), состав его участников, руководство консорциума (синдиката), порядок распределения прибылей и убытков, ответственность участников консорциума (синдиката) и продолжительность его действия. Цели консорциума (синдиката) могут включать в себя не только выпуск и первичное размещение ценных бумаг, но и введение их в биржевой оборот, поддержание их курса и т.д. Порядок взаимодействия эмитента и консорциума (синдиката) определяется в соглашении между эмитентом и головным институтом временного объединения. После достижения целей, установленных консорциальным соглашением, консорциум (синдикат) может быть распущен. Однако, если в консорциальное соглашение включаются долгосрочные цели, то роспуск консорциума может быть не обязательным.

Синдикат может заняться технической стороной размещения эмиссии, т.е. продавать ценные бумаги от имени эмитента сторонним инвесторам без принятия на себя обязательств по выкупу нераспределенной части выпуска. В этом случае эмитент получает стоимость ценных бумаг по мере их оплаты инвесторами. Эти синдикаты могут действовать как по принципу раздельного счета (или т.н. “западного счета”), так и по принципу нераздельного счета (“восточного счета”).

Первый принцип является более распространенным. В этом случае члены синдиката несут раздельную ответственность в пределах своего участия в синдикате и выделенной им доли выпуска. Например, фирма, участие которой в синдикате составляет 5%, при выпуске бумаг на сумму 20 млн. долл., несет ответственность за продажу бумаг только на 1 млн. долл. и не отвечает за другие непроданные бумаги. Соответственно, не получает она и никакой прибыли от продажи бумаг другим членам синдиката.

Второй принцип предусматривает, что каждый член синдиката несет ответственность как за свою долю, так и за долю других членов синдиката. Это можно проиллюстрировать на том же примере: если член

синдиката берет на себя обязательство реализовать 5 % нового выпуска на сумму 20 млн. долл., то он несет ответственность за продажу бумаг на 1 млн.долл., но даже если он свое обязательство выполнит и перевыполнит, продолжает нести ответственность за невыполнение обязательств другими членами синдиката. Таким образом, если не удалось продать часть ценных бумаг - скажем, на 2 млн. долл. - этот член синдиката будет нести ответственность на 5% из этой суммы (т.е. в размере 100 тыс.долл).

Если головной банк эмиссионного синдиката (менеджер синдиката) решит, что синдикат не в состоянии продать весь новый выпуск самостоятельно, он может сформировать так называемую “группу по продаже” для оказания помощи в размещении нового выпуска. Члены такой группы, в отличие от членов эмиссионного синдиката, не покупают ценные бумаги, т.е. не принимают на себя никакой финансовой ответственности. Но каждый из них дает обещание за оговоренный ранее процент прибыли.

Во всех указанных случаях деятельность консорциума (синдиката) регулируется с одной стороны, многосторонним соглашением между банками-членами консорциума (синдиката), а с другой - соглашением между эмитентом ценных бумаг и головным инвестиционным институтом временного объединения.

Эмиссия ценных бумаг по поручению эмитента осуществляется в три этапа:

- 1 этап - подготовка эмиссии;
- 2 этап - прием и выкуп ценных бумаг у эмитента;
- 3 этап - размещение ценных бумаг среди инвесторов.

В процессе подготовки эмиссии коммерческие банки осуществляют следующие действия:

- переговоры с эмитентом о виде, объеме и условиях эмиссии;
- заключение соглашения с эмитентом ценных бумаг.

Банки, принимая на себя эмиссию ценных бумаг, изучают:

- правовую сторону операции - право общества выпустить данные ценные бумаги, полномочия лиц, выпускающих бумаги;
- экономическую сторону - цель выпуска, экономическое состояние эмитента;
- техническую сторону - если речь идет о каком-либо промышленном обществе.

Для этого банки в своей структуре должны иметь специальные департаменты - экономические, технические, юридические. Как правило, в мировой практике банки, занимающиеся эмиссией ценных бумаг, имеют следующую структуру. Выделяются определенные группы ценных бумаг (нефтяные, металлургические и т.д.) или ценных бумаг

определенных стран. Экономический отдел банка собирает всю экономическую информацию, материалы по отдельным эмиссиям, обществам, государствам. Бухгалтеры анализируют балансы общества. Экономический и технический (инженерный) отделы не ограничиваются только анализом состояния действующих обществ, предполагающих осуществлять выпуск ценных бумаг. В их задачу входит также изучение объектов для организации новых обществ. Специальный отдел занимается непосредственно эмиссией ценных бумаг. В ряде обществ банк имеет своих представителей.

Банки, занимающиеся эмиссией ценных бумаг, должны вести картотеку клиентов, имеющих у них в депо ценные бумаги или принимавшие участие в подписке на какие-либо ценные бумаги. Картотека помогает банкам при размещении нового выпуска акций или облигаций. Она показывает, какими ценными бумагами интересовался клиент. Такая же картотека должна вестись и по отдельным ценным бумагам.

Интересным представляется пример эмиссионной деятельности банков Англии. После кризиса 1929-1933 годов депозитные банки во главе с Банком Англии организовали специальное общество, задачей которого явилась выработка плана реорганизации промышленности и снабжение средствами соответствующих промышленных предприятий для проведения в жизнь плана по реорганизации. Новое общество приняло на себя функции эмиссионных домов по выпуску акций и облигаций реорганизуемых предприятий, главным образом в депрессивных отраслях - в судостроительной, текстильной, сталелитейной промышленности.

Заключение соглашения с эмитентом ценных бумаг. В этом соглашении может быть предусмотрено обязательство банка или консорциума, размещающего ценные бумаги эмитента, по вводу ценных бумаг в биржевую торговлю, по организации тиражей погашения по ценным бумагам с фиксированным процентом, выплаты доходов инвесторам, а также поддержание стабильности курса ценных бумаг.

Прием и выкуп ценных бумаг у эмитента. В эмиссионном соглашении устанавливается способ передачи ценных бумаг от эмитента банку или консорциуму (синдикату) с участием банка. Такими способами в соответствии с действующими правилами могут быть следующие:

1) **Полный выкуп**, т. н. Купленная сделка, т.е. организация инвестиционным банком выпуска ценных бумаг с гарантией их покупки по фиксированной цене их размещения (чаще всего по облигациям, резервным обязательствам и простым акциям). Эта процедура появилась в США в 1991 г.



Механизм “купленной сделки” следующий. Ведущий менеджер или группа менеджеров предлагают потенциальному эмитенту выдать обязательства купить определенное количество ценных бумаг с определенным процентом дохода и сроком погашения по оговоренной цене. Эмитент акцептует или отклоняет данное предложение. Если предложение акцептуется, то это означает, что инвестиционный банк заключает “купленную сделку”. Он может продать ценные бумаги другим инвестиционным банкам для распределения между их клиентами и \или распределить ценные бумаги между своими клиентами, и в таких случаях риск потери капитала в “купленных сделках” не так высок.

2) **Частичный выпуск** (распространение с гарантией выкупа). В этом случае банк выкупает лишь часть эмиссии и гарантирует выкуп за свой счет недоразмещенный им среди инвесторов в течение оговоренного срока остаток эмиссии.

3) **Размещение через удовлетворение лучших заявок** на покупку, гарантии полного выкупа нет (Best Efforts Issue). В этом случае эмитент заявляет условия выпуска и определяет пакеты ценных бумаг, предложенных для начального выпуска. Форма аукциона объявляется по определенным ценным бумагам, чаще всего это муниципальные облигации. В более общем виде это конкурентные заявки, т.е. метод эмиссии ценных бумаг, при котором право на организацию займа (контракт гарантии) получает банк, предложивший лучшие условия. В заявке указывается обычно цена и количество ценных бумаг.

4) **Посредничество при продаже ценных бумаг** (распространение без гарантии выкупа). Банк принимает ценные бумаги на комиссию и размещает их от имени и за счет эмитента, но недораспространенную часть выпуска сам не выкупает.

5) **Право отзыва эмиссии** (All or Nothing). Если не удастся разместить весь выпуск, то он отзывается.

Размещение ценных бумаг осуществляется в закрытой или открытой форме.

Закрытое (частное) размещение проходит без привлечения инвестиционных компаний.

Открытое (публичное) размещение поводится среди неограниченного круга инвесторов с публичным объявлением, проведением рекламной кампании и регистрацией проспекта эмиссии. На практике могут применяться следующие формы открытого размещения ценных бумаг.

### Открытая подписка

При таком способе размещение ценных бумаг инвестиционная компания или временное объединение - консорциум (синдикат) публикует зарегистрированный проспект эмиссии, в котором потенциальным инвесторам предлагается направить банкам эмиссионного консорциума в определенные сроки заявки на приобретение акций или облигаций. По истечении этих сроков подсчитывается количество запрошенных инвесторами ценных бумаг и осуществляется их распределение. В распределение поступают ценные бумаги, выделенные консорциуму. Если число превысило объем эмиссии, то подписчики получают меньше ценных бумаг.

### Конкурсная подписка

При этом способе размещения ценных бумаг курс размещения или цена, по которой инвесторы могут приобрести ценные бумаги заранее не фиксируется. Инвесторам предлагается возможность внести свои предложения относительно курса. Окончательный курс рассчитывается на основе анализа этих предложений.

Инвестиционные банки могут выдавать гарантии по размещению ценных бумаг в пользу третьих лиц. Это своего рода страхование риска инвестиционных компаний или эмиссионных консорциумов (синдикатов), занимающихся размещением ценных бумаг.

Банки, выступающие гарантами при эмиссии ценных бумаг, гарантируют эмиссионному консорциуму или инвестиционной компании (в том числе другому банку) , проводящим размещение ценных бумаг, что если заем не будет размещен, они примут их на себя по обусловленному курсу. Если же заем будет размещен, то они получают комиссию и вознаграждение за свой риск.

**Организация эмиссии.** Типовую схему выпуска еврооблигаций можно разбить на следующие пункты:

1. Объявление об еврооблигационной эмиссии.
2. Период подписки. В это же время существует т. н. “серый рынок”, приблизительно 7-10 дней.
3. Завершение подготовки эмиссионных документов.
4. Стабилизация синдиката, около двух недель.
5. Расчет инвестиционных банков с эмитентом.

Подготовка перед объявлением эмиссии занимает около двух недель. Это время посвящается переговорам и составлению предварительных документов. Обсуждаются цена размещения, объем эмиссии, ее купонные выплаты. Кроме варианта “купленной сделки” все договоренности остаются предварительными до даты подписания

документов (offering day). За этот срок заключаются соглашения с доверительным фондом, фискальным агентом и, если еврооблигации будут регистрироваться на бирже, агента по регистрации (listing agent). В это же время ведется работа по подготовке проспекта эмиссии для рассылки предложений будущим членам синдиката. Этот документ носит название “Предварительный проспект” или иногда его еще называют на профессиональном жаргоне “копченая сельдь”(red herring). Он представляет собой предварительное сообщение, содержащее подробное описание готовящейся эмиссии, которая еще не зарегистрирована и не может быть размещена. В проспекте дается описание заемщика, его история, заключение аудитора, финансовый отчет и т. д. Помимо этого в проспекте приводятся приблизительные условия размещения: цена, ставка, срок обращения.

Ведущий менеджер размещения еврооблигаций организует группу по размещению и составляет список потенциальных участников синдиката. В день объявления рассылаются пресс-релизы и пригласительные факсы к участникам синдиката. При этом им предлагают несколько дней (7-10 дней) для принятия окончательного решения. Потенциальным участникам синдиката высылают формы документов, которые им надлежит заполнить. Если заемщик недостаточно известен, то он организует поездки по деловым финансовым центрам с программой раскрытия информации.

В течение периода времени, когда потенциальная группа продавцов проявляет свою готовность принять участие в размещении существует неопределенность в окончательных условиях размещения. Такое состояние носит название “серый рынок” (gray market). Хотя еврооблигации еще не существуют, на них заключаются уже форвардные контракты. Серый рынок возник с 1977 года. Его участники спекулируют на будущем спросе. Серый рынок во многом позволяет определить конечную цену размещения. С 1978 году благодаря усилиям финансиста Сэнли Росса цены серого рынка публикуются через систему Reuters. Более свободный доступ к информации о ценах возможен с 1982 года через широкие публикации брокерской фирмы “Ги Батлер”.

В процессе происходящего действия ведущий менеджер размещения заводит книгу синдиката, в которой регистрирует спрос на предлагаемые еврооблигации. Как только таким образом определяются основные параметры эмиссии, ведущий менеджер размещения приблизительно рассчитывает распределение еврооблигаций между членами синдиката. В конце подписного периода определяются окончательные условия контракта между эмитентом и андеррайтерами займа. В назначенный день банки соглашаются или не соглашаются принять участие в размещении. День, когда документы подписаны носит

название “Дата предложения” (offering date), т. е. еврооблигации предложены и они становятся доступны для публичной продажи первый раз. После заключения соглашения публикуется в печати (обычно в Financial Times) объявление с предложением широкому кругу инвесторов купить ценные бумаги (final offering circular). В нем кроме данных проспекта содержится информация о главных должностных лицах эмитента и о направлении размещения полученных средств. Ведущий менеджер размещения еврооблигаций объявляет группе по размещению о количестве продаваемых бумаг.

Время после начала размещения бумаг носит название “стабилизационный период”. Стабилизация представляет собой систему мер, которые предпринимает ведущий менеджер размещения для стабилизации цен на облигации. В период подписки ведущий менеджер проводит конференции с членами синдиката и определяет цену подписки и спрэд (например, 1,2%). Цена, по которой члены синдиката будут продавать еврооблигации носит название “цена предложения синдиката” (syndicate bid). После завершения эмиссии ведущий менеджер размещения обязан поддерживать стабильный уровень цен.

В конце стабилизационного периода, который заканчивается “днем закрытия” (closing day) члены синдиката перечисляют денежные средства на банковский депозит, открытый ведущим менеджером размещения. Счета инвесторов дебетуются, а заемщика - кредитуются. В финансовых изданиях публикуется рекламное объявление о завершении первичной подписки. На профессиональном жаргоне оно звучит как “могильная плита”(tombstone). В нем содержится информация с кратким описанием эмиссии и прилагается список андеррайтеров. После этого синдикат распускается. По желанию инвесторов через 90 дней им могут быть переданы сертификаты еврооблигаций. До этого существует только глобальный сертификат (global bond).

## 14. Депозитарные расписки

**Американская депозитарная расписка** (*American Depository Receipt, ADR*) представляет собой обращаемую на американском фондовом рынке производную ценную бумагу (сертификат), выпускаемую под депонированные в банке США акции неамериканских эмитентов. За владельцами американских депозитарных расписок сохраняются права на получение дивидендов и прироста курсовой стоимости. Вместо покупки акций иностранных компаний за рубежом резиденты могут приобретать акций в форме ADR.

**Глобальная депозитарная расписка** (*Global Depository Receipt, GDR*) представляет собой депозитарный сертификат, подтверждающий право на акции иностранной компании, которые имеют хождение во всех странах мира. Если американская депозитарная расписка дает право иностранным компаниям продавать свои акции на американском фондовом рынке, то глобальная депозитарная расписка позволяет предприятиям Европы, Азии, Латинской Америки продавать акции на многих международных рынках. Наибольшее распространение GDR получили на европейских фондовых рынках. Большая часть операций с GDR приходится на электронную систему информации о ценах Лондонской Фондовой Биржи. Преимущество GDR для эмитента состоит в том, что он может привлекать капитал не только на внутреннем или американском фондовом рынке, но и на многих мировых рынках капитала. Удобства GDR для инвесторов на практике соответствуют преимуществам ADR.

Целью выпуска АДР, как правило, является облегчение доступа эмитента к самому большому и развитому рынку капиталов - американскому. И если многие американские банки и пенсионные фонды в соответствии со своими уставами не имеют права приобретать ценные бумаги неамериканских эмитентов, то приобретение АДР для формирования портфеля вполне допустимо. Для американского инвестора АДР привлекательны еще и тем, что не прямые расходы на покупку неамериканских акций часто выше за рубежом, чем в США. К тому же дивиденды по АДР выплачиваются в долларах. Акционерному обществу дополнительной пользой от выпуска АДР послужит обычное в таких случаях повышение ликвидности акций на местном фондовом рынке.

Виды и название депозитарных расписок соответствуют процедуре и программам подготовки эмиссии. Всего существует шесть принципиальных видов программ выпуска АДР:

- неспонсируемые;
- спонсируемые уровнями 1,2,3;
- выпущенные согласно "правилу 144А"(РАДР);
- глобальные депозитарные расписки (ГДР).

Отметим, что уровень депозитарной расписки на одни и те же акции может быть повышен путем прохождения соответствующей процедуры. При этом не требуется прекращать осуществленные ранее программы.

Развитие цивилизованных финансовых отношений в России тесно связано с развитием мирового рынка капиталов. Примером мобилизации инвестиций, одним из способов привлечения капитала российскими компаниями может служить выпуск депозитарных расписок на российские ценные бумаги.

Среди инструментов фондового рынка, вызывающих пристальный интерес крупнейших российских эмитентов, занимают американские депозитарные расписки (ADR) - свободно обращающиеся производные ценные бумаги (сертификаты), выпущенные американским депозитарным банком на акции иностранной компании, и глобальные депозитарные расписки (GDR). Законодательство США запрещает свободное хождение в стране ценных бумаг нерезидентов. По американским законам любой иностранный инвестор выходит на американский рынок только через американские депозитарные расписки, а не напрямую выбрасывает на рынок свои акции. Если бы свои акции продавал сам российский эмитент, то ему потребовалось бы разрешение Центробанка на экспорт капитала.

#### **14.1. Виды депозитарных расписок**

Существует два вида DR - спонсируемые и неспонсируемые.

Выпуск неспонсируемых ADR может быть осуществлен только по имеющимся в обращении акциям эмитента. Он инициируется акционером (или группой акционеров) и не контролируется эмитентом. Данный вид ADR имеет как достоинства, так и недостатки. Положительным является то, что требования Комиссии по ценным бумагам США (SEC) по предоставлению финансовой отчетности о деятельности эмитента, на чьи акции будет производиться выпуск ADR, минимальны.

При регистрации неспонсируемых ADR Комиссия требует предоставления документов, подтверждающих лишь соответствие деятельности акционерного общества законодательству, действующему в стране эмитента. Торговля неспонсируемыми ADR осуществляется только на внебиржевом рынке (Over-the-counter Market) через "Бюллетень Борд" Национальной ассоциации дилеров фондового рынка, а также ежедневный справочник "Розовые страницы". Указанные ценные бумаги не могут котироваться на биржах США.

Торговля неспонсируемыми ADR ведется путем обмена информацией и заключения сделок по телефону.

Выпуск же спонсируемых ADR производится по инициативе самого эмитента и может осуществляться как на уже выпущенные акции, так и на акции новых эмиссий в зависимости от уровня ADR.

## 14.2. Уровни спонсируемых ADR

Спонсируемые ADR могут быть четырех уровней в зависимости от того, выпускаются они за счет новой эмиссии компании (первичное размещение) или же за счет акций, находящихся в обращении на вторичном рынке страны-эмитента.

Стандартные правила или программы спонсируемых депозитарных расписок разрабатываются SEC и подразделяются на три уровня. *Первый уровень* является для эмитента наиболее простым способом выхода на американский и другие фондовые рынки. Требуется только, чтобы выпуск акций и сама деятельность эмитента соответствовали законам страны эмитента. Заполняется форма отчетности F-6 для SEC. Ценные бумаги могут быть конвертированы в расписки лишь спустя 40 дней после их первичного размещения в России. Эти расписки не котируются на крупнейших биржах США (NYSE, ASE), имеющих чрезвычайно жесткие стандарты листинга, а обращаются на внебиржевом рынке (например, в американской системе NASDAQ). Первый уровень допускает выпуск расписок лишь на уже находящиеся во вторичном обращении ЦБ. Этот рынок - самый быстроразвивающийся сегмент рынка депозитарных расписок. Среди 850 ныне существующих программ абсолютное большинство относится к программам первого уровня.

Торговать спонсируемыми расписками ADR первого уровня можно, только включив их в "Розовые страницы" (Pink Sheets) - ежедневный бюллетень, в котором публикуются цены внебиржевого рынка (Over-the-Counter Market). Этот бюллетень издает National Quotation Bureau. В нем собраны заявки спроса и предложения акций, обращающихся на OTC-market.

Нельзя не отметить, что выпускаемые, в том числе российскими предприятиями, АДР первого уровня дают их владельцам право работать на американском фондовом рынке, обладать всеми правами акционера и даже получать дивиденды, но имеют ограничения по надежности (из-за неполного предоставления эмитентом бухгалтерской отчетности), а также не допущены к торгам на биржевом рынке и не могут быть рекомендованы основным инвесторам на американском рынке - паевым взаимным фондам.

Торги такими расписками осуществляются в так называемой электронной доске объявлений, которая не имеет клиринга, и выставяемые в ней цены являются индикативными. Это затрудняет проведение торгов - оператор может не подтвердить совершение сделки по выставленной котировке, однако это не уменьшает интерес к российским бумагам.

*Второй уровень* спонсируемых ADR предполагает листинг расписок на одной из фондовых бирж США и требует предоставления в

Комиссию по ценным бумагам части финансовой отчетности эмитента по стандартам, принятым в США (US GAAP - Generally Accepted Accounting Principles). Ко второму уровню допускаются эмитенты, которые, как правило, могут более полно, чем того требует законодательство их страны, раскрыть информацию о себе и о своей деятельности. Эмитент заполняет формы отчетности F-6 и F-20 SEC. В ряде случаев SEC может снизить и принять документы, частично не соответствующие стандартам, однако тогда требуется детальное описание различий между GAAP и стандартами финансовой отчетности в стране эмитента. ADR этого уровня могут быть допущены к листингу на любой из трех ведущих бирж США - NASDAQ, NYSE, AMEX.

Эмитент может также выпустить расписки на ценные бумаги, которые проходят только первичное размещение. Это ADR третьего уровня, которые делятся на распространяемые по публичной подписке (public offering) и так называемые "ограниченные" ADR, которые разрешено размещать лишь среди ограниченного круга инвесторов - компаний, имеющих статус QIB (Qualified Institutional Buyer), то есть высококвалифицированных инвесторов, аналитические службы которых в состоянии самостоятельно провести исследование того или иного эмитента.

Программа ADR *третьего уровня* позволяет иностранному эмитенту публично размещать депозитарные расписки и иметь широчайший доступ к американским инвесторам всех уровней. Эта программа позволяет иностранному эмитенту получать прямые капиталовложения в твердой валюте. Торговля разрешается на любой фондовой бирже. Для этого в SEC необходимо представить полный комплект документов в форме GAAP, предусмотренный для всех прочих американских акций, проходящих первичное размещение. К этому следует добавить, что ADR предварительно должны зарекомендовать себя на какой-нибудь из американских бирж.

### **14.3. Механизм действия**

Расписки могут быть выпущены, если инвесторы в США намерены вложить средства в иностранную компанию. В этом случае инвесторы поручают своим брокерам покупать интересующие их акции. Те приобретают акции либо через свои отделения за границей, либо через местных брокеров на рынке эмитента. После этого они доставляются в банк-хранитель, который сразу обязан оповестить депозитарий. Последний выпускает ADR и доставляет их брокеру, инициировавшему транзакцию, а брокер передает их инвестору.

С момента выпуска депозитарные расписки поступают в свободное обращение на американском внебиржевом рынке или на фондовой бирже, если на то получено согласие Федеральной комиссии по ценным бумагам и биржам США.



У депозитарных расписок есть ряд особенностей. Во-первых, сертификат АДР поступает в депозитарий, а акции, находящиеся в банке-хранителе, расдепонируются в стране эмитента и могут быть пущены в обращение. Во-вторых, держатель расписки в любой момент имеет право потребовать поставку обыкновенных акций. Кроме того, в соответствии с сертификатом АДР банк-депозитарий имеет определенные обязательства эмитента в отношении дивидендов, участия держателей АДР в собраниях акционеров и так далее.

При совершении сделки для конвертации акций в ADR следует провести цепочку операций. Вначале покупаются обыкновенные акции, причем в качестве конечного владельца будущего пакета называется американская компания-контрагент. Приобретенные бумаги сразу же зачисляются из реестра на счет «депо» в Citybank, Bank of New York или JP Morgan. Там они конвертируются в американские депозитарные расписки и переводятся на любые депосчета по требованиям владельцев. (В настоящее время в мире действует свыше тысячи программ АДР для эмитентов из более чем 60 стран мира. и безусловным лидером на мировом рынке является девятый по величине банк США - Bank of New York.)

#### **14.4. Выпуск расписок**

- Инвестор дает распоряжение брокеру в Нью-Йорке купить расписки.
- Нью-йоркский брокер дает распоряжение брокеру страны происхождения эмитента (СПЭ) на покупку эквивалентного количества ценных бумаг.
  - Брокер СПЭ покупает ценные бумаги на местной бирже.
  - Ценные бумаги депонируются в депозитарий-домицилиант.
  - Депозитарий-домицилиант кредитует ценные бумаги на счет депозитария Bank of New York.
  - Депозитарий Bank of New York выпускает ADR и доставляет их нью-йоркскому брокеру через регистрационно-клиринговый центр Depository Trust Company (DTC). Таким образом, Bank of New York выступает в роли банка-эмитента.
  - DTC кредитует ADR на счет брокера для дальнейшей продажи инвестору.

Банк-эмитент не отвечает за финансовое благополучие российского эмитента, таким образом, в случае ухудшения состояния российских предприятий пострадают прежде всего владельцы расписок, а не эмитирующий расписки банк.

Передача права собственности на данные ценные бумаги от одного американского держателя к другому осуществляется посредством передачи сертификата ADR. Для этого американский инвестор связывается с брокером и дает ему поручение либо купить для него расписки ADR, либо продать принадлежащие ему расписки. Это так называемая операция по купле-продаже существующих на фондовом рынке Соединенных Штатов расписок, составляющая 90 процентов всех операций. Остальные 10 процентов приходятся на покупку новых ценных бумаг иностранных эмитентов, размещение их в депозитариях и выпуск новых расписок.

Субъектами операций по депозитарным распискам являются "розничные" покупатели, институциональные инвесторы, арбитражные посредники и брокеры. Примерно 15-20% рынка депозитарных расписок приходится на мелких инвесторов. Остальная часть - на финансовые институты и брокеров.

#### **14.5. Преимущества для инвесторов**

ADR помогают инвесторам обойти такие сложности, как политический риск в ряде стран, неразвитость инфраструктуры, нехватка информации, плохое знание местной специфики и другие. Депозитарные расписки предоставляют их покупателям определенные гарантии, в частности, они:

- обычно котируются в долларах США;
- ликвидны в той же мере, что и ценные бумаги, на основе которых они выпущены;
- помогают преодолеть законодательные ограничения, встающие перед паевыми (взаимными), пенсионными фондами и другими институциональными инвесторами при покупке и последующих операциях с ЦБ иностранных эмитентов.

Главным привлекательным фактором ADR для крупных иностранных инвесторов является возможность покупки этих бумаг вместо акций. Ведь можно не только получать прибыль за счет разницы котировок на американском рынке или между российскими и немецким рынками, но приобретать акции для участия в уставном капитале той или иной компании, образно выражаясь, не выходя из офиса.

Привлекательная особенность депозитарных расписок заключается в том, что их оформление и передача осуществляется в той же системе и в то же время, что и остальных ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке США.

## 14.6. Преимущества для эмитента

Выпуск АДР может помочь акционерному обществу определить рыночную стоимость своих акций. Знать ее необходимо, поскольку все российские активы сильно недооценены (общая капитализация российского фондового рынка сравнима с оборотом торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже за несколько месяцев - ежемесячный объем торгов на NYSE находился на уровне \$10-15 млрд. Рыночная капитализация 2673 компаний, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, стремится к \$10 трлн.), порой дисконт достигает 90 и более процентов.

АДР не только помогают компаниям-эмитентам выйти на зарубежный рынок, но и повысить ликвидность своих акций, преодолеть правовые ограничения на непосредственное владение акциями, реализовать налоговые преимущества и расширить состав потенциальных инвесторов, в особенности из числа институциональных. Компания, выпустившая депозитарные расписки, получает и косвенные выгоды, так как их успешное размещение повышает ее престиж и укрепляет доверие со стороны партнеров, потребителей и инвесторов. Безусловно положительно влияют котировки АДР/ГДР на цены российских ценных бумаг.

АДР под обыкновенные акции "ЛУКойла" имеют хождение на западных рынках с начала 1996 года. За прошедшее время западными инвесторами приобретено более 20% акций "ЛУКойла". Активная торговля АДР, а также возможность свободной конвертации акций компании в расписки и наоборот сыграли не последнюю роль в росте цен на бумаги "ЛУКойла". Если год назад котировки акций нефтяной компании в РТС составляли порядка 4 долл., то сейчас они перевалили за 15 долл.

Еще сильнее в 1996 году выросли в цене привилегированные акции "ЛУКойла" - с 0,91 до 11,69 долл. Известие о выпуске АДР на эти бумаги вызвало резкий скачок цен буквально за несколько часов. По сравнению со средой котировки "ЛУКойла" увеличились на 20% и достигли исторических высот 13 февраля днем. Привилегированные акции нефтяной компании предлагались к продаже за 13,15 долл. При этом значительно уменьшился спред (разница между предложениями на покупку и продажу) - с 1,3% до 0,3%, что говорит о повышении ликвидности этих бумаг.

Привилегированные акции составляют 9,10% от уставного капитала "ЛУКойла", или 65,01 млн. штук. Программа АДР первого уровня не предполагает каких-либо ограничений на число акций,

которые могут быть конвертированы в расписки (каждая расписка соответствует двум акциям).

Таким образом, группа финансовых инструментов "ЛУКОЙла" пополняется еще одним. Ранее компания использовала, помимо ADR на обычные акции, также конвертируемые облигации. Кроме того, в этом году НК планирует разместить свои акции в виде GDR (глобальные депозитарные расписки) на Лондонской бирже, в виде ADR третьего уровня на Нью-Йоркской бирже, а также использовать опционы для размещения 4,5% акций на внутреннем рынке.

Депозитарные расписки позволяют иностранным эмитентам привлечь к себе внимание и капитал американского фондового рынка, а также появляется возможность привлечь средства сотрудников американских филиалов компании для инвестиций в материнскую.

#### **14.7. Роль американского депозитария**

Ценные бумаги иностранного эмитента помещаются в депозитарий (custodian bank), расположенный в стране происхождения эмитента и выбранный американским депозитарием специально для хранения ценных бумаг иностранного эмитента. Лидерами в выпуске ADR на мировом рынке являются Bank of New York (47%), Citibank (24%), Morgan Guaranty (подразделение банка JP Morgan) (28%).

Депозитарий играет тройную роль. Во-первых, он выступает хранителем - выпускает депозитарные расписки на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента и в случае возврата депозитарных расписок держателем в депозитарий передает депонированные бумаги иностранного эмитента брокеру в стране происхождения эмитента для продажи на фондовом рынке. Во-вторых, - это агент и регистратор - оформляет операции по ADR, ведет реестр держателей расписок, выплачивает дивиденды, выступает агентом по доверенности. В-третьих, - администратор - помогает в структурировании программы выпуска ADR для быстрого продвижения программы, помогает обеспечить соответствие программы нормативным требованиям, является центром всех операций по ADR.

ADR эмитируются депозитарием, но он не признается их эмитентом. Эмитентом ADR является юридическое лицо, созданное в силу соглашения о выпуске ADR. А депозитарий может подписать RS (регистрационное заявление) в интересах такого лица, но сам не признается эмитентом или лицом, контролирующим эмитента.

Такое положение сложилось исторически: поскольку депозитарии в большинстве случаев являются банками, признание их эмитентами ADR означало бы исключение ADR из числа ценных бумаг, подлежащих регистрации в соответствии с Законом о выпуске ценных бумаг 1933 г. (поэтому закону ценные бумаги банков в отличие от ценных бумаг всех остальных эмитентов не регистрируются). Такая конструкция - признание фиктивного юридического лица эмитентом ценных бумаг - опирается на трактовку, которую дает SEC понятию "эмитент". Американская комиссия признает ценные бумаги юридического лица, которое не является ответственным эмитентом ценных бумаг, им выпускаемых. ADR выпускаются в соответствии с депонированными у депозитария ценными бумагами иностранного эмитента (deposited shares). Таким образом, инвесторы, приобретая не российские, а американские ЦБ, защищены всей мощью законодательства США.

Банк - эмитент производной ценной бумаги берет на себя обязательства по организации и поддержке вторичного рынка выпускаемых им бумаг, что обеспечивает их высокую ликвидность, а следовательно, инвестиционную привлекательность. К основным требованиям первоначального листинга в системе NASDAQ относятся следующие: чистая сумма материальных активов - не менее \$4 млн.; величина дохода до налогообложения - \$750 тыс.; чистая сумма дохода - \$400 тыс.; рыночная капитализация - \$3 млн.; количество маркет-мейкеров - 2. Более жесткие барьеры придется преодолеть тем эмитентам, которые захотят, чтобы их акции котировались на NYSE: количество владельцев стандартных лотов ценных бумаг во всем мире должно быть не менее 5 тыс.; в свободном обращении должно находиться как минимум 2.5 млн. ценных бумаг; требование к капитализации - \$100 млн.; такими же должны быть размеры материальных активов компании и совокупная сумма дохода (до налогообложения) за 3 года.

## 15. Мировой рынок финансовых дериватов

### 15.1. Введение в производные инструменты.

Нестабильность международных финансовых рынков в 1970-е годы обусловила тотальное дерегулирование, проводившееся в 1980-х годах. Результатом либерализации стало появление на свет новых финансовых инструментов и операций, позволивших снижать или трансформировать риски. Новые инструменты, получившие название производные ценные бумаги (или дериваты), при наступлении определенных обстоятельств дают возможность реализовать актив, по которому заключен контракт, либо погасить права/обязательства по текущим рыночным ценам. Признаком производности является то, что цена инструментов определяется на основании цен базисных активов.

Вопрос классификации рисков является одним из наиболее обсуждаемых в отечественной экономической литературе. Предлагаются самые разнообразные классификации. Некоторые авторы предлагают несколько десятков видов рисков. Подавляющее большинство таких работ мало пригодны к применению в практической деятельности. Мы остановимся на общепринятой на мировом уровне классификации рисков GARP (Generally Accepted Risks Principles). Согласно данной классификации риски подразделяются на следующие категории:

<b>Классификация рисков</b>	
<b>А. Кредитный риск.</b> 1. Прямой кредитный риск 2. Риск кредитного эквивалента 3. Расчетный риск	<b>Б. Рыночный риск</b> 1. Корреляционный риск 2. Риск акций 3. Процентный риск 4. Валютный риск 5. товарный риск Риск изменения кредитного спреда
<b>В. Риск портфельной концентрации</b> 1. На определенных инструментах 2. На определенных секторах экономики 3. При крупных сделках	<b>Г. Риск ликвидности</b> 1. Риск ликвидности рынка 2. Риск пруденциальной ликвидности

<p>Д. Операционный риск</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Транзакционный риск</li> <li>2. Риск операционного контроля</li> <li>3. Риск технических систем</li> </ol>	<p>Е. Событийный риск</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Риск остановки валютной конвертации</li> <li>2. Риск сдвигов в кредитных рейтингах</li> <li>3. Риск потери репутации</li> <li>4. Риск изменения налогообложения</li> <li>5. Риск изменения нормативной базы</li> <li>6. Риск наступления форс-мажорных обстоятельств</li> <li>7. Риск потери прав деятельности</li> </ol>
--	---

Основными инструментами, позволяющими минимизировать риски являются:

- аналитическая работа (сбор информации и ее оценка, позволяющая выявить и проанализировать рисковые области деятельности);
- лимитирование и диверсификация;
- страхование и создание резервных фондов;
- использование производных ценных бумаг.

Начало 1990-х годов характеризовалось невиданным ростом объемов операций с производными инструментами. Рынок увеличился в несколько десятков раз и в 2000 г. согласно статистике биржевой и внебиржевой торговли объем заключенных контрактов по номиналу составил около \$107 трлн. По накопленному объему заключенных контрактов лидируют опционы: на них приходится 21% рынка. Среднедневной оборот биржевого и внебиржевого рынка достигает порядка \$3 трлн.

К настоящему времени финансовые дериваты получили самое широкое распространение среди всех финансовых инструментов. Они обеспечивают информацией о неопределенности и вероятностном распределении ожиданий рыночных игроков по различным видам финансовых активов. Все чаще производные ценные бумаги рассматриваются национальными центральными банками как ориентир при проведении денежно-кредитной политики.

Финансовые инновации 1980-х годов оказались такими необычными, что не уместились в традиционную балансовую систему банковского учета и регистрировались каждым банком по своим внутренним правилам за пределами стандартного баланса. Однако в 1990-х годах потребность в стандартизации операций с производными инструментами стала всем очевидной. Функция сбора информации,

обобщения и анализа рынка финансовых дериватов была возложена Группой десяти наиболее развитых стран на **Банк Международных Расчетов** (БМР). В соответствии с его классификацией существует четыре типа активов, к каждому из которых или какому-либо их сочетанию может быть привязан дериват: товары, акции, иностранная валюта и процентная ставка. Банк Англии в отдельную категорию в качестве базисного актива также выделяет кредиты. Характерная черта всех перечисленных дериватов заключается в том, что при их продаже или покупке стороны обмениваются не столько активами, сколько рисками, присущими этим активам. Различают два основных типа производных инструментов:

- **непосредственный** или **прямой контракт** (outright contract): покупка или продажа без соответствующей наличной сделки. Примером сделок «аутрайт» выступают форвард и своп.

- **Опцион** или **сделка с премией** (option): право купить или продать, получить или поставить собственность в соответствии с установленными условиями. Это право может быть реализовано или нет по усмотрению владельца контракта. Неиспользование опциона ведет к денежным потерям.

Многие финансовые дериваты не могут быть однозначно причислены к прямым или опционным контрактам, поскольку они представляют собой их комбинацию. По сложившейся структуре рынка производные инструменты торгуются как на **организованном биржевом рынке** (organized exchange), так и на **внебиржевом рынке** (over-the-counter, OTC). Внебиржевыми дериватами считаются контракты между игроками рынка, заключенные без посреднического участия. Биржевой рынок уступает внебиржевому в семь раз: объем организованного рынка составляет \$14 трлн., а неорганизованного - \$94 трлн.

## 15.2. Структура рынка по базисным активам.

Статистика рынка ведется, в основном, с точки зрения **накопленной номинальной стоимости всех контрактов** (notional amounts outstanding, NAO). По критерию NAO процентные дериваты занимают первое место на глобальном внебиржевом рынке по всем валютам. На втором месте стоят валютные дериваты, см. табл. 19. Аналогичным образом, среди всех внебиржевых опционов процентные и валютные опционы занимают первые два места. В то же время по критерию среднего оборота валютные дериваты опережают процентные. БМР для оценки производных инструментов использует концепцию **накопленного объема валовой рыночной стоимости** (amounts outstanding in gross market value, GMV), которая представляет собой издержки размещения финансового контракта по превалирующему на рынке ценам. GMV может быть как положительной, так и отрицательной. С точки зрения GMV процентные дериваты занимают



более половины глобального внебиржевого рынка опционов. Рассмотрим характеристики финансовых дериватов по базисным активам.

### ***Валютные дериваты*** (foreign exchange derivatives).

Валютные дериваты включают форвардные контракты, валютные свопы, ванильные опционы, а также многочисленные экзотические опционы. Среди экзотических опционов большой популярностью пользуются барьерные и средние опционы. Валютные дериваты обращаются преимущественно на внебиржевом рынке. Стандартной валютной их номинала выступает доллар США.

### ***Дериваты на акции*** (equity derivatives).

Дериваты на акции в большинстве случаев представляют собой розничный инвестиционный продукт. Типичный пример – депозиты, индексирующиеся в соответствии с конъюнктурой рынка акций. В момент изъятия депозита вкладчик получает назад основную сумму плюс доход на основную сумму, из расчета прироста фондового индекса. Внебиржевые дериваты на акции могут существовать на конкретные корпоративные ценные бумаги, корзину акций или фондовый индекс. Дериваты на фондовые индексы занимают основную долю данного сегмента рынка. Чаще всего дериваты на акции привязаны к одному из четырех индексов – Dow Jones, S&P 500, FTSE 100 и Nikkei 225.

### ***Товарные дериваты*** (commodity derivatives).

В сегменте товарных дериватов безусловное лидерство за контрактами на сырую нефть. Контрактами торгуют как корпорации, так и правительства (например, стран ОПЕК). Большое число участников рынка и его высокая ликвидность привлекают в сегмент товарных дериватов широкий круг спекулянтов. Для хеджирования обычно используют свопы и ванильные опционы. Вторым и третьим по значению товарными дериватами являются контракты на золото и алюминий.

### ***Кредитные дериваты*** (credit derivatives).

Кредитные дериваты используются в стратегиях управления кредитным риском. Они могут дополнять или заменять такие традиционные методы управления риском как портфельная диверсификация или кредитные лимиты. Кредитные дериваты – единственные финансовые дериваты, которые обращаются исключительно на внебиржевом рынке. К основным типам кредитных дериватов относятся свопы на активы, по которым наступил дефолт, кредитные опционы и свопы на совокупные доходы. Согласно данным Британской Банковской Ассоциации объем сегмента кредитных

дериватов равен \$600 млрд. Его главными участниками выступают, как нетрудно догадаться, международные банки. Ключевым препятствием к развитию сегмента кредитных дериватов является отсутствие документарных стандартов из-за того, что в мире нет единообразного законодательства в сфере международного кредитования.

**Процентные дериваты** (interest rate derivatives).

Это самая разнообразная и обширная часть рынка. Различается три основных типа внебиржевых процентных дериватов: форвардное процентное соглашение, процентный своп и процентный опцион. На схеме 3 представлена классификация распространенных процентных дериватов.

Схема 3. Классификация процентных дериватов.

Финансовый дериват				
Прямой контракт			Опцион	
Процентный своп	Форварды: <i>форвардное процентное соглашение и процентный фьючерс.</i>	Ванильные опционы: <i>опционы на процентный фьючерс, процентные гарантии, контракты типа «потолок» и «пол», свопционы, опционы на облигации.</i>	Экзотические опционы: <i>средние опционы, барьерные опционы.</i>	Структурированные продукты

**Фьючерсы** (futures). Форвардные контракты на краткосрочные процентные ставки и облигации, обращающиеся на бирже как стандартные продукты, носят название «**процентные фьючерсы**» (interest rate futures). Их типичным примером является фьючерсный контракт на трехмесячную стерлинговую процентную ставку LIBOR. Он обращается на LIFFE и известен как краткосрочный стерлинговый фьючерс (short sterling futures). Заключая фьючерсный контракт, компании фиксируют размер своего будущего долга или дохода от своего будущего размещения денежных средств на депозите.

**Форвардное процентное соглашение** (forward rate agreement, FRA) представляет собой контракт на обмен платежами по активам с плавающей и фиксированной ставкой. Расчет проводится исходя из номинальной суммы контракта, обмен которой реально не производится. Предположим, что две стороны заключили FRA на трехмесячный период, исполнение которого начинается через пять месяцев. По прошествии пяти месяцев одна из сторон выплачивает другой разницу между фиксированной процентной ставкой и плавающей ставкой (обычно LIBOR) из расчета за три месяца. FRA широко используется банками для хеджирования процентного риска, который возникает из-за

различной дюрации активов и пассивов. FRA обращается исключительно на внебиржевом рынке и служит основой для многих внебиржевых процентных дериватов.

**Процентный своп** (interest rate swap) – один из распространенных типов внебиржевых процентных дериватов. Это контракт на обмен долговыми обязательствами с различными периодическими ставками, каждая из которых рассчитывается относительно определенной суммы. Операции своп позволяют заемщику обменять долг с фиксированной процентной ставкой на долг с плавающей ставкой и наоборот. Физически сумма не обменивается, происходит лишь трансферт процентных платежей. Процентные свопы также как и FRA обращаются только на внебиржевом рынке.

**Опцион на процентные фьючерсы денежного рынка** (option on money market interest rate future) представляет собой опцион на право покупки или продажи процентного фьючерса по определенной цене. Они обращаются исключительно на бирже, например LIFFE. Наибольшей популярностью пользуются опционы на краткосрочный стерлинговый фьючерс, на евродоллар и EURIBOR.

**Процентная гарантия, процентные «потолок» и «пол»** (interest rate guarantee, cap, floor). Опционы на FRA носят название «процентная гарантия» (IRG) или «процентный каплет» (interest rate caplet). Европейский опцион «колл» на FRA или «заемщик IRG» предоставляет получателю кредита право зафиксировать максимальную будущую ставку по ссуде. Опцион «пут» на FRA или «кредитор IRG», наоборот, позволяет кредитору зафиксировать минимальную будущую ставку по ссуде. Процентный «потолок» - это контракт, предусматривающий на условиях опциона выплату разницы между плавающей процентной ставкой по активу и согласованной максимальной ставкой. Процентный «пол», напротив, гарантирует право на выплату разницы между плавающей ставкой по активу и согласованной минимальной ставкой. Комбинация «потолка» и «пола» носит название «коллар» (collar).

**Свопционы** (swaption) является своеобразным опционом на своп. Он дает покупателю свопциона право (но не обязательство) вхождения в сделку процентного свопа в определенную дату в будущем, по фиксированной ставке (ставке «страйк») и на специфических условиях. Опцион называется «свопционом получателя», если он дает право получать фиксированные процентные выплаты по свопу, и «свопционом плательщика», если предоставляет право оплачивать фиксированные процентные выплаты и получать плавающие выплаты. На рынке обращается большой объем различных свопционов. Базовыми являются следующие контракты: трехмесячный и годичный опцион на двух, пяти и десятилетние свопы; двух и пятилетние опционы на двух и пятилетние свопы; десятилетние опционы на десятилетние свопы; пятнадцатилетние опционы на пятнадцатилетние свопы. Остальные разновидности свопционов мало ликвидны.

**Опционы на облигации** (bond option). Существуют также форварды и опционы на национальные государственные облигации, которые обращаются как на организованном, так и на внебиржевом рынке. На неорганизованном рынке еще в ходу контракты на корпоративные облигации и еврооблигации. Согласно оценке маркет-мейкеров, с 1995 г. сектор опционов на облигации резко сократился и сейчас обладает небольшой ликвидностью и размером. Опционы на немецкие бонды являются самыми ликвидными после опционов на американские облигации.

**Таблица 19.**

**Глобальный внебиржевой рынок дериватов,**  
в млрд. долл. США.

По состоянию на июнь 2000 года.

Источник: The global OTC derivatives market continues to grow.  
Press release. Ref. No.: 36/2000E. – BIS, 13 November 2000.

Сегмент рынка	Накопленная номинальная стоимость всех контрактов	Накопленный объем валовой рыночной стоимости
<b>Валютные дериваты</b>	<b>15494</b>	<b>578</b>
Форварды и свопы на обмен валютами	10504	283
Свопы на обмен платежами	2605	239
Опционы	2385	55
<b>Процентные дериваты</b>	<b>64125</b>	<b>1230</b>
Форвардные процентные соглашения	6771	13
Свопы	47993	1072
Опционы	9361	145
<b>Дериваты на акции</b>	<b>1671</b>	<b>293</b>
Форварды и свопы	348	62
Опционы	1323	231
<b>Товарные дериваты</b>	<b>584</b>	<b>80</b>
Контракты на золото	262	19
Форварды и свопы	169	-
Опционы	154	-
<b>Прочие дериваты</b>	<b>12163</b>	<b>400</b>
<b>ИТОГО</b>	<b>94037</b>	<b>2581</b>
<b>Справочно: биржевые контракты</b>	<b>13904</b>	<b>-</b>

### **15.3. Биржевая и внебиржевая торговля**

Как можно узнать из учебников по рынку ценных бумаг, дериваты обращаются на организованном и неорганизованном рынках. Торговля на обоих рынках существенно различается (см. табл. 20). Внебиржевой рынок представляет собой рынок гигантов-профессионалов, на котором преобладают инвестиционные банки, брокерские и финансовые дома. Они являются членами международных бирж, проводят сделки во всех мировых финансовых центрах, активно оперируют на рынках базисных активов, имеют хорошую капитализацию и высокие кредитные рейтинги. Удельный вес дериватов, обращающихся на биржах, постепенно сокращается на фоне соответствующего роста объемов вне бирж. Международный рынок как таковой является неорганизованным рынком. На него приходится преобладающая доля сделок с финансовыми дериватами, и она непрерывно растет. В то же время следует сказать, что скоро учебники будут ошибаться. Со второй половины 1990-х гг. различия между организованным и неорганизованным рынком стремительно сокращаются. Прежде всего, внебиржевые контракты и документация по ним становятся все более стандартизированными. Некоторые биржи взялись обсуживать внебиржевую торговлю и предоставлять расчетно-клиринговые услуги. Например, в Великобритании, сделки своп и форвардные процентные соглашения обслуживает SwapClear, учрежденный в 1999 г. London Clearing House. Последний выступает контрагентом для всех игроков рынка, заменяя, таким образом, традиционные для неорганизованного рынка билатеральные связи. London Clearing House может проводить неттинг позиций и аккумулировать ежедневные и начальные страховые депозиты в форме обеспечения ценными бумагами или наличных средств.

Таблица 20.

**Сравнительные характеристики внебиржевого и организованного рынка**

<b>Характеристика</b>	<b>Биржевой рынок</b>	<b>Внебиржевой рынок</b>
Торговля	Централизованные торги согласно правилам и регламентам, доступ к торгам имеют члены биржи, не члены биржи могут воспользоваться услугами брокеров.	Контракты между сторонами заключаются напрямую, иногда с помощью брокеров, однако чаще всего посредники отсутствуют.
Транспарентность	Открытый и прозрачный рынок. Участники рынка обеспечиваются непрерывно обновляемой информацией о ценах и волатильности.	Рынок характеризуется неполной информацией. Определить его состояние можно только по индикативным котировкам на брокерских терминалах.
Кредитный риск	Минимальный кредитный риск, благодаря тому, что контрагентом выступает клиринговая палата. Существуют начальные и текущие страховые депозиты. Легкий неттинг по различным позициям.	Значительный кредитный риск. Обеспечение и страхование возможно только по согласованию сторон. Неттинг лишь на двусторонней основе.
Типы контрактов	Все контракты стандартизированы по срочности, времени исполнения и размерам сделки. Перечисленные параметры меньше среднего уровня, присущего внебиржевому рынку.	Внебиржевые контракты обладают высокой гибкостью, позволяющей удовлетворить любые потребности клиента. Какие-либо стандарты отсутствуют. Наиболее упорядоченным является сектор ванильных контрактов.

Ликвидность	Рынок ликвиден благодаря стандартизации контрактов, широкому спектру рыночных игроков и концентрации контрактов с короткими сроками.	Хотя внебиржевой рынок в целом неликвиден, по некоторым контрактам, например, по процентным опционам, его оборот превосходит оборот биржевого рынка. Держатели контрактов предпочитают ждать истечения срока их исполнения.
Рыночные участники	Обширный диапазон рыночных игроков; по своей природе организованный рынок – это розничный рынок.	Внебиржевой рынок представляет собой оптовый рынок с небольшим числом игроков. Конечными пользователями услуг финансовых посредников являются институциональные инвесторы, корпоративные казначейства и правительства.

#### 15.4. Применение финансовых дериватов

Развитие и широкое применение производных инструментов обусловлено многими причинами. На первом месте, безусловно, стоит финансовое дерегулирование. Во многих странах, где прошел процесс финансовой либерализации, регулирование рынка, юридические и налоговые ограничения стимулировали использование институциональным инвесторами дериватов, особенно внебиржевых. Управляющие инвестиционных фондов все чаще прибегают к дериватам для более гибкого управления международными портфелями и построения структурных продуктов. Рост международного рынка капиталов и процесс дезинтермедиации в банковском секторе привел к использованию транснациональными корпорациями т.н. «структурированных финансов», включающих операции с производными инструментами. Многие эмитенты выгадывают за счет кредитного арбитража, если они на льготных для себя условиях выпускают обязательства с фиксированной ставкой и посредством свопа конвертируют их в обязательства с плавающей ставкой. Как показывает международная практика, финансовые дериваты применяются в нескольких целях.

**Риск-менеджмент.** Корпорации, банки и инвестиционные фонды страхуют себя от ожидаемых рисков. Хеджирование включает в себя покупку контракта, защищающего от неблагоприятного изменения цены базисного актива. К наиболее типичным примерам риск-менеджмента можно отнести следующие случаи:

- *Страхование фондового портфеля:* стратегия «защитный пут» для предотвращения потерь от снижения цены финансового актива.

- *Бюджетирование:* корпорации, желая обеспечить исполнения планового бюджета, прибегают к процентным дериватам.

- *Ипотека:* заемщики под залог недвижимости защищают себя от роста процентной ставки по кредиту.

- *Финансовый менеджмент:* эмитенты, планируя периодические выплаты процентов по облигациям, оперируют опционами и свопционами, чтобы обезопасить себя от неблагоприятного изменения в кэш-потоках.

- *Аннуитет:* Страховые компании обеспечивают себе гарантированный процентный доход от инвестиций, играя на арбитраже между фиксированной и плавающей ставкой.

- *Внешняя торговля:* экспортеры фиксируют величину своей выручки за счет валютных дериватов.

**Спекуляции.** Существует обширная литература о спекулятивных стратегиях, поэтому подробно на этом вопросе останавливаться мы не будем. Обратим лишь внимание на внутреннюю сторону спекуляции. Опрос Банком Англии игроков рынка показал, что на процесс принятия решений, касающихся спекулятивных операций, влияют несколько факторов:

- оценка волатильности финансовых дериватов;
- технический анализ;
- макроэкономический анализ, включающий прогноз будущих процентных ставок, инфляционных ожиданий и спроса клиентов на производные инструменты;

- клиентская информация о предложении и спросе на финансовые дериваты в долгосрочном периоде;

- выявление недооцененных и переоцененных контрактов с помощью разнообразных моделей ценообразования на производные инструменты;

- издержки на открытие позиции.

**Увеличение доходности инвестиций.** Управляющие портфелем облигаций могут занять позицию известную как «покрытый колл», если они продадут опцион «колл» на свои облигации. Страйк-цена на опцион будет выше предполагаемой цены на базисный актив. Если фактическая цена на облигации останется ниже цены страйк, то опцион не исполняется и управляющий в качестве вознаграждения получает опционную премию. Если фактическая цена будет выше цены страйк, то



управляющий продаст свои бумаги, опять оставшись в выигрыше по сравнению с начальной позицией. Подобная стратегия является общепринятой для инвестиционных фондов.

**Доступ на другие рынки.** Как и процентные свопы, свопционы позволяют заимствовать на альтернативном рынке. Скажем, заемщик с плавающей процентной ставкой может с помощью свопа переключиться на фиксированный процент. Нередко таким образом занимать дешевле, чем просто брать кредит под фиксированный процент. Получается своеобразный арбитраж между двумя рынками. Некоторые институциональные инвесторы, например, пенсионные фонды, подвержены ограничениям на вложения в акции. Для обхода ограничений используются структурные продукты, такие как конвертируемые облигации или облигации с варрантом. Даже если инвестор имеет возможность прямого выхода на рынок, ему иногда дешевле оперировать базисными активами с помощью дериватов.

### **15.5. Финансовые дериваты в денежно-кредитной политике**

Макроэкономическое значение мирового рынка финансовых дериватов в 1990-х гг. резко повысилось. Он вырос из небольшого хеджевого рынка в механизм регулирования финансовых дисбалансов, основанный на более объективных закономерностях соотношения спроса и предложения, чем на межгосударственном административном регулировании. Некоторые рыночные игроки, такие как Дж.Сорос, или известные политики, такие как экс-канцлер Германии Г.Шмидт, полагают, что производные инструменты в своем современном виде оказывают разрушающее влияние на мировую экономику. Однако международные финансовые организации придерживаются противоположного мнения. На их взгляд, рынок финансовых дериватов предоставляет прекрасные возможности стабилизации международной торговли товарами, услугами и финансовыми инструментами.

Регулирование рынка дериватов осуществляется преимущественно на национальном уровне и направлено не столько на ограничение торговли рисковыми инструментами, сколько на укрепление механизмов внутрикорпоративного управления рисками, транспарентности и рыночной инфраструктуры. Модель управления рыночными рисками, связанными с дериватами, включена в состав рекомендаций Базельского комитета по банковскому надзору, который совместно с Международной Организацией Комиссий по Ценным Бумагам разработал минимальные информационные стандарты публикации данных о торговле дериватами. В целях укрепления рыночной инфраструктуры центральные банки и крупнейшие биржи рассматривают возможности создания многостороннего механизма информации о тех банках, дилерах, брокерах и других трейдерах,

вовлеченность которых в рынки производных инструментов слишком высока и представляет потенциальную угрозу неплатежеспособности или банкротства посредством «эффекта домино».

Неудивительно, что денежные власти начали уделять повышенное внимание финансовым дериватам. Различается несколько аспектов использования дериватов центральными банками. Во-первых, это уже упомянутый банковский надзор и регулирование. Производные инструменты позволяют оценить риски, с которыми сталкиваются кредитные организации. Основываясь на анализе рисков, эксперты центральных банков разрабатывают методики управления ими и требования к собственным капиталам банков. Второй аспект использования дериватов – это анализ их информационного содержания. Дериваты дают исчерпывающее представление о рыночных ожиданиях дальнейшей экономической динамики. Например, они обеспечивают информацией об ожидаемых процентных ставках, обменных курсах валют и курсов акций. Как показывает опыт, контракты со сроком исполнения свыше года дают не очень точные прогнозы и целесообразно полагаться на краткосрочные контракты. Производные инструменты также служат для анализа распределения рисков, например, так называемый «куртажный» анализ применяется в анализе распределения ожидаемых результатов. Наконец, третий и последний аспект использования дериватов центральными банками является операционным. Как сказано в исследовании МВФ «Эффект дериватов на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики» «...теоретически торговля дериватами ускоряет работу передаточного механизма денежно-кредитной политики по отношению к ценам на финансовые активы, хотя изменения в трансмиссии по отношению к реальной экономике двусмысленны». Кроме того, большое число центральных банков применяет производные инструменты в качестве инструмента денежно-кредитной политики. Валютные свопы, опционы и форварды помогают более эффективно управлять золотовалютными резервами или проводить валютные интервенции.

## 16. Международные финансовые организации

Международные организации возникли уже в древности и совершенствовались по мере развития общества. В Др. Греции в VI веке до нашей эры появились первые постоянные международные объединения в виде союзов городов и общин (например, Лакедиминская и Делосская Симмакии), или религиозно-политических союзов племён и городов (например, Дельфийско-Фермопильская амфикиония). Подобные объединения явились прообразами будущих международных организаций. Многие учёные справедливо подчёркивали, что на том этапе эти союзы сближали греческие государства и смягчали их замкнутость.

Следующим этапом развития международных организаций явилось создание международных экономических и таможенных объединений. Один из первых таких союзов был Ганзейский торговый союз, который вывел из состояния средневекового варварства всю Северную Германию. Этот союз был окончательно оформлен в XVI веке. Во главе этого объединения находился Любек.

В начале XIX был создан Германский таможенный союз. Все государства, вошедшие в этот союз, должны были подчиняться одинаковым законам относительно ввоза, вывоза и транзита товара. Все таможенные пошлины признавались общими и распределялись между членами союза по количеству народа населения

Специалисты, изучающие историю международных организаций, считают, что первой межправительственной организацией в её классическом понимании была Центральная комиссия по судоходству на Рейне, образованная в 1831 г.

Уже во второй половине XIX века были созданы международные союзы для измерения земли (1864 г.), Всемирный телеграфный союз (1865г.), Всемирный почтовый союз (1874 г.), Международное бюро мер и весов (1875г.), Международный союз для защиты международной и художественной собственности и другие. В этот период сотрудничество государств становится более обширным, затрагивая всё большие сферы жизни. Все организации данного периода имели постоянные органы фиксированных членов и штаб-квартиры. Компетенция их ограничивалась обсуждением специализированных проблем.

Следующим важным этапом в развитии международных организаций является период после первой мировой войны, когда государства приступили к созданию международной организации по

поддержанию мира и международной безопасности. Так в 1919г. была образована Лига Наций. Основными органами Лиги Наций являлись собрание всех представителей членов Лиги, совет и постоянный секретариат.

Главной её задачей являлось поддержание мира, и предотвращение новых войн. Лига Наций должна была предпринимать все меры для сохранения мира. Если какой-либо член Лиги прибегал к войне вопреки принятым на себя обязательствам, то основные члены Лиги обязывались немедленно порвать с ним всяческие торговые и финансовые отношения, а Совет должен был предложить различным заинтересованным правительствам выставить тот или иной контингент войск.

В уставе Лиги Наций были предусмотрены различные эффективные меры по поддержанию мира. В нём признавалось необходимым ограничение национальных вооружений до минимума, необходимого для обеспечения национальной безопасности. Совету Лиги представлялось выбрать планы ограничения вооружений для каждого государства и внести их на рассмотрение заинтересованных правительств.

Но по мнению специалистов, Лига Наций не смогла справиться со своей основной задачей: сохранение мира и мирное урегулирование международных конфликтов. Те разногласия, которые возникли между членами Лиги повлекли за собой не выполнение взятых обязательств. Она не смогла предотвратить Вторую мировую войну, а также нападение Японии на Китай, Италии – на Эфиопию, Германии – на Австрию и Чехословакию, Италии – на Испанию и т. д. И 18 апреля 1946г. лига Наций была ликвидирована, т. к. Лига Наций не выполнила своих функций и на этом историческом этапе прекратила своё существование.

Таким образом, создание международных организаций и их развитие происходило поэтапно. Постепенно государства осознавали необходимость международного сотрудничества в различных сферах жизни, что приводило к обмену изобретениями в области науки, в военной технике, искусства. Международные организации прошлого стали прообразами современных международных организаций, которых в настоящее время большое количество, и которые играют большую роль в современных международных отношениях. В современном мире международные организации являются основным организатором общения государств. Международная организация – это объединение государств в соответствии с международным правом и на основе международного договора для осуществления сотрудничества в политической, экономической, культурной, научно-технической,

правовой и иных областях имеющая необходимую для этого систему органов, права и обязанности, производные от прав и обязанностей государств в автономную волю, объём которой определяется волей государств – членов. Современные международные организации делятся на 2 основных типа: межправительственные и не правительственные организации. Роль и тех и других значительна и все они способствуют общению государств в различных сферах жизни. Но все же два данных типа имеют свои особенности, признаки.

Любая межправительственная организация должна обладать, по крайней мере, шестью признаками. Во-первых она создаётся в соответствии с международным правом. Это наиболее существенный признак, имеющий решающее значение. Любая правительственная организация должна быть создана на правомерной основе, а именно организация не должна ущемлять интересы отдельного государства и международного сообщества в целом.

Кроме того, любая международная организация создаётся на основе международного договора (конвенции, соглашения, трактата, протокола и т. д.). Сторонами такого договора являются суверенные государства, а в последнее время участниками международных организаций также межправительственные организации. Например, ЕС является членом многих международных рыболовных организаций. Цель создания любой международной организации заключается в объединении усилий государств в той или иной области: политической (ОБСЕ), военной (НАТО), экономической (ЕС), валютно-финансовой (МВФ) и в других.

### **16.1. Международный валютный фонд**

МВФ – это межправительственная валютно-кредитная организация по содействию международному валютному сотрудничеству на основе консультаций его членов и предоставления им кредитов. Создан в 1944 г., имеет более 150 стран-членов. МВФ занимается сбором и обработкой статистических данных по вопросам международных платежей, инфляции, валютных ресурсов, величины валютных резервов, денежного обращения, государственных финансов и др. Устав МВФ обязывает страны при получении кредитов давать информацию о состоянии экономики страны, золотовалютных резервов и т.п. Кроме того, страна, взявшая кредит, должна выполнять рекомендации МВФ по оздоровлению своей экономики. Одной из основных задач МВФ является регулирование валютных курсов и поддержание устойчивости валютных паритетов.

### **Цели Международного Валютного Фонда:**

(i) Способствовать развитию международного сотрудничества в валютно-финансовой сфере в рамках постоянного учреждения, обеспечивающего механизм для консультаций и совместной работы над международными валютно-финансовыми проблемами.

(ii) Способствовать процессу расширения и сбалансированного роста международной торговли и за счет этого добиваться достижения и поддержания высокого уровня занятости и реальных доходов, а также развития производственных ресурсов всех государств-членов, рассматривая эти действия как первоочередные задачи экономической политики.

(iii) Содействовать стабильности валют, поддерживать упорядоченный валютный режим среди государств-членов и избегать использования девальвации валют в целях получения преимущества в конкуренции.

(iv) Оказывать помощь в создании многосторонней системы расчетов по текущим операциям между государствами-членами, а также в устранении валютных ограничений, препятствующих росту мировой торговли.

(v) За счет временного предоставления общих ресурсов Фонда государствам-членам при соблюдении адекватных гарантий создавать у них состояние уверенности, обеспечивая тем самым возможность исправления диспропорций в их платежных балансах без использования мер, которые могут нанести ущерб благосостоянию на национальном или международном уровне.

(vi) В соответствии с вышеизложенным - сокращать продолжительность нарушений равновесия внешних платежных балансов государств-членов, а также уменьшать масштабы этих нарушений.

### **16.2. Группа Всемирного банка**

Группу Всемирного банка образуют несколько организаций, выполняющих различные функции:

- Международный банк реконструкции и развития ([МБРР](#));
- Международная ассоциация развития ([МАР](#));
- Международная финансовая корпорация ([МФК](#));
- Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций ([МАГИ](#));

- Международный центр по урегулированию инвестиционных споров ([МЦУИС](#)).

Штаб-квартира Группы располагается в г. Вашингтоне, округ Колумбия, США.

**МБРР.** Международный банк реконструкции и развития, широко известный как Всемирный банк, является основным кредитным учреждением Группы. Он является самым крупным кредитором проектов развития в развивающихся странах со средним уровнем доходов на душу населения. На 2000 год его владельцами являются 182 страна-член Банка. Страны, подающие заявку на вступление в члены Банка, должны сначала быть приняты в родственную организацию Банка — Международный валютный фонд. В основном, Банк получает средства путем заимствований на международных рынках капитала. Все займы Банка должны гарантироваться правительствами стран-членов. Банк выделяет займы развивающимся странам под процентную ставку, которая меняется каждые 6 месяцев (составляет около 6%) . Как правило, займы предоставляются на 15-20 лет с отсрочкой платежей по основной сумме займа от 3 до 5 лет.

**МАР.** Международная ассоциация развития, созданная в 1960 году, оказывает помощь самым бедным странам, которые не могут себе позволить брать займы у МБРР. Ассоциация предоставляет беспроцентные займы, известные как "кредиты", с 30-40-летним сроком погашения и отсрочкой основных платежей в течение первых 10 лет. Членами МАР являются 160 стран. Право на получение займов у МАР имеют страны с годовым доходом на душу населения не более 835 долл США. Кредиты обеспечиваются взносами более богатых стран, прибылями МБРР, а также погашаемыми суммами по ранее выданным кредитам МАР. Указанные кредиты, как и займы МБРР, не выделяются на безвозмездной основе. Они подлежат возврату. Несмотря на свою юридическую независимость от МБРР, МАР пользуется тем же персоналом, помещениями и техническими средствами, что и МБРР.

**МФК.** Международная финансовая корпорация была создана в 1956 году для стимулирования работы частного сектора в развивающихся странах. Она осуществляет это путем финансирования проектов частного сектора, оказывая помощь компаниям развивающегося мира в мобилизации финансов на международных финансовых рынках, консультируя и оказывая содействие предприятиям и местным органам самоуправления. Процентные ставки зависят от страны и проекта, а погашение займов осуществляется в течение 3-15 лет, при этом отсрочки

платежей достигают 12 лет. Почти 80% своих финансовых средств МФК обеспечивает на международных финансовых рынках, а 20% заимствуется у МБРР. Ее владельцами являются страны-члены МФК, число которых в настоящее время достигает 174.

**МАГИ.** Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций было создано в 1988 году для оказания помощи развивающимся странам в привлечении иностранных инвестиций через предоставление инвесторам гарантий от политических рисков. К этим рискам относятся экспроприация, военные действия, гражданские беспорядки, нарушение условий контракта и переводы валют. Типовой страховой полис МАГИ гарантирует инвестиции в течение 15 лет и может быть продлен до 20 лет, при этом на сегодня предельная сумма, гарантируемая по одному проекту, составляет 50 млн. долл. США. МАГИ также консультирует развивающиеся страны по вопросам, связанным с путями привлечения иностранных инвестиций. Сегодня членами МАГИ является 151 страна. МАГИ разработало бесплатную интерактивную систему [PrivatizationLink Russia](#), которая содержит информацию о приватизационных и инвестиционных возможностях в России.

**МЦУИС.** Международный центр урегулирования инвестиционных споров, созданный в 1966 году, стимулирует поток инвестиций, благодаря обеспечению условий для проведения примирительных и арбитражных переговоров между правительствами и иностранными инвесторами. Он также выдает рекомендации и публикует труды по законодательству об иностранных инвестициях. В настоящее время членами МЦУИС является 131 страна.

### **История развития отношений Всемирного банка с Россией**

Связи Всемирного банка с Россией начались еще в период создания Банка и МВФ в г. Бреттон-Вудс в июле 1944 года. Однако Советское правительство не подписало соглашение и не стало членом этих международных финансовых институтов. И лишь после проведения коренных изменений в политическом курсе в конце 80-х годов, Советское руководство стало проявлять интерес к установлению связей с Банком и МВФ. Результатом встречи "Большой Семерки" в Лондоне в 1991 году стало вступление СССР в международные организации в качестве ассоциированного члена. В июле 1991 года Советский Союз подал заявку на вступление в члены МВФ и четырех организаций Группы Всемирного банка: [МБРР](#), [МФК](#), [МАР](#) и [МАГИ](#). 27 августа 1991 года Исполнительные директора Всемирного банка одобрили



создание специального трастового фонда технического сотрудничества в размере 50 млн. долл. США для оказания технического содействия экономическим реформам в СССР. **В ноябре 1991 года** Президент Всемирного банка Льюис Т. Престон нанес официальный визит в СССР. В результате этого визита было подписано соглашение о техническом сотрудничестве между Банком и Советским правительством. Россия оказалась одной из четырех стран бывшего СССР, согласившихся участвовать в работе Банка. **Осенью 1991 года** Всемирный банк открыл свое временное представительство в Москве. **7 января 1992 года** правительство Российской Федерации подало заявку на вступление в члены МВФ и Группы Всемирного банка. Россия стала членом этих организаций **в июне 1992 года**. **В начале 1993 года** Банк открывает постоянное представительство в Москве, в котором в настоящее время работает около 70 человек, в основном — российских граждан. **В июне 1993 года** Банк организовал многостороннюю встречу в Париже для обсуждения наиболее приоритетных реформ в России и координации связанной с ними внешней помощи. **В ноябре 1994 года** Президент Всемирного банка Льюис Т. Престон нанес трехдневный визит в Российскую Федерацию. Во время визита особое внимание было сосредоточено на энергетическом, финансовом, социальном и сельскохозяйственном секторах экономики России, а также на возможных путях оказания Банком содействия в переходе страны к рыночной экономике. **С 1 января 1995 года** Президентом Всемирного банка является Джеймс Д. Вулфенсон. Он впервые посетил Российскую Федерацию **в октябре 1995 года**, и с тех пор каждый год посещает нашу страну с официальным визитом.

## **17. Стратегия Всемирного банка в России (по материалам Всемирного банка)**

Последний полный вариант Стратегии деятельности Всемирного банка в РФ (КАС) был представлен Совету директоров Всемирного банка 5 июня 1997 года, когда перспективы ускорения реформ, возобновления экономического роста и сокращения масштабов бедности казались более благоприятными, чем за весь период после 1992 года. Несмотря на то, что в течение последующих 30 с лишним месяцев продолжалось развитие рыночной экономики и демократических процессов в политике, темпы осуществления реформ оказались недостаточными для обеспечения устойчивого роста.

17 августа 1998 г., после почти десятимесячного периода нарастающего давления на установленные Правительством РФ обменный курс, ставки% и объем валютных резервов, Правительство Российской Федерации ввело плавающий курс рубля, провело реструктуризацию своего внутреннего долга, подлежащего погашению до конца 1999 года, и объявило 90-дневный мораторий на выплату основных сумм частных внешних долгов. Слабость мировых рынков сбыта основных видов российского экспорта, быстрый рост краткосрочного долга, подстегиваемый хроническим дефицитом бюджета, и неустойчивость внутренней политической ситуации сделали российскую экономику чрезвычайно чувствительной к изменениям настроений на рынке и, в частности, к последствиям кризиса в Юго-Восточной Азии. В конечном итоге, внутренний и внешний рынки капитала, на которые Россия все больше опиралась для восполнения нехватки финансовых ресурсов, потеряли доверие к способности Правительства РФ обеспечить в экономике страны устойчивую налогово-бюджетную дисциплину.

Несмотря на ожидаемый по итогам 1999 года экономический рост в размере порядка 1-2% (в противоположность прежним прогнозам о возможном снижении объемов промышленного производства не менее чем на 5% в течение года), реальный объем ВВП в 1999 году, предположительно, будет примерно на 3% ниже, чем в 1997 году; подушевой коэффициент бедности в ноябре 1998 года превышал аналогичный показатель за 1996 год более чем на 3 процентных пункта; уровень безработицы в июле 1999 года остановился на 12,4%, что на 1,5 процентных пункта выше, чем в июле 1997 г.

Показатели реализации портфеля проектов, осуществляемых в России, также снизились. В ходе Обзора портфеля проектов по России (ОППР), проведенного в июле 1997 года и в июле 1998 года, число проектов, получивших оценку «удовлетворительно» по показателям как хода реализации, так и достижения целей развития, достигло 74% и 78%, соответственно, в то время как по итогам июльского ОППР 1999 года только 33% проектов получили такую оценку, так что теперь

российский портфель проектов имеет самые плохие показатели реализации среди портфелей Банка по всем странам, при большой величине такого отставания. Тремя крупнейшими «рисковыми» операциями Банка являются три займа на структурную перестройку экономики России, осуществляемые в настоящее время. Из 10 крупнейших «рисковых» инвестиционных операций Всемирного банка половина относится к российскому портфелю проектов. За последнее время в развитии некоторых из вышеуказанных показателей наблюдаются положительные тенденции. В рамках плана действий по совершенствованию портфеля проектов, принятому в ходе июльского 1999 года Обзора портфеля проектов по России, Правительство подтвердило аннулирование 716 миллионов долларов США из суммы невыделенного остатка заемных средств — свыше 10% выделенной и непогашенной суммы долга в рамках финансируемых Банком проектов. Принимаются дополнительные меры с целью достижения существенного улучшения показателей реализации портфеля проектов ко времени проведения следующего Обзора портфеля проектов по России в январе 2000 года.

Таким образом, все еще имеет место значительное отставание от тех результатов, которых мы надеялись достичь к концу 1999 года и которые были сформулированы в период разработки стратегии в 1997 году. Обращая внимание на экономические и политические пертурбации последних двух лет и ожидания, которые связывали с указанным периодом времени, легко упустить из виду те успехи, которых Россия добилась за последние десять лет в деле своего преобразования в страну с современным демократическим строем и рыночной экономикой. В политике, экономике и в общественной жизни в целом за это время произошли впечатляющие изменения, особенно с учетом того тяжелого исходного положения, откуда Россия начала свое движение. Тем не менее, для ликвидации остающихся структурных и социальных диспропорций, существующих сегодня в России, вероятно, потребуются годы. Таким образом, Банк имеет потенциальную возможность оказывать России определенную поддержку еще в течение многих лет.

Представленная здесь стратегия разрабатывалась в условиях, когда необходимость преодоления последствий августовского (1998 г.) кризиса, следовавшие друг за другом смены Правительства Российской Федерации, нарастающие обвинения в коррупции и начало предвыборной кампании, по существу, сделали невозможным диалог о более долгосрочной стратегии развития для России. В свете предстоящих выборов мы считаем, что сложившаяся политическая ситуация вряд ли позволит провести углубленный диалог по вопросам более долгосрочного развития и вряд ли приведет к ускорению реформ в течение ближайших 12 месяцев. С учетом этого, настоящая Стратегия

рассчитана не на три, а на два ближайших года и должна рассматриваться как комплекс действий относительно краткосрочного характера, которые необходимо предпринять с учетом неопределенности текущей политической и экономической ситуации в России.

При этом на карту поставлено многое. Финансовые риски для Группы Всемирного Банка сейчас выше, а угроза ее репутации — сильнее, чем когда-либо в прошлом. Кредитоспособность России как государства–заемщика останется проблематичной в течение всего периода времени, который охватывает настоящая Стратегия. Для управления кредитными рисками, связанными с операциями Всемирного банка, увеличение суммарного объема кредитов, выданных России, будет поставлено в зависимость от успеха реформ, расширяющих возможности для экономического роста и укрепляющих способность обслуживать государственный долг. При развитии событий по оптимистическому сценарию — который, предположительно, будет обусловлен, помимо прочего, хорошими показателями реализации мероприятий, включенных в программу стабилизационных и структурных реформ, — суммарный объем кредитов, выданных России, может возрасти в течение 2000 года на сумму до 2,1 миллиарда долларов США и еще на 800 миллионов долларов США в 2001 году; при развитии событий по пессимистическому (однако не наихудшему) сценарию, суммарный объем кредитов, выданных России, предположительно, увеличится примерно на 550 миллионов долларов США в течение 2000 года, после чего останется приблизительно на том же уровне в 2001 году.

Одним из важных факторов, влияющих на кредитоспособность России, потенциальную результативность нашей поддержки, а также величину риска для репутации Банка, является распространенное мнение о широких масштабах коррупции в России. В этой связи следует подчеркнуть, что анализ управления средствами, предоставляемыми в рамках операций Банка, проведенный до настоящего времени, до сих пор не выявил никаких доказательств коррупции при использовании средств Банка. Однако, ввиду неоспоримой важности поддержания высочайших стандартов в сфере использования средств Банка и критически важной роли честности и эффективности учреждений государственного сектора по широкому кругу вопросов развития, вопросы управления и институционального развития в связи с нашей работой в России должны находиться в центре внимания. Это соответствует также и приоритетам Правительства России.

Несмотря на то, что перспективы значительного прогресса в сокращении масштабов бедности в ближайшее время, в лучшем случае,

неопределенны, в целом, позиции Группы Всемирного Банка для оказания содействия Правительству Российской Федерации в обеспечении развития в настоящее время лучше, чем тогда, когда она начинала свою деятельность в России. В частности, мы стали вести более активный и более интенсивный диалог по вопросам экономической политики в области краткосрочных структурных реформ с более высокопоставленными представителями Правительства.. Такое позитивное развитие событий объясняется, по крайней мере, частично, существенными объемами финансового содействия, которое мы оказываем в рамках бюджетозамещающих займов (займы на структурную перестройку экономики и на структурную перестройку отдельных отраслей). Мы также наладили прочные рабочие отношения во многих секторах. В то же время мы не должны забывать о том, что:

(i) необходимо усилить воздействие бюджетозамещающего кредитования с нашей стороны;

(ii) августовский (1998 г.) кризис перечеркнул с таким трудом достигнутые успехи в улучшении показателей эффективности реализации портфеля проектов, что вызывает озабоченность по поводу того, какое воздействие оказывает предоставление нами России инвестиционных займов и займов на институциональное развитие;

(iii) нам необходимо лучше понять причинно-следственную связь между структурными реформами и сокращением масштабов бедности в целях усиления ориентации нашей программы на сокращение масштабов бедности;

(iv) необходимо сохранить в целом прочные отношения с Россией как страной–клиентом в условиях сложной, эмоционально напряженной политической ситуации внутри России и на международной арене; и

(v) ограниченность административного бюджета оказывает влияние на построение нашей программы.