

ФЕДЯКИНА Л.Н.

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСЫ

Учебное пособие

Рассматриваются финансы, используемые в международных экономических отношениях и обеспечивающие внешнее финансирование национальных хозяйств и их отношения с международными кредиторами, инвесторами/донорами; механизмы формирования, функционирования и операции на международных финансовых рынках их; положение стран и регионов в системе международных финансов, их внешние долги и платежи. Учебное пособие ориентировано на студентов и аспирантов, обучающихся в высших учебных заведениях по специальностям «Мировая экономика», «Финансы и кредит» и другим.

# ОГЛАВЛЕНИЕ

## Раздел первый. ФИНАНСОВЫЕ ПОТОКИ И ВНЕШНИЕ ДОЛГИ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

1. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСЫ: КЛАССИФИКАЦИЯ, ФУНКЦИИ, ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ	
1.1. Международные финансы: понятие и состав.....6	
1.2. Классификация и функции.....8	
1.3.Этапы развития.....12	
2. ГЛОБАЛИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ	
2.1. Глобализация – качественно новый этап интернационализации хозяйственной жизни.....18	
2.2.Финансовая глобализация.....21	
3. МИРОВАЯ ДОЛГОВАЯ ЭКОНОМИКА	
3.1. Внешние долги и платежи.....25.	
3.2. Дефициты и профициты стран и регионов по внешним обязательствам.....26	
3.3. Долговые обязательства стран развитых, развивающихся и с формирующимися экономиками перед нерезидентами.....28	
3.4. Мировой внешний долг .....31	
3.5. Долговая экономика Соединенных Штатов.....34	
4. ТЕОРИИ МЕЖДУНАРОДНОГО ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛА	
4.1. Вывоз капитала в классических и неоклассических теориях.....36	
4.2. Кейнсианство и некейнсианство.....39	
4.3.Марксистская теория.....42	
4.4. Теории миграции капиталов между развитыми странами.....43	
4.5. Теории движения капитала в эпоху транснационализации и глобализации.....45	
<b>Раздел второй. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ</b>	
5. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК	
5.1. Валюты, валютный курс, паритет покупательной способности валюты.....48	
5.2. Валютный рынок.....51	
6. ЕВРОВАЛЮТНЫЙ РЫНОК	
6.1. Евровалюты и евровалютные рынки.....55	
6.2. Участники, инструменты, объем евровалютного рынка.....58	
6.3. Конкурентные преимущества евробанковского бизнеса.....60	
6.4. Евровалютный межбанковский рынок.....63	
7. МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ КРЕДИТЫ И ЗАЙМЫ	
7.1. Роль банков в международном кредитовании.....66	
7.2. Синдицированные еврокредиты.....71	

## 8. МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

8.1. Долговые ценные бумаги: виды, эмитенты, инвесторы.....	76
8.2. Международные долговые ценные бумаги.....	80
8.3. Евровалютные долговые ценные бумаги.....	81
8.4. Внутренние и международные рынки долговых ценных бумаг.....	82

## 9. МИРОВОЙ РЫНОК АКЦИЙ

9.1. Инструменты, эмитенты, инвесторы рынка акций.....	84
9.2. Международные акции.....	87
9.3. Факторы динамики рынка акций.....	88

## 10. РЫНОК ФИНАНСОВЫХ ДЕРИВАТИВОВ

10.1. Финансовые деривативы: классификация, функции.....	93
10.2. Факторы, воздействующие на рынок деривативов.....	96
10.3. Рынки деривативов.....	98
10.4. Глобальный рынок деривативов.....	100

## **Раздел третий. РАЗВИВАЮЩИЕСЯ И ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИЕ СТРАНЫ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ: ВНЕШНЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, ДОЛГИ, КРИЗИСЫ**

### 11. МЕЖДУНАРОДНОЕ ОФИЦИАЛЬНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

11.1. Теоретические основы официального финансирования развития.....	103
11.2. Система официального финансирования развития.....	105
11.3. Объем и структура официального финансирования развития.....	109

### 12. СТРАТЕГИИ И МОДЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

12.1. Основные типы стратегий и моделей развития.....	111
12.2. Импортозамещающая модель развития.....	112
12.3. Экспорториентированные модели развития.....	115

### 13. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ДОЛГОВОЙ КРИЗИС

13.1. Предпосылки и причины международного долгового кризиса.....	118
13.2. Возникновение и развитие долгового кризиса.....	119
13.3. Дифференциация развивающихся стран по долговому фактору.....	122
13.4. Планы и практика преодоления долгового кризиса (1982-1989 гг.).....	123

### 14. СИСТЕМА УРЕГУЛИРОВАНИЯ ВНЕШНЕЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

14.1. Секьюритизация банковского долга и рынок Брейди-бондов.....	128
14.2. Программы и мероприятия по снижению долговой нагрузки.....	132
14.3. Системно-структурные преобразования и макроэкономическая стабилизация в развивающихся странах.....	137

### 15. ФОРМИРУЮЩИЕСЯ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

15.1. Формирующиеся финансовые рынки: качественные характеристики, условия возникновения и развития.....	140
--	-----

15.2. Валютно-финансовые кризисы 1990-х годов.....	143
15.3. Формирующиеся финансовые рынки в 1990- 2000-е годы.....	147

#### **Раздел четвертый. РОССИЯ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВ**

16. ВНЕШНЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И ТРЕБОВАНИЯ РОССИИ	
16.1. Финансовые дефициты и профициты в российской экономике .....	152
16.2. Россия в международных потоках капитала.....	155
16.3. Кредитная и дебиторская задолженность России.....	156
17. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ	
17.1. Банковский сектор и межбанковский кредит.....	161
17.2. Валютный рынок России.....	166
17.3. Рынок государственных ценных бумаг.....	167
17.4. Рынок ценных бумаг нефинансовых корпораций.....	170
17.5. Ценные бумаги кредитных организаций.....	172
17.6. Рынок производных финансовых инструментов.....	174

## Раздел первый. ФИНАНСОВЫЕ ПОТОКИ И ВНЕШНИЕ ДОЛГИ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

### **1. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСЫ: КЛАССИФИКАЦИЯ, ФУНКЦИИ, ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ**

#### *1.1. Международные финансы: понятие и состав*

Международные финансы, по методологии платежного баланса, выступают в форме прямых иностранных инвестиций; портфельных иностранных инвестиций (в виде долевого и долгового ценных бумаг); финансовых деривативов и прочих иностранных инвестиций, включая торговые кредиты и авансы, ссуды и займы, наличную иностранную валюту и депозиты, просроченную задолженность нерезидентов и т.п.

В состав международных финансов, которые обеспечивают развитие международных экономических отношений, входят все финансовые средства, которые могут быть получены от нерезидентов или переданы нерезидентам на тех или иных условиях в местных, иностранных или евровалютах. С точки зрения страны-реципиента, международные финансы – это финансы, полученные от нерезидентов, т.е. резидентов других стран, от международных организаций и с международных финансовых рынков.

Международные финансы – это финансы, изъятые из национальных экономик и поступившие в международный оборот, а именно в экономики других стран, на международные финансовые рынки, в международные организации. В совокупности они образуют иностранные активы стран мира в виде прямых, портфельных и прочих инвестиций. Поступившие в национальные экономики финансы нерезидентов образуют иностранные обязательства принимающих стран.

В состав международных финансов входят частные и официальные финансы иностранных государств, а также подлинно международные финансы, которые утратили связь со страной происхождения, поступив в распоряжение международных организаций или на евровалютные рынки, где операции осуществляются в наднациональных (оффшорных) евровалютах.

Источник формирования международных финансов - государственные и частные сбережения стран мира, часть которых изымается из национальной экономики и по тем или иным мотивам и на тех или иных условиях помещается в зарубежные экономики, предоставляется международным организациям или поступает в международные финансовые центры.

Международные финансы пополняются из национальных финансов, одна часть которых (внутренние финансы) принадлежит резидентам и обслуживает их потребности и отношения с другими резидентами, осуществляемые в местной валюте на основе национального законодательства. В качестве резидентов могут выступать государственные институты, частные юридические и физические лица. Другая часть национальных финансов используется в отношениях резидентов с внешним миром, что отражается в платежном балансе и в международной инвестиционной позиции. Отрицательное сальдо текущего платежного баланса указывает на то, что страна является чистым импортером капитала, положительное сальдо – чистым экспортером капитала.

Международная инвестиционная позиция показывает иностранные активы страны (требования к нерезидентам) и обязательства страны перед нерезидентами (пассивы) на определенную дату. В состав активов по международным инвестициям включаются прямые инвестиции, размещенные за рубежом; иностранные долговые и долевые ценные

бумаги, а также требования по предоставленным иностранным кредитам/займам и пр. В состав обязательств по международным инвестициям входят: прямые и портфельные инвестиции нерезидентов (международные и внутренние долговые ценные бумаги и акции, эмитированные резидентами и приобретенные нерезидентами); обязательства по ссудам и займам, полученным от иностранных и международных банков и других финансовых институтов, обязательства по межгосударственным кредитам и т.п.

Баланс иностранных активов и обязательств показывает чистую международную инвестиционную позицию страны, которая может быть положительной с превышением активов над обязательствами или отрицательной – с превышением обязательств над активами. По чистой международной инвестиционной позиции страны подразделяются на чистых международных должников с дефицитными экономиками и чистых международных кредиторов с профицитными экономиками по внешним обязательствам.

Дефицитные экономики характеризуются отрицательными балансами по текущим расчетам, нехваткой национальных сбережений для осуществления внутренних инвестиций, выполнения долговых обязательств перед нерезидентами и растущими внешними долгами. Функционирование развитых дефицитных экономик поддерживается преимущественно притоком ресурсов нерезидентов, стагнирующих экономик с низким уровнем развития – в основном официальными кредиторами и донорами.

## ***1.2. Классификация и функции***

Международные финансы обслуживают, во-первых, экономические связи между резидентами разных стран и их сотрудничество; во-вторых, отношения резидентов стран мира с многосторонними институтами (с

международными и региональными организациями); в-третьих, операции резидентов разных стран и международных кредитных организаций на международных финансовых рынках.

Важнейшая функция международных финансов - перераспределение глобальных финансовых ресурсов между странами - участницами мирового хозяйства, которое осуществляется на двусторонней основе и на многосторонней основе. Международные финансы являются, с одной стороны, источниками внешнего финансирования для принимающих стран; с другой стороны, они служат источником получения дохода для кредиторов и инвесторов стран происхождения.

Внешнее финансирование может принимать кредитные и не кредитные формы. Международные кредитные средства предоставляются на определенный срок и подлежат своевременному возврату кредитору в полном объеме с выплатой процентов. Обратная сторона международного кредита – долговые обязательства по внешним заимствованиям, которые подлежат своевременному текущему обслуживанию в виде выплаты амортизации и процентов и окончательному погашению кредита в согласованный срок.

Уровень процента, льготный период, срок погашения кредита и другие условия международного кредитования определяются многими факторами, но важнейшим является кредитный рейтинг заемщика. Кредитный рейтинг рассчитывается авторитетными международными организациями на основе многочисленных показателей, характеризующих экономическое положение заемщика с учетом социально-политических факторов.

Кредитный рейтинг может быть инвестиционным и спекулятивным. Первоклассный заемщик с высоким инвестиционным рейтингом получает кредитные средства по более низкой цене. Заемщик с низким инвестиционным, а тем более со спекулятивным рейтингом может

рассчитывать только на дорогие кредитные средства, ибо кредитор страхуется от рисков посредством ужесточения условий и поднятия процентной ставки.

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

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

МВФ осуществляет мониторинг (контроль) выполнения мероприятий в рамках принятой программы и предоставляет заем по частям (траншами) в зависимости от результатов выполнения программы. Невыполнение принятых страной обязательств может повлечь за собой отказ в предоставлении очередного транша. Кредиты МБРР, МФК, ЕБРР и других региональных банков имеют целевое назначение и выдаются под

определенный проект. Международная кредитная организация, как правило, осуществляет частичное первоначальное финансирование проекта, остальные средства поступают от частных иностранных кредиторов под гарантию международного кредитора, который в дальнейшем изымает свои капиталовложения.

В международных публичных финансах особое место занимает система официального финансирования стран развивающихся и с формирующейся экономикой, которая включает финансирование развития и экспортные кредиты с государственной поддержкой. Официальное финансирование развития включает безвозвратные субсидии (гранты) и прощения (списания) долгов, но в основном это возвратные льготные средства. Большую часть финансирования развития составляет официальная помощь развитию (ОПР), которую предоставляют правительства развитых и некоторых других стран, а также международные и региональные организации на особо льготных условиях с грант - элементом не менее 25%.

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

Международное финансирование может принимать формы, не образующие долговых обязательств по отношению к инвестору. Такое

финансирование осуществляется посредством прямых иностранных инвестиций, а также портфельных инвестиций нерезидентов в акционерный капитал предприятий принимающих стран или продажи корпоративных акций нерезидентам.

Международные финансы подразделяются на рыночные и не поступающие на рынок, включая прямые иностранные инвестиции, а также официальные финансы иностранных государств и международных организаций. Широко торгуются финансы государственных и частных структур стран мира, размещенные на международных финансовых рынках посредством депонирования в международные банки или эмиссии международных ценных бумаг, включая долговые ценные бумаги, акции и деривативы. Рыночные международные финансы предоставляются реципиентам на рыночных условиях, соответствующих кредитному рейтингу страны-получателя.

### ***1.3. Этапы развития***

Международные финансы прошли долгий путь развития. Привлечение зарубежных ресурсов, заимствования у иностранных правительств и частных лиц, а также проблемы и способы погашения долговых обязательств уходят вглубь веков. До XIX в. внешние межгосударственные заимствования и долги иностранным государствам обычно были связаны с военными расходами. Зарождение акционерного капитала было обусловлено возникновением и расширением зарубежной деятельности торговых компаний в XVI- XVIII вв., когда государственные и частные ценные бумаги активно использовались для привлечения капитала на внутреннем рынке и у нерезидентов. Развитие частного зарубежного кредитования было вызвано развитием международной и колониальной торговли.

В XIX в. происходило бурное развитие международного кредита, банковской и биржевой системы, рынка ценных бумаг. Оно стимулировалось ускоренным развитием промышленного производства, расширением международной торговли, созданием и активизацией деятельности картелей и синдикатов. Международная миграция капиталов достигла масштабных величин в эпоху золотого стандарта (1870-1914 гг.), чему способствовала свободная обратимость валют и отсутствие государственного контроля над движением капитала. В международных потоках капитала доминировали английские, французские, немецкие инвестиции в облигации стран-заемщиков; Лондон являлся мировым центром выпуска облигационных займов, а английские банки и инвестиционные компании господствовали в мировых финансах.

Первая мировая война (1914-1919 гг.) сопровождалась глубокими потрясениями мировой экономики, в особенности ее денежно-кредитной сферы. Практически во всех странах эмиссионные банки прекратили обмен банкнот на золото и перешли к выпуску неразменных знаков стоимости, предназначенных преимущественно для покрытия огромных бюджетных дефицитов, вызванных военными расходами. Острая нехватка ликвидных ресурсов, военного снаряжения и потребительских товаров способствовала увеличению внешних заимствований в основном у США, которые за годы войны превратились из чистого международного должника в чистого международного кредитора.

Кризис 1929-1933 гг. сопровождался беспрецедентными потрясениями в валютно-финансовой сфере, что сопровождалось массовыми банкротствами банков, обесценением валют и резким ухудшением платежных балансов. Попытки восстановить золотой стандарт оказались кратковременными. На мировом рынке резко увеличилось количество и разнообразие финансовых инструментов –

чеков, переводных векселей и других кредитных документов, которые опосредствовали международный оборот товаров и услуг.

Большое значение приобрело покрытие бюджетных дефицитов за счет размещения государственных обязательств в эмиссионных банках; был введен жесткий государственный валютный контроль и ограничения, частный валютный оборот был резко ограничен; в мировую практику вошло взаимное беспроцентное кредитование на основе открытия клиринговых счетов с покрытием сальдо свободно конвертируемой валютой или золотом.

Роль США в качестве главного международного кредитора особенно четко проявилась после Второй мировой войны, когда почти все страны мира имели отрицательные торговые и текущие платежные балансы. По инициативе США в 1944 г. была принята Бреттонвудская международная валютная система, опиравшаяся на золотодевизный (фактически золотодолларовый) стандарт, фиксированный валютный курс и полномочия МВФ по обеспечению фиксированных валютных курсов и равновесия платежных балансов.

Одновременно был создан Международный банк реконструкции и развития (МБРР) для предоставления кредитов правительствам стран-членов на цели восстановления и развития. С 1956 г. начала свою деятельность по поддержанию частного бизнеса Международная финансовая корпорация (МФК); в 1960 г. была создана Международная ассоциация развития (МАР), финансовые средства которой направляются беднейшим странам. Ресурсы международных кредитных организаций формируются за счет взносов стран-участниц; в дальнейшем они стали пополняться и за счет заимствований на рынках капитала.

Бреттонвудская система стимулировала накопление долларов зарубежными странами, в том числе, для поддержания фиксированного к доллару курса национальных валют. Эти доллары сначала поставлялись

путем трансферта государственных и частных капиталов в Западную Европу, а потом источником получения долларов стал дефицит платежного баланса США, который покрывался в основном долларами и частично золотом.

С середины 1950-х гг. начали восстанавливаться внутренние и иностранные рынки капитала; в 1960-х гг. возник евровалютный рынок, основу которого составили долларовые денежные средства, размещенные в банках за пределами страны эмиссии. Возникнув как рынок евродоллара, евровалютные рынки получили дальнейшее развитие после полной обратимости европейских валют и иены; в качестве евровалют выступили наряду с долларом английский фунт стерлингов, немецкая марка, французский и швейцарский франки, японская иена и др.

Пролонгация краткосрочных денежных ссуд в евровалютах на международном денежном рынке до 15 лет способствовала активизации международного рынка долгосрочных капиталов, формированию международного кредитного механизма. Посредниками в операциях с евровалютами выступили иностранные по отношению к стране пребывания банки (евробанки), что обусловило либеральный режим регулирования их операций со стороны местных валютных органов.

Евровалютный рынок стал вненациональным, оффшорным рынком, где национальные власти осуществляют лишь контролирующие функции. На основе рынка евровалюты сформировался рынок еврооблигаций (евробондов), развитие которого связано с финансированием долгосрочных потребностей правительственных структур и частных компаний. С созданием систем Евроклар (1968 г.) и Седел (1970 г.) началось развитие вторичного рынка евробондов. Владельцы ценных бумаг получали сертификаты на помещенные в депозитарий ценные бумаги, и купля/продажа свелась к передаче сертификатов и к изменению записи в депонентских счетах.

В развитии международных финансов 1970-е годы заняли особое место. В это десятилетие сложились условия для усиления интернационализации капитала, финансовой взаимозависимости стран; сформировались предпосылки для финансовой глобализации, которая четко обозначилась как ведущая тенденция в 1990-е гг., достигла масштабных величин в 2000-е гг. и привела к мировому финансово-экономическому кризису в конце десятилетия.

В 1970-е гг. развитые и другие страны-импортеры нефти столкнулись с резким обострением проблемы дефицита текущего платежного баланса и с двузначной инфляцией, и они стали крупнейшими заемщиками на международном кредитном рынке. Транснациональные корпорации (ТНК) все более диверсифицировали и глобализировали свою внешнеэкономическую деятельность и операции на международных финансовых рынках. Вслед за ТНК активизировались и транснациональные банки (ТНБ), создавшие многочисленные зарубежные аффилированные подразделения, объединенные в гибкий и эффективный механизм международных расчетов.

В 1970-е гг. сложились предпосылки для международного долгового кризиса, разразившегося в следующем десятилетии; возник дефицит во внешней торговле и по текущим расчетам США, что превратило их в главного получателя международных финансовых ресурсов. В 1971 г. обмен долларов на золото был приостановлен, что привело к бесконтрольному распространению американской валюты по всему миру и способствовало превращению доллара в подлинно мировую валюту.

В 1973 г. отмена фиксированных курсов национальных валют была официально подтверждена, а в Ямайских соглашениях (1976 г.) было закреплено право стран-членов МВФ на использование любого валютного курса. С 1972 г. страны-члены Европейского Союза (ЕС) ввели двукратное сужение пределов взаимных колебаний валют («змея в туннеле») и

фактически приступили к строительству европейской валютной системы, которая была создана в 1979 г. В 2002 г. завершилось формирование валютного союза и еврозоны.

В 1978 г. вступили в силу Ямайские соглашения, формирующие современную валютную систему, которая функционирует на основе демонетизации золота, необратимости доллара в золото, на девизном стандарте, свободном выборе валютного курса и СДР в качестве резервного актива. Межгосударственное регулирование международной валютной системы по-прежнему осуществляет МВФ; он уполномочен осуществлять жесткий надзор за развитием валютных курсов и соглашениями об их установлении.

С 1974 г. - США, с 1979 г. - Великобритания, а затем и другие развитые страны начали процесс дерегулирования и преобразования финансовой сферы, либерализации финансовых рынков, который продолжился в 1980-е гг., завершился в 1990 -е гг., и вступил в новую стадию в условиях глобального финансово-экономического кризиса конца 2000-х гг.

Первоначально цель этих преобразований заключалась в отмене жестких ограничений, которые препятствовали оттоку капитала и позволяли поддерживать низкие процентные ставки для обеспечения правительств и экономики дешевыми заемными ресурсами. С другой стороны, преобразования были направлены на развитие рынков банковских услуг, государственных и корпоративных ценных бумаг.

### **Ключевые слова**

Акции; бонды; государственные ценные бумаги; корпоративные ценные бумаги деривативы; евровалюты; еврорынки; институциональные инвесторы; клиринг; международный финансовый рынок; зрелые (развитые) и формирующиеся финансовые рынки.

## 2. ГЛОБАЛИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ

### *2.1. Глобализация – качественно новый этап интернационализации хозяйственной жизни*

Глобализация – качественно новый этап мирового развития. Главными субъектами процесса глобализации, образующими его институциональную систему, являются национальные государства, международные и региональные организации, транснациональные корпорации и банки, международные финансовые рынки.

Государство, как система экономического управления и регулирования, наделенная законодательной, исполнительной властью и полномочиями, располагающая денежными ресурсами, сыграло и играет важную роль в развитии и укреплении национальных хозяйств на пути к растущей открытости и взаимозависимости, в том числе и посредством участия в интеграционных объединениях и в международных организациях.

Государство способствовало возникновению, развитию и повышению конкурентоспособности транснациональных корпораций (ТНК) и банков (ТНБ). В свою очередь, именно ТНК и ТНБ начали процесс глобализации мировой экономики, расширяя и диверсифицируя свою зарубежную деятельность. Международные и региональные организации создали механизм международной валютной системы, международного кредитования финансовых дефицитов и развития стран-членов, способствовали либерализации международного обмена и транснационального движения капитала. Международные финансовые рынки аккумулируют и перераспределяют мировые финансовые ресурсы.

Глобализации присущ ускоренный и масштабный рост мирохозяйственных связей и сотрудничества; расширение и диверсификация международной торговли товарами и услугами,

международной миграции капиталов, международного производственного кооперирования, международного научно-технического сотрудничества и обмена, миграции рабочей силы и высококвалифицированных специалистов. Её отличает тесная функциональная взаимосвязь международных экономических отношений, их растущее воздействие на национальные экономики, ограничение экономической самостоятельности государства при усилении международного институционального и рыночного регулирования. В современной экономике развитие внешнеэкономической сферы, особенно ее валютно-финансового сегмента, обгоняет рост внутреннего производства и ВВП.

Глобализация развивается на основе масштабности международного обмена, либерализации и открытости, резко возросшей взаимозависимости и уязвимости национальных экономик. Она отличается от предшествующего периода чрезвычайной интенсификацией и масштабностью зарубежной деятельности ТНК, ТНБ и других хозяйствующих субъектов, а также институциональных и индивидуальных инвесторов, располагающих огромными ресурсами, что стало возможным в условиях открытой экономики, совершенствования механизмов функционирования международных финансовых рынков на базе инновационных технологий.

Стратегия открытой экономики стала определяющей не только для развитых, но и для развивающихся и стран с формирующейся экономикой. Открытая экономика означает ослабление протекционизма, обострение конкуренции на внутренних рынках, растущую зависимость и уязвимость национальных экономик от внешнего воздействия. Тенденция к открытости усиливается развитием экономической интеграции.

В рамках региональных интеграционных объединений процессы сближения, взаимозависимости на основе отмены барьеров на пути перемещения товаров, услуг и факторов производства, расширения

научно-технического и производственного сотрудничества происходят ускоренными темпами и увлекают за собой другие страны и регионы.

Специфические черты современной экономики, растущее взаимопроникновение национальных экономических структур подтверждается увеличением внешнеторговых квот, доли импорта в потреблении, иностранного капитала во внутренних инвестициях; возрастанием роли зарубежных технологий в научно-техническом прогрессе и в повышении конкурентоспособности. Отличительные особенности этапа глобализации проявляются и в ускоренной модернизации производства, совершенствовании менеджмента и маркетинга.

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

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

благоприятных условий для инновационной деятельности частного сектора.

К концу 1990-х гг. глобализация достигла определенной зрелости; азиатский валютно-финансовый кризис несколько притормозил глобализационный процесс, но он быстро восстановился и после рецессии 2001 г. развивался нарастающими темпами вплоть до кризиса 2008-2010 гг.

## **2.2. Финансовая глобализация**

В условиях глобализации международная торговля товарами и услугами не утратила своей роли важного фактора интернационализации хозяйственной жизни, но она все более уступает лидерство в стимулировании глобализационного процесса международным финансам, которые развиваются нарастающими и опережающими темпами по отношению к мировому производству и торговле.

Предпосылки для масштабного развития финансовой глобализации сложились в 1970-1980-е гг. в результате (1) демонетизации золота, (2) отмены обратимости доллара в золото (1971 г.) и (3) фиксированных валютных курсов (1973 г.), (4) мощного притока «нефтедолларов» в международный оборот, расширения международного финансирования и развития международных финансовых рынков.

Глобализация финансов стимулируется внедрением инновационных информационно-коммуникационных технологий, диверсификацией финансовых продуктов, совершенствованием технологии торговли финансовыми инструментами, способствующей установлению тесных связей между резидентами разных стран и другими участниками валютно-финансовых отношений.

Финансовую глобализацию, как качественно новый этап развития, отличает от предшествующего периода:

- расширение и диверсификация зарубежной деятельности ТНК, включая прямое инвестирование;
- масштабность и универсализация деятельности ТНБ и других финансовых организаций;
- многократное увеличение объема международных ликвидных ресурсов и числа инвесторов/кредиторов, в том числе институциональных в виде страховых, трастовых, фондовых, инвестиционных компаний, пенсионных, взаимных, хеджинговых и других фондов;
- увеличение финансовых дефицитов и расширение компенсационного финансирования;
- расширение и диверсификация международного рынка ценных бумаг и международного банковского кредитования;
- расширение рынков евровалют, еврооблигаций и других ценных бумаг;
- возникновение и развитие финансовых рынков (Emerging Markets) развивающихся и переходных стран;
- относительное снижение объема международных официальных ресурсов при усилении тенденции к международному регулированию;
- внедрение современных электронных технологий, средств коммуникации и информации.

Развитие финансовой глобализации стимулируется многими факторами, в том числе:

- усилением неравномерности развития и распределения финансовых ресурсов;
- увеличением активных и пассивных сальдо текущих платежных балансов;

- острой нехваткой в большинстве стран собственных ресурсов для осуществления внутренних инвестиций, покрытия дефицита государственных бюджетов, проведения социально-экономических преобразований, в том числе приватизации;
- осуществлением слияний и поглощений компаний и банков;
- выполнением государственных и корпоративных долговых обязательств по внутренним и внешним заимствованиям;
- дерегулированием финансовой сферы и либерализацией финансовых рынков.

В регулировании трансграничного движения финансов определились следующие направления:

- повышение транспарентности (прозрачности) финансовых рынков и деятельности регулирующих органов;
- улучшение качества национального и международного регулирования;
- обеспечение согласованности и совместимости национального законодательства и регулятивных механизмов рынков;
- укрепление сотрудничества всех ветвей власти в процессе разработки и осуществления норм и антикризисных мер в области трансграничного движения капитала и других секторов финансового рынка;
- реформирование международных финансовых организаций.

Развитие финансовой глобализации обеспечивается ликвидными ресурсами, ищущими прибыльного приложения. Совокупный объем публичных (государственных) и частных финансовых ресурсов, включая активы транснациональных финансовых и нефинансовых корпораций, институциональных (коллективных) инвесторов, а также средства физических лиц, составляет сумму, исчисляемую многими триллионами долларов, многократно превысившими мировой ВВП, значительная часть которых поступает в международный оборот. В условиях более открытых, чем когда-либо раньше, национальных

экономик и свободных рынков, с использованием современных средств коммуникаций и информации эти ресурсы свободно перемещаются по миру.

О масштабности финансовой глобализации свидетельствуют расширение зарубежной деятельности ТНК, увеличение международных финансовых потоков, иностранных обязательств/активов стран мира и другие. За 1990-2009 гг. мировой ВВП увеличился в 2,5 раз, мировой экспорт товаров и услуг – в 3,6 раз, валовое производство зарубежных филиалов ТНК – в 3,9 раз, их активов – в 13,0 раз<sup>1</sup>. В 2007 г. мировой вывоз финансовых ресурсов возрос в 3,2 раза по отношению к 2000 г. и составил 9,0 трлн долл., в том числе из развитых стран – в 2,7 раза и 6,7 трлн долл., из стран развивающихся и с формирующимися рынками – в 8,1 раза и 2,3 трлн долл.; за 1995-2010 гг. мировой объем вывезенных ПИИ увеличился в 5,6 раз и составил 20,4 трлн долл.<sup>2</sup>.

Показателем уровня развития глобализации финансов может служить капитал, функционирующий за пределами стран происхождения в объеме международных обязательств/активов на определенную дату, который включает совокупные обязательства/активы стран мира перед нерезидентами. В 2008 г. совокупные обязательства стран мира перед нерезидентами составили, по нашим оценкам, более 81 трлн долл., увеличившись с 2000 г. в 2,3 раза, а по отношению к мировому ВВП – в 1,2 раза; в том числе обязательства развитых стран возросли в 2,2 раза и составили 69,1 трлн долл., развивающихся и с формирующимися экономиками – в 2,9 раза<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> UNCTAD, World Investment Report, 2001, p. 10; Доклад о мировых инвестициях, 2010, с. 6.

<sup>2</sup> UNCTAD, World Investment Report, 2010, 2011; IMF, Global Financial Stability Report, 2010 Oct.

<sup>3</sup> IMF, International Financial Statistics, Yearbook, 2006, 2010.

## **Ключевые слова**

Глобализация; либерализация; открытая экономика; транснационализация; инновационная экономика.

## **3. МИРОВАЯ ДОЛГОВАЯ ЭКОНОМИКА**

### ***3.1. Внешние долги и платежи***

Внешние долги или внешняя задолженность – это долги нерезидентам в любой валюте, независимо от места получения иностранных кредитных средств - из-за рубежа или в стране заёмщика. Внешние долги можно классифицировать по кредиторам, по заемщикам, по срокам. По типу заемщика внешние долги могут быть государственными (публичными), гарантированными государством и частными. Государственными являются долги центральных и местных органов власти, других правительственных учреждений. Первоочередными являются обязательства по суверенным долгам центрального правительства.

Долгами, гарантированными государством, являются долги финансовых и нефинансовых корпораций с участием государства, а также частных структур, платежи по которым гарантируются и страхуются государством. Частным негарантированным внешним долгом считается долг, образованный в результате получения фирмами кредитов и займов у нерезидентов, размещения ими долговых ценных бумаг на международных рынках и получения других иностранных кредитных средств.

Тяжесть долговой нагрузки страны определяется многими показателями, важнейшие из них следующие:

- отношение общей суммы внешнего долга к ВВП (в%);

- отношение общей суммы внешнего долга к доходам от экспорта товаров и услуг (в%);
- отношение платежей по обслуживанию внешнего долга к ВВП (в%);
- отношение платежей по обслуживанию внешнего долга к экспорту товаров и услуг (в%);

Долговую зависимость страны можно измерить уровнем тяжести долговой нагрузки страны по обязательствам перед нерезидентами. Верхним пределом размера внешнего долга, который теоретически позволяет его своевременно обслуживать, считается его отношение к ВВП до 40-60%, а также к экспорту товаров и услуг до 200-250%; отношение платежей по обслуживанию долга к экспорту товаров и услуг до 20-25%. Платежеспособность стран-должников по внешним обязательствам определяется состоянием их экономики, ее адекватностью мирохозяйственным условиям, их умением управлять своим долгом и другими факторами.

### ***3.2. Дефициты и профициты стран и регионов по внешним обязательствам***

Основной причиной привлечения внешних финансовых ресурсов, накопления долгов нерезидентам является различная финансовая самообеспеченность стран мира. Различаются страны *профицитные* с избытком финансовых средств, не находящих прибыльного использования в стране происхождения, и *дефицитные*, испытывающие нехватку собственных ресурсов для экономического развития и выполнения международных обязательств. Показателями финансовой самообеспеченности стран и регионов служат балансы по текущим расчетам и балансы внутренних сбережений и внутренних инвестиций (чистая кредитная позиция).

*Баланс по текущим расчетам.* С 1980-х гг. главным фактором неуравновешенности международных текущих расчетов становится хронический дефицит текущего баланса США, который составил в среднегодовом исчислении в 2005-2009 гг. 663 млрд долл. (4,9% ВВП США); дефицит стран еврозоны составлял 51,4 млрд долл. и 0,4% ВВП<sup>4</sup>.

В 2000-е гг. совокупный баланс по текущим расчетам стран развивающихся и с формирующимися экономиками был стабильно положительным с нарастающим трендом. В 2005-2009 гг. их совокупный актив превысил совокупный дефицит развитых стран на 197 млрд долл., обеспечив, тем самым, положительное сальдо по мировым текущим расчетам; в том числе среднегодовой актив Китая по текущим расчетам составил 8,5% ВВП, стран Среднего Востока и Северной Африки - 13,7% ВВП, России - 7,3% ВВП<sup>5</sup>.

*Чистая кредитная позиция* - это баланс внутренних сбережений (с плюсом) и внутренних инвестиций (с минусом); соотношение нормы сбережений и нормы инвестиций определяет норму чистого кредитования (% ВВП). Превышение инвестиций над сбережениями характеризует экономику страны как дефицитную, покрывшую нехватку инвестиций ресурсами нерезидентов.

Напротив, превышение сбережений над инвестициями указывает на избыток сбережений по отношению к внутренним инвестициям и характеризует страну как профицитную, располагающую экспортным потенциалом. Отношение баланса инвестиций и сбережений к ВВП в процентах показывает норму чистого кредитования, которая может быть положительной или отрицательной (заемной); она определяет профицит/дефицит по внутренним инвестициям (% ВВП).

---

<sup>4</sup> IMF, World Economic Outlook, 2011, Sept.

<sup>5</sup> Ibidem.

В течение долгих лет США поддерживают внутренние инвестиции притоком внешних ресурсов, который в среднегодовом исчислении составил в 2005-2010 гг. – 4,3% ВВП при средней норме внутренних сбережений 13,9% ВВП<sup>6</sup>. Острую нехватку внутренних сбережений испытывает и Великобритания.

Страны еврозоны в 2005-2010 гг. имели положительную чистую кредитную позицию в размере 1,6% ВВП в среднегодовом исчислении; Япония является чистым экспортером капитала с положительной чистой кредитной позицией в размере 3,6% ВВП, НИС ЮВА – 6,5% ВВП.

В 2005-2010 гг. группа стран развивающихся и с формирующимися экономиками имела положительную чистую кредитную позицию в размере 6,5% ВВП в среднем, развивающиеся страны Азии – 4,7%, СНГ – 5,2% ВВП соответственно<sup>7</sup>.

### ***3.3. Долговые обязательства стран развитых, развивающихся и с формирующимися экономиками перед нерезидентами***

Развитые страны являются основными получателями и главной сферой приложения международных финансов. В 2007 г. их доля в мировом импорте финансовых ресурсов составила – 80,7%, прямых иностранных инвестиций – 69,0%. Совокупные обязательства группы развитых стран перед нерезидентами в объеме вложенных в их экономику инвестиций стабильно превышают их зарубежные активы.

В течение долгих лет они имеют совокупные отрицательные показатели по балансу иностранных активов и обязательств, что характеризует эту группу стран как чистого получателя международных ресурсов. В 2005 г. их чистая международная инвестиционная позиция составила минус 2,07 трлн долл., в 2008 г. - минус 2,4 трлн долл.

---

<sup>6</sup> Ibid.

<sup>7</sup> Ibid.

В 2008 г. 10 из 33 государств, образующих, по классификации МВФ, группу развитых (продвинутых) стран, были чистыми кредиторами с различным уровнем превышения активов над обязательствами, остальные – чистыми реципиентами<sup>8</sup>.

В структуре международных обязательств развитых стран преобладают долговые обязательства перед нерезидентами-кредиторами, подлежащие обслуживанию и погашению на согласованных условиях, которые в 2008 г. составили около 50 трлн долл.; их долговые требования к нерезидентам равнялись 45,0 трлн долл.

По классификации МВФ, в 2010 г. из 150 стран развивающихся и с формирующимися экономиками 29 были чистыми кредиторами, включая экспортеров нефти (27), а также Китай и Малайзию; остальные (121) – чистые должники, в том числе 77 стран своевременно выполняли свои долговые обязательства перед кредиторами.

Чистые должники в количестве 44 стран образовали группу несостоятельных должников с платежными трудностями, которые в 2004-2008 гг. нарушали графики обслуживания долговых обязательств или/и их долги перед международными кредиторами реструктурировались (переоформлялись). МВФ выделяет группу бедных стран с чрезмерной внешней задолженностью (39 государств), а также 28 государств, основным источником внешнего финансирования которых были официальные ресурсы, что свидетельствует об их крайне тяжелом финансовом положении.

Внешняя задолженность несостоятельных должников, в основном государственная и гарантированная государством; нехватка бюджетных средств вынуждает эти страны обращаться за помощью к международным организациям и официальным кредиторам. Бедные страны с чрезмерной внешней задолженностью поддерживают свою экономику только за счет

---

<sup>8</sup> IMF, International Financial Statistics, Yearbook, 2010.

притока льготных или безвозмездных средств иностранных государств и международных организаций.

Платежеспособные страны обслуживают свои внешние долги из валютных доходов, полученных в основном от экспорта товаров и услуг, а также заимствуя на международных рынках долговых ценных бумаг и банковских кредитов.

Совокупный внешний долг группы стран развивающихся и с формирующейся экономикой за 2002-2010 гг. удвоился и составил 5,1 трлн долл., долговые платежи возросли в 2,2 раза и достигли 1,7 трлн долл., но тяжесть долговой нагрузки снижалась<sup>9</sup>. За 2002-2010 гг. внешний долг (ВД) к ВВП снизился с 36,8 до 24,7%, к экспорту товаров и услуг (ЭТУ) - с 122,9 до 77,9%; платежи по обслуживанию внешнего долга (ОВД) к ЭТУ – с 38,1 до 25,8%, в том числе амортизационные платежи – с 32,3 до 23,0%, процентные – с 5,9 до 2,8%<sup>10</sup>.

Наиболее низкие показатели по долговой нагрузке имели развивающиеся страны Азии и нефтеэкспортеры Среднего Востока и Северной Африки, а также страны Субсахарской Африки, которым международные кредиторы оказывают значительную помощь в ослаблении долгового бремени посредством прощения и реструктуризации долгов. За эти годы несколько ослабло бремя долговой нагрузки в регионе Латинской Америки и Карибского бассейна; в странах СНГ и Центральной и Восточной Европы улучшений не наблюдалось.

#### ***4.4. Мировой внешний долг***

В условиях финансовой глобализации внешние заимствования, долги нерезидентам и их обслуживание прочно вошли в механизм функционирования национальных экономик, превратив все страны мира в

---

<sup>9</sup> IMF, World Economic Outlook, 2010, Oct.

<sup>10</sup> Ibid.

должников, абсолютное большинство которых являются чистыми должниками с превышением обязательств над требованиями к нерезидентам-дебиторам.

Совокупные долговые обязательства стран мира перед нерезидентами образуют мировую внешнюю задолженность или мировой внешний долг, который в 2011 г. достиг 65,0 трлн долл., увеличившись с 2003 г. в 2 раза, при этом соотношение совокупных внешних долгов развитых стран и стран развивающихся и с формирующимися экономиками практически не изменилось и составило в 2011 г. 94,3 и 5,7%<sup>11</sup>.

Динамика внешнего долга ведущих развитых стран отличалась определенной равномерностью, и за 2003-2011 гг. их внешний долг увеличился в 2,0 раза и составил 61,3 трлн долл., в том числе США и еврозоны – в 2,1 раза и составил соответственно 14,8 и 26,8 трлн долл., Японии – в 1,9 раза (2,6 трлн долл.), Великобритании – в 1,8 раза (9,8 трлн долл.). Совокупный внешний долг развивающихся стран и с формирующейся экономикой за рассматриваемый период увеличился в 2,1 раза (3,7 трлн долл.), в том числе Латинской Америки – в 5,0 раз (0,9 трлн долл.), европейских стран – в 3,3 раза (1,9 трлн долл.), Азии – в 1,8 раза (0,7 трлн долл.).

За 2003-2011 гг. в структуре мирового внешнего долга произошли существенные изменения: доля государственного долга в объеме обязательств органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования стран мира возросла с 20,2 до 23,2%; доля корпоративного долга снизилась с 79,8 до 76,8%<sup>12</sup>.

Во внешнем долге развитых стран доля государственного долга увеличилась с 18,7 до 22,5%, что указывает на рост их бюджетных

---

<sup>11</sup> <http://www.cbr.org.yandex.ru/> 18.08.2011 г.

<sup>12</sup> IMF, Global Financial Stability Report, 2011, Sept., p. 11; <http://www.cbr.org.yandex.ru/> 18.08.2011 г.

дефицитов и заимствований на международных кредитных рынках; доля корпоративного долга снизилась с 81,3 до 77,5%. Корпорации развивающихся и формирующихся стран значительно активизировали и диверсифицировали свою деятельность на мировых кредитных рынках, и доля их государственного долга сократилась с 46,5 до 29,6%, корпоративного долга увеличилась с 53,5 до 70,4%.

Страны развитые, развивающиеся и с формирующимися экономиками существенно различаются по источникам заимствования, по их целевому использованию, по платежеспособности, по уровню тяжести и переносимости долговой нагрузки и т.п. Внешняя задолженность развитых стран, особенно со свободно используемыми валютами, принципиально отличается от задолженности других стран, а именно:

- развитые страны являются не только дебиторами, но и крупными кредиторами. Их международные активы по предоставленным в кредит средствам в значительной мере покрывают долговые обязательства перед нерезидентами.
- Их внешние долги на порядок ниже их внутренних долговых обязательств.
- Основными международными заемщиками и должниками в этих странах являются частные финансовые и нефинансовые корпорации, которые обычно не имеют государственных гарантий и не обременяют государственный бюджет.
- Заемщики и эмитенты из развитых стран имеют свободный доступ на международные финансовые рынки на наиболее выгодных условиях в соответствии с их высоким инвестиционным рейтингом.
- Страны со свободно используемой валютой (СКВ) могут пополнять ликвидность эмиссией национальной валюты.
- Их задолженность по внешним обязательствам в значительной мере покрывается притоком международных финансовых ресурсов.

- Развитые страны не получают кредитов МВФ и Всемирного банка более 30 лет.
- Страны-члены ЕС с экономическими показателями ниже средних по ЕС получают финансирование из различных структурных фондов; там действует механизм коллективного финансирования стран-членов с бюджетными дефицитами, а во время кризиса был создан специальный фонд для поддержания евро.

Развитые страны испытывают нехватку государственных средств. За 2002-2009 гг. их совокупная норма чистого государственного заимствования увеличилась с 3,3 до 8,8% ВВП. Их правительства и другие органы власти активно привлекают синдицированные банковские иностранные и еврокредиты, эмитируют долговые ценные бумаги на международных и местных рынках, часть которых приобретают нерезиденты, что увеличивает государственный внешний долг и обременяет бюджеты центральных органов власти.

За 2002-2009 гг. совокупный бюджетный дефицит развитых стран увеличился с 2,9 до 5,6% ВВП, в том числе США – с 2,9 до 7,2%; еврозоны – с 2,9 до 4,3%; Великобритании – с 1,9 до 8,3%; Японии – с 7,0 до 7,3% ВВП соответственно. Рост бюджетных дефицитов способствовал увеличению внешних заимствований и долгов центральных правительств.

### ***3.5. Долговая экономика Соединенных Штатов***

В финансовом положении США по отношению к внешнему миру условно можно выделить три периода. До первой мировой войны (до 1914 г.) США были чистым импортером капитала и международным должником со стабильным превышением объема иностранных инвестиций в американской экономике над зарубежными инвестициями США. Первая мировая война ускорила превращение США в чистого международного кредитора с превышением зарубежных активов над

обязательствами перед нерезидентами, и в этом качестве они оставались до 1985 г. включительно.

Все эти долгие годы объем собственных финансовых ресурсов покрывал или даже превышал внутренние финансовые потребности США. Перераспределение собственных ресурсов обеспечивало покрытие дефицита федерального бюджета, внутренние инвестиции, потребности населения. Баланс по экспорту/импорту капитала, а также по зарубежным активам и обязательствам оставался положительным, что свидетельствовало о финансовой независимости американской экономики.

В начале 1980-х гг. между потребностями экономики и собственными финансовыми возможностями возник разрыв, и в дальнейшем он все более увеличивался. Нарастание внешнего долга стимулировалось целенаправленной государственной политикой масштабной структурной перестройки и развития наукоемких отраслей с привлечением капитала нерезидентов, и произошел переход к открытой модели развития с высоким иностранным компонентом.

Иностранный капитал пошел мощным потоком в США, где его привлекает развитый финансовый рынок, квалифицированные финансовые посредники, большой выбор финансовых инструментов, широкие возможности хеджирования рисков, гарантированный доход, а также дерегулирование деятельности и усиление международных конкурентных позиций банков.

С середины 1980-х гг. долговая модель функционирования американской экономики приняла необратимый характер. Она развивается в дефицитном режиме и постоянно испытывает острую нехватку собственных финансовых ресурсов для осуществления внутренних инвестиций, покрытия растущего дефицита по текущим операциям, обслуживания внешнего долга. Ее развитие поддерживается масштабным

притоком иностранных инвестиций, накопленный объем которых в 2008 г. составил 162% ВВП; в 2009-2011 гг. внешний долг превысил ВВП США.

США являются крупнейшим получателем мировых финансовых ресурсов со среднегодовой долей в 30,3% за 2000-2009 гг., при этом приток капитала стабильно превышает его отток. В 2008 г. обязательства США перед нерезидентами превысили их активы на 17,1% и составили 33,7% совокупных обязательств развитых стран.

Многолетний масштабный чистый приток иностранного капитала в США способствует поддержанию на высоком уровне инвестиций, необходимых для интенсивной структурной перестройки экономики; снижению налогов, что ослабляет напряженность на рынке кредита; стимулирует предпринимательскую деятельность и покупательную способность населения; покрывает дефицит текущего платежного баланса и компенсирует нехватку национальных инвестиционных ресурсов.

Внешний долг США с 2003 г. до первого квартала 2011 г. увеличился в 2,1 раза и составил 14,8 трлн долл. (102,0% ВВП), что равнялось 22,8% мирового внешнего долга. При этом государственный долг США нерезидентами возрос в 2,7 раза и составил 4,9 трлн долл. (33,4% ВВП); корпоративный внешний долг увеличился в 1,9 раза и достиг 9,9 трлн долл. (67,3% ВВП).

Многие показатели свидетельствуют о сложившемся долговом характере американской экономики с высокой зависимостью от притока иностранных ресурсов. Это, прежде всего, высокие дефициты по внешней торговле и текущим расчетам, высокий уровень внешних заимствований и их растущая доля в совокупных инвестициях, что позволяло американской экономике успешно развиваться до кризиса 2007 г. и поддержало их экономику во время кризиса.

## Ключевые слова

Внешний долг; дефицитная экономика, долговая экономика; долговая нагрузка по внешним обязательствам; международные финансы, международная инвестиционная позиция; нетто-внешняя задолженность; финансовая глобализация; чистая кредитная позиция.

## 4. ТЕОРИИ МЕЖДУНАРОДНОГО ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛА

### 4.1. Вывоз капитала в классических и неоклассических теориях

*А. Смит* отметил главную причину движения денежного капитала между странами – соотношение вексельных курсов. Он показал, что при снижении вексельного курса национальной валюты “бегство” денежного капитала из страны неизбежно, несмотря ни на какие запреты. *Д. Рикардо* теоретически обосновал возможность перемещения предпринимательского капитала из одной страны в другую страну в поисках более прибыльного занятия.

Идеи основоположников экономической теории развил *Дж. Ст. Милль*. Он утверждал, что вывоз капитала всегда способствует расширению торговли и наиболее рациональной производственной специализации стран; он противодействует понижению нормы прибыли в вывозящей стране, позволяет, не понижая нормы прибыли, больше вкладывать капитала в производство промышленных товаров, которые могут быть использованы в уплату за сырые продукты. Дополнительным мотивом для вывоза капитала выступает тенденция нормы прибыли к понижению в стране-экспортере; в принимающей стране норма прибыли должна покрывать риск, который иностранный инвестор имеет в чужой стране.

Милль обосновал высокую стоимость внешних кредитов и правительственные гарантии для менее богатых стран с высокими рисками. Он сформулировал главную задачу страны-заемщика капитала – производительное использование капитала в целях повышения национального дохода страны-реципиента. Милль особо подчеркивал, что для обслуживания внешнего долга необходимо ежегодное превышение экспорта над импортом, равное стоимости переводимых денег в погашение кредита.

В неоклассических теориях движение капитала рассматривается в качестве условия, обеспечивающего рациональное распределение факторов производства и установление наиболее благоприятных цен. *Э. Хекшер*, опираясь на теорию предельной полезности, сформулировал тезис о наличии в условиях свободной торговли тенденции к международному равновесию цен товаров и факторов производства (труда и капитала) – закон равновесия факторных цен. Его последователь *Б. Олин* утверждал, что основным стимулом международного движения капитала служит норма процента капитала, который перемещается из мест, где его предельная производительность низка, в места, где она высока. В качестве дополнительных стимулов, которые могут влиять на направление и масштабы движения капитала, он выделил политические мотивы, стремление к диверсификации инвестиций в международном масштабе, тарифные ограничения, различия в нормах прибыли.

Верхний предел для чистого движения капитала из одной страны в другую Олин определял предложением отечественного ликвидного капитала в объеме новых сбережений и доходов от ранее сделанных инвестиций за рубежом, полагая, что может быть вывезен не только избыточный, но и необходимый капитал. По Олину, вывоз капитала означает замену отношений равных торговых партнеров отношениями

кредитора/инвестора и реципиента/должника, а конкуренция товаров заменяется конкуренцией капиталов.

*Р. Нурксе* рассматривал в качестве основы международного движения капитала различия в процентных ставках, динамика которых определяется спросом и предложением капитала. Он предложил несколько моделей движения капитала. В первой модели рассматривается движение капитала между двумя странами, производящими потребительские товары, которое начнется в одной из стран, если произойдут изменения в объеме производства из-за внедрения новых технологий. Если это капиталоемкое производство, возрастет импорт капитала, трудоемкое – увеличится экспорт капитала. Вторая модель связывает движение капитала между торговыми партнерами при условии изменения спроса на их товары на мировом рынке: при увеличении спроса увеличится приток капитала и наоборот.

*Иверсен К.* разделял международные потоки капитала на реальные потоки и на уравнивающие платежный баланс; увязал предельную международную мобильность капитала с издержками его перевода; утверждал, что различные виды капитала имеют неодинаковую мобильность, что позволяет одной и той же стране одновременно выступать экспортером и импортером капитала. Он отметил, что ограничения на приток иностранного капитала всегда побуждают импортеров увеличивать товарный экспорт и сокращать импорт; увеличение предложения товаров ведет к снижению мировых товарных цен, особенно сырьевых с низкой эластичностью, снижается норма прибыли, сокращается приток капитала, ухудшается соотношение экспортных и импортных цен.

#### **4.2. Кейнсианство и некейнсианство**

*Дж. М. Кейнс* рассматривал вывоз капитала как проявление неблагоприятного баланса сделок по капитальным счетам. Вывоз

капитала или зарубежное кредитование, по мнению ученого, характеризуют фундаментальные сделки, передающие национальные деньги (или требования на них) в распоряжение иностранцев с целью получения от них некоторых видов обязательств, титулов собственности или будущей прибыли. Он утверждал, что страна может превратиться в действительного экспортера капитала, когда ее экспорт товаров превысит импорт, ибо рост зарубежных инвестиций должен поддерживаться положительным сальдо торгового баланса страны-экспортера. В связи с этим необходимо перераспределение факторов производства в пользу экспортоориентированных отраслей.

Такое перераспределение факторов осуществимо лишь путем снижения заработной платы до уровня более низкого, чем у конкурентов, что даст удешевление экспорта и повышение эффективности капитала в экспортных отраслях, сократив спрос на импортные товары. Кейнс утверждал, что вывоз капитала может быть потерей для страны, если он не стимулирует увеличение товарного экспорта и занятости, и его необходимо регулировать таким образом, чтобы отток капитала соответствовал приросту товарного экспорта.

Велика заслуга Кейнса в разработке концепции государственного заимствования и дефицитного финансирования развития. Он предложил увеличить государственные заимствования, ибо, по его расчетам, рост государственных расходов увеличивает государственные инвестиции и потребление, и соответственно – совокупный спрос, что позволит через эффект мультипликатора в скором времени добиться более эффективного использования ресурсов и вывода экономики из стагнации.

Неокейнсианцы обратили внимание на проблему урегулирования платежного баланса и ее связь с темпом экономического роста, инвестициями и уровнем занятости. Они исследовали факторы,

определяющие движение платежного баланса; вывоз капитала увязали с активом по внешней торговле, накоплением иностранных платежных средств, которые передаются в банковскую систему, идут на увеличение импорта; отметили, что скопление иностранных платежных средств меняет курс валют и стимулирует спекулятивное движение капитала.

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

**Ф. Махлуп** установил причинную связь между экспортом капитала, отечественными инвестициями, торговым (платежным) балансом и национальным доходом, ввел понятия автономного и стимулированного движения капитал. Автономное движение капитала не является следствием каких-либо изменений в доходах и платежном балансе; стимулированное - вызывается изменением в доходах и в состоянии платежного баланса. Он полагал, что объем экспорта находится в такой же связи со склонностью импортировать, в какой объем внутренних инвестиций находится со склонностью сберегать.

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

Вывоз капитала может быть и не связанным с активным торговым балансом. Предприниматели могут покупать иностранные платежные средства в банковской системе и вывозить капитал, и, если эти операции окажутся выгодными, то вывоз будет продолжаться за счет сокращения внутренних инвестиций и снижения дохода в стране-экспортере. Снижение дохода, в свою очередь, снизит импорт товаров и увеличит экспорт товаров. В стране-импортере капитала произойдет обратное явление, и неравновесие торговых балансов даст дополнительный импульс движению капитала.

Махлуп утверждал, что влияние вывоза капитала на экономику страны-экспортера зависит от источника формирования средств для вывоза капитала. Если они формируются за счет ликвидных резервов и новых банковских кредитов, то это не влияет на объем потребления и внутренние инвестиции. Если вывоз капитала связан с изъятием из обращения уже существующих кредитных обязательств, то он может влиять на сокращение инвестиций и потребления, чему противостоит расширение товарного экспорта. Вывезенный капитал дает приток доходов из-за рубежа, но он не способствует производительному накоплению и росту занятости, и при этом повышается норма безработицы, снижается зарплата.

Влияние импорта капитала, по Махлупу, определяется формами его привлечения. Приток прямых инвестиций не образует долгов. Спрос иностранцев на отечественные ценные бумаги поднимает цены акций и облигаций, позволяет увеличить эмиссии новых ценных бумаг для реальных инвестиций, что вызовет рост потребления и дохода. При этом увеличивается объем долговых обязательств и платежей по обслуживанию внешнего долга, а также отток прибылей и дивидендов.

*Харрод Р.* создал концепцию взаимосвязи темпов экономического роста, формирования сбережений, движения торгового баланса и экспорта

капитала. В экспорте капитала он видел один из важнейших путей преодоления избытка сбережений и тенденции к депрессии. Состояние торгового баланса связывалось с объемом экспорта, величиной внутренних инвестиций и склонностями импортировать и сберегать. По Харроду, активное сальдо торгового баланса увеличивает ликвидную позицию страны, порождает тенденцию к снижению процентной ставки сначала по краткосрочным вкладам, затем по долгосрочным депозитам и всем ценным бумагам. Чрезмерное снижение процента заставит кредиторов искать более высокий процент в других странах.

Харрод рассматривал вывоз капитала в целях международного развития в менее развитые страны с низкой склонностью к сбережениям и высокой склонностью к импорту передачу нуждающимся странам средств, излишних для страны-экспортера, которая получает высокий процент на капитал в отсталых странах в качестве премии за риск.

### ***4.3. Марксистская теория***

Марксистская теория вывоза капитала по существу базируется на идее предельной производительности факторов производства, которая для капитала определяется нормой прибыли. Капитал вывозится за границу не потому, что он абсолютно не мог бы найти применения внутри страны, а потому, что за границей он может быть помещен при более высокой норме прибыли. ***Р. Гильфердинг*** доказал, что финансовый капитал в поисках более высокой нормы прибыли устремляется в отсталые страны, которые постепенно утрачивают способность проводить независимую экономическую политику и попадают под полную зависимость от кредиторов.

***В.И. Ленин*** считал, что возможность для вывоза капитала создается тем, что ряд отсталых стран уже втянут в оборот мирового капитализма; а необходимость вывоза капитала определяется недостатком поприщ

прибыльного помещения в стране происхождения. В анализе вывоза капитала он обращал особое внимание на неравномерность развития отдельных стран и отраслей как фактор, стимулирующий международную миграцию капиталов. Он отмечал, что избыток капитала обращается на повышение прибыли путем вывоза его за границу и, прежде всего, в отсталые страны, где прибыль высока, ибо капиталов мало, цена земли сравнительно невысока, а зарплата низкая и сырые материалы дешевы.

#### ***4.4. Теории миграции капиталов между развитыми странами***

В модели ***Бортса-Копеки*** чистый экспорт капитала рассматривается как разность между инвестициями и сбережениями, которая зависит от доходов на капитал. Вывоз капитала связан с сальдо доходов на капитал; если  $VНД > ВВП$ , то страна является чистым экспортером капитала; если  $VНД < ВВП$ , то страна является чистым импортером капитала. Для объяснения миграции капиталов между развитыми странами широко используется «предпочтение ликвидности», под которой понимается желание индивидуумов удерживать богатство в форме денег; а норма процента определяется степенью нежелания расставаться с непосредственным распоряжением деньгами; купля-продажа активов трактовалась с точки зрения уровня их ликвидности.

По мнению ***Дж. Тобина***, все краткосрочные ценные бумаги высоколиквидны, долгосрочные ценные бумаги обладают низкой ликвидностью, уровень которой зависит от нормы процента. Поведение инвестора всецело определяется соотношением риска доходов и потерь с нормой прибыли (процента) и степенью легкости конверсии инвестиций в деньги.

***Г. Дж. Грабел*** выделил следующие факторы, влияющие на потоки капитала: - общая величина капитальных активов, которыми владеют инвесторы; соотношение норм процента (дивиденда, прибыли),

приносимыми отечественными и иностранными активами; соотношение степени риска по операциям с национальными и иностранными активами; оценка наиболее выгодного сочетания уровня доходности активов и степени риска операций. Он составил таблицу наиболее выгодного вложения американского частного капитала в обыкновенные акции корпораций ряда развитых стран.

**Ч. П. Киндлебергер** показал, что экспорт капитала из США в Европу в послевоенные десятилетия представлял собой обмен краткосрочных европейских облигаций на долгосрочные американские инвестиции. В США преобладало долгосрочное кредитование и краткосрочное заимствование, отсюда низкая норма процента на долгосрочный капитал и высокая норма процента на краткосрочный капитал; в Европе сложилась высокая норма процента на долгосрочный капитал и низкая норма процента на краткосрочный капитал.

Взаимное движение капитала было обусловлено стремлением каждой страны удовлетворить свой спрос на капитал соответственно уровню предпочтения ликвидности. Американские кредиторы приобретали долгосрочные ценные бумаги, преимущественно акции, германские – краткосрочные обязательства. Взаимное движение капитала между двумя развитыми странами будет иметь место даже тогда, когда сбережения равны инвестициям в обеих странах, но предпочтение ликвидности различно.

Французские экономисты **У. Салант, С. Кольм и Ж.-П. Лафарг** считали, что причиной взаимного обмена капиталами между США и Западной Европой является превращение США в международного финансового посредника. Американские институты осуществляют превращение краткосрочных вкладов в долгосрочный капитал с меньшими издержками и под более низкий процент. Они также предоставляют

поручительство, позволяющее инвестировать долгосрочные сбережения с наименьшим риском и высокой доходностью.

Из стран Западной Европы в США идет краткосрочный капитал, который затем возвращается в западноевропейские страны, но уже в форме долгосрочных средств, используемых преимущественно для финансирования прямых зарубежных инвестиций американских корпораций. Американские корпорации по своей экономической мощи опережают своих западноевропейских конкурентов, поэтому их ценные бумаги более привлекательны для инвесторов, что и облегчает американским корпорациям приобретение западноевропейских активов в обмен на свои обязательства.

#### ***4.5. Теории движения капитала в эпоху транснационализации и глобализации***

Многие западные экономисты рассматривают прямые зарубежные инвестиции в рамках различных концепций ТНК, в том числе теорий «роста фирм», «монополистических преимуществ», «жизненного цикла продукта» «валютного риска». В теориях роста расширение зарубежной деятельности связано с размерами фирм; приоритеты отдаются расширению сбыта посредством выпуска новых видов продукции, диверсификации производства, проникновения на новые зарубежные рынки.

В общем виде теория монополистических преимуществ базируется на том, что иностранному инвестору нужны дополнительные преимущества, чтобы получить более высокую прибыль по сравнению с местными инвесторами. Такими дополнительными монополистическими преимуществами могут быть уникальный продукт, превосходство в технологии или в обладании патентом; свободный доступ к источникам капитала в особо крупных

размерах; преимущества в масштабах производства, в менеджменте, в маркетинге, в рекламе, в льготном режиме для иностранных инвесторов и др.

В модели жизненного цикла продукта *Р. Вернона* в качестве основного преимущества компании-инвестора выдвигается ее способность к поэтапной адаптации в международном масштабе к уровню спроса на технологически новый продукт с целью сохранения монополистических позиций на рынке. Американские предприятия, утверждает автор, создают зарубежные дочерние компании для того, чтобы эксплуатировать остатки своих преимуществ.

В модели монополистических преимуществ *С. Хаймера* зарубежный инвестор рассматривается как временный монополист на определенном рынке. Зарубежное инвестирование осуществляется им с целью преодоления конкуренции, сохранения контроля над рынком, своих секретов производства и технологий.

По эклектической модели *Дж. Даннинга* фирма начинает зарубежное производство посредством прямых инвестиций при наличии трех предпосылок. Во-первых, фирма должна обладать специфическими преимуществами по сравнению с другими фирмами в данной зарубежной стране. Во-вторых, ей выгоднее самой организовать зарубежное производство, а не реализовать свои преимущества через экспорт товаров или технологий. В-третьих, она использует за рубежом некоторые производственные ресурсы более эффективно, чем в стране происхождения. Сочетание этих трех условий делает зарубежное прямое инвестирование наиболее эффективным, поэтому эклектическая модель пользуется большой популярностью.

Японский экономист *Ю. Онитсука* подразделяет страны по насыщенности капиталом и по норме сбережений и объясняет международное движение капитала неравномерностью прохождения

разными странами фаз экономического роста. Он доказывает, что богатая капиталом страна с высокой нормой сбережений, при свободном движении капитала со временем обязательно превращается в кредитора-экспортера. Страна, бедная капиталом, но с высокой нормой сбережений, в условиях свободного движения капитала постепенно превращается в кредитора-экспортера, что и станет постоянной характерной чертой ее развития.

Сначала она становится незрелым дебитором-импортером, затем зрелым дебитором-импортером, когда снижение нормы прибыли уменьшает сумму отечественных инвестиций, которые оказываются меньше сбережений. Общее сокращение инвестиций снижает доходы, делает страну менее привлекательной для иностранного капитала, и импорт прекращается.

Затем она вступает в следующую фазу: импорт капитала отсутствует, превышение инвестиций над сбережениями порождает экспорта капитала, однако сохраняются платежи по задолженности. В результате страна становится сначала незрелым дебитором-экспортером. Накопление зарубежных инвестиций нарастает в результате экспорта капитала и, наконец, превышает иностранные инвестиции в экономике страны. Страна превращается в кредитора-экспортера, которая и станет постоянной характерной чертой ее развития.

Страна, богатая капиталом, но с низкой нормой сбережений, проходит те же самые фазы, но не достигает положения зрелого кредитора-экспортера, и положение незрелого кредитора-экспортера станет характерной чертой ее развития. Страна, бедная капиталом и с низкой нормой сбережений, вначале становится незрелым дебитором-импортером, затем становится зрелым дебитором-импортером, но она никогда не может стать кредитором-экспортером. Согласно теории Онитсука, каждой стране в зависимости от ее нормы сбережений предопределяется постоянное

устойчивое состояние, которого она достигает, пройдя положенные ей фазы роста.

### **Ключевые слова**

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

Раздел второй. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

## **5. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК**

### ***5.1. Валюты, валютный курс, паритет покупательной способности валюты***

Валютой является любой платежный документ или денежное обязательство, выраженное в той или иной национальной денежной единице и используемое в международных расчетах. Законным платежным средством на территории любого государства является эмитированная им национальная валюта. Национальные (внутренние или местные) валюты используются в стране эмиссии резидентами, которые могут также использовать валюту другого государства в качестве законного или незаконного платежного средства.

Национальные валюты, будучи депонированными за пределами страны происхождения, становятся евровалютами, т.е. оффшорными, наднациональными валютами, не подлежащими юрисдикции страны эмиссии. Резервной является иностранная валюта, в которой страны держат свои международные резервные активы. Твердая валюта – означает стабильный валютный курс.

Свободно конвертируемая валюта (СКВ) – это свободно используемая валюта для осуществления платежей по международным сделкам; она свободно покупается-продается на валютных рынках. Конвертируемость валюты означает ее свободный обмен на иностранную валюту и использование в сделках с реальными и финансовыми активами. Конвертируемость может быть ограниченной, т.е. только по текущим операциям или по операциям с капиталом, и свободной, что означает снятие всяких ограничений на конвертируемость валюты по всем операциям.

Использование иностранной валюты, например, доллара, в качестве средства обращения, единицы расчета и сбережения называется долларизацией. Уровень долларизации определяется долей иностранной валюты, пересчитанной в национальную валюту по официальному валютному курсу, в денежном обращении.

Валютный курс – это цена одной валюты, выраженная в другой валюте. Фиксирование курса национальной денежной единицы в иностранной денежной единице называется валютной котировкой, которая может быть прямой и обратной. Валютный курс банка-покупателя – это курс предложения (bid rate), по которому банк покупает иностранную валюту за национальную валюту. Курс банка-продавца - это курс спроса (ask rate/offer rate), по которому банк продает иностранную валюту за национальную валюту. Разница между курсом покупателя и продавца (спрэд) называется маржей, она покрывает издержки и формирует прибыль банка по валютным операциям.

Валютный режим устанавливается законодательством и может быть фиксированным или плавающим (колеблющимся). Уровень курса национальной валюты может быть жестко или гибко фиксированным к одной иностранной валюте или к группе валют. При фиксированном валютном курсе определяется центральный (базовый) курс валюты (central

rate) и допустимые пределы отклонения валютного курса от центральной ставки валюты. Поддержание фиксированного валютного курса требует интервенций центрального банка, отвечающего за валютный курс, посредством скупки/продажи национальной валюты.

Плавающие валютные курсы устанавливаются спросом и предложением и бывают управляемыми или свободными (независимыми). Режим управляемых валютных курсов допускает воздействие денежных властей (центральных банков) на движение валютного курса посредством активных интервенций на валютном рынке, но в этом случае банк не имеет базового показателя (central rate) валютного курса, который он должен обеспечить. При свободно плавающем валютном курсе возможны валютные интервенции центрального банка с целью недопущения резких колебаний валюты. Любой валютный курс отражает соотношение спроса/предложения на национальную валюту на валютных рынках.

Валютный курс отражает покупательную способность валюты, но не совпадает с ней. В основе определения паритета покупательной способности (ППС) валюты лежит правило одной цены, которое гласит, что в условиях свободной конкуренции одинаковые (идентичные) продукты торгуются на разных национальных рынках в результате арбитражных операций по одинаковым ценам, выраженным в разных валютах.

Для анализа влияния колебаний валютного курса применяются индексы номинального, реального и эффективного (реального) валютных курсов. *Номинальный валютный курс* – это текущий валютный курс на данную дату. Выраженный в индексе к базовому году за ряд лет он показывает динамику валютного курса в расчетных единицах СДР или другой иностранной валюте.

*Реальный валютный курс* – это номинальный валютный курс с учетом инфляции, т.е. приспособленный к относительным внутренним

ценам сопоставляемых стран. Например, индекс реального валютного курса рубля к доллару рассчитывается путем умножения индекса его номинального валютного курса на индекс цен российского рынка и деления на индекс цен американского рынка.

*Эффективный (реальный) валютный курс* – это курс национальной валюты к корзине валют стран-партнеров по торговле, рассчитанный по соотношению реальных валютных курсов.

Валютный курс «спот» - это текущий валютный курс; форвардный курс валюты - срочный валютный курс, по которому покупка/продажа валюты произойдет в какой-то определенный день в будущем по ставке «форвард». На форвардном рынке действуют хеджеры, в качестве которых обычно выступают фирмы; арбитражеры (в основном банки) и спекулянты. Хеджеры используют форвардный валютный рынок для защиты от валютного риска, арбитражеры - с целью получения безрискового дохода на разнице валютных курсов, которая образует форвардную премию или скидку; спекулянты рассчитывают получить доход, принимая на себя валютный риск.

## **5.2. Валютный рынок**

На рынке иностранной валюты правительственные учреждения, центральные и другие банки, фирмы, фонды, отдельные лица обменивают валюту одной страны на валюту другой страны посредством покупки/продажи финансовых активов, выраженных в иностранной валюте. Для любой валюты ее рынок складывается из всех международных финансовых центров, где эта валюта продается и покупается за другую валюту. Эти международные финансовые центры объединены между собой всеми видами связи и формируют единый международный валютный рынок.

Валютный рынок - это рынок денежный, краткосрочного капитала, обеспечивает базовые средства платежа. На валютном рынке формируется

валютный курс, происходит обмен (покупка/продажа) иностранных валют для финансирования международной торговли и осуществления инвестиций; объем валютного рынка зависит от объемов операций на международных рынках долгосрочного капитала.

Валютный рынок выполняет следующие функции:

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

Трансферт средств или покупательной силы из одной валюты в другую является важнейшей функцией валютных рынков. Лишь десятая часть от общего объема торговли валютой направляется на финансирование международной торговли и инвестирование; остальные девять десятых валютной торговли используются в сделках, заключаемых трейдерами и спекулянтами. Подавляющая часть валютных операций проводится в безналичной форме по текущим и срочным банковским счетам. Современные средства коммуникаций позволяют торговать валютой круглые сутки, за исключением выходных дней. Ежедневный мировой оборот валютного рынка составляет порядка 4 трлн долл.

На валютном рынке осуществляются денежные переводы, хеджирование, спекуляция, клиринг, краткосрочный кредит. Перевод

денег из одной страны в другую означает приобретение покупательной способности для осуществления платежей в иностранной валюте. Обмен валюты осуществляется посредством ее купли-продажи или посредством операций с валютными депозитами до востребования, т.е. через дебитование и кредитование банковских счетов вместо реальных обменов валюты.

Валютный рынок обеспечивает механизм клиринга при проведении международных платежей; он действует через оборот депозитов до востребования в иностранной валюте, которые банки хранят в банках-корреспондентах, расположенных в зарубежных финансовых центрах. Таким образом, в сделках с иностранной валютой преобладают операции с бессрочными валютными депозитами. Депозиты до востребования используются в торговле между банками, работающими на валютном рынке.

*Хеджирование* - это искусство страхования открытых позиций; оно является способом защиты от валютных позиций под риском, называемых валютным риском потенциальных убытков, оно осуществляется на рынках спот, опционов и фьючерсов, чаще на форвардном рынке, где не занимаются и не связываются средства.

*Спекуляции* осуществляются на тех же рынках, что и хеджирование. Они основываются на ожидании изменений валютных курсов (неравновесие на рынке срочных сделок) и на осуществлении таких действий, при которых можно получить выгоду от этих изменений.

Валютный рынок обеспечивает *краткосрочный кредит*, когда экспортер выставляет срочную тратту покупателю или его банку, которая оплачивается через определенный срок после предъявления. Срочная тратта дисконтируется, продается на рынке векселей. На валютных рынках из-за тесного взаимодействия продавцов и покупателей осуществляется *арбитраж*, который означает использование ценовых различий валют для

получения безрискового гарантированного дохода. Он бывает двух типов – арбитраж финансовых центров и арбитраж валют.

По субъектам, оперирующим с валютой, валютный рынок подразделяется на рынки: межбанковский (прямой и брокерский), клиентский и биржевой. В развитых странах около 2/3 валютных операций приходится на межбанковские операции; треть валютных операций приходится на обслуживание традиционных клиентов (торговых и промышленных компаний) и новых клиентов, которыми являются институциональные инвесторы и физические лица (розничные клиенты).

Основой рынка иностранных валют является межбанковский рынок как результат взаимодействия валютных счетов коммерческих банков. Основными участниками валютного рынка являются коммерческие банки, валютные брокеры и другие агенты, уполномоченные осуществлять торговлю в иностранных валютах. Главными международными центрами по торговле иностранными валютами являются Лондон, Нью-Йорк, Токио, Сингапур и Франкфурт.

Участники рынка иностранной валюты делятся на «делателей рынка» (market makers) и пользователей рынка (market users). К маркетмейкерам относятся центральные банки, коммерческие банки, специализированные брокерские и дилерские организации. Пользователями валютного рынка являются правительственные учреждения, небанковские финансовые учреждения, ТНК и другие фирмы, институциональные инвесторы, физические лица, которые могут выступать на рынке в качестве покупателей/продавцов, хеджеров, спекулянтов, арбитражеров.

На межбанковском валютном рынке действуют трейдеры и брокеры. Операции по продаже/покупке валюты трейдеры осуществляют на собственные средства или по приказу клиентов. Банковские трейдеры не всегда могут найти прямого партнера по сделке и действуют через

брокеров. Торговая сделка через брокера обходится дороже, но она имеет преимущества, поскольку брокер подбирает цену по желанию клиента, сохраняет инкогнито партнеров до завершения сделки. Спрэды по валютным курсам, которые банки предлагают клиентам, отличаются от спрэдов межбанковского рынка, т.к. они включают комиссионные платежи.

### **Ключевые слова**

Паритет покупательной способности; правило одной цены; номинальный валютный курс; реальный валютный курс; эффективный валютный курс; валютный курс «спот»; форвардный курс валюты; валютный рынок; клиринг; хеджирование; спекуляция; арбитраж; межбанковский валютный рынок; институциональные инвесторы; делатели рынка (маркетмейкеры); пользователи рынка; трейдеры; брокеры.

## ***6. ЕВРОВАЛЮТНЫЙ РЫНОК***

### **6.1. Евровалюты и евровалютные рынки**

Евровалюты, на базе которых функционируют евровалютные рынки, - это валюты, депонированные за пределами страны происхождения. Приставка «евро» указывает на то, что валютный депозит, номинированный в долларах, иенах или иной валюте, размещен вне страны эмиссии валюты и не подлежит ее юрисдикции. Первой евровалютой стал доллар, депонированный в западноевропейских банках из-за ограничений на вывоз капитала из США. Его называли «евродоллар»;

в дальнейшем валюты ведущих западноевропейских стран, а затем и японская иена стали использоваться в качестве евровалют. Определяющим в принадлежности к евровалютам является не национальность банка, в котором депонирована валюта, а его расположение на территории страны с другой местной валютой.

Эти валюты сохраняют приставку «евро», даже если они размещаются в неевропейских странах, как признак того, что они являются оффшорными, т.е. вненациональными; их называют «деньгами без гражданства». Евровалюты свободно перемещаются по миру и имеют налоговые и иные преимущества по сравнению с национальными валютами, из которых они образовались.

В качестве евровалют используются доллар США, евро, английский фунт стерлингов, швейцарский франк, японская иена. Евровалютные процентные ставки близки к ставкам по этой валюте на внутреннем рынке, но депозитные ставки выше, а кредитные ниже. На основе евровалют функционируют кредитные рынки, рынки ценных бумаг и производных финансовых инструментов (деривативов).

Евровалютный рынок, как и рынок иностранной валюты, принадлежит к международному денежному рынку и является его сегментом. Кредитные операции в евровалютах при переходе границы не требуют конверсии во внутренние валюты, поскольку находятся вне сферы действия национального валютного законодательства.

Евровалютный рынок - это рынок международный по валюте, по размещению, по механизмам осуществления сделок. Евровалютный рынок – это рынок банковских займов и депозитов, где осуществляется краткосрочное депонирование, кредитование и заимствование в евровалютах. Посредниками в таких операциях выступают чаще всего международные, оффшорные по отношению к стране пребывания,

евробанки, что обеспечивает более либеральный режим регулирования их операций со стороны местных органов.

Евровалютный рынок представляет собой международную систему оффшорных банков. Оффшорный или евробанк – это банк-нерезидент, расположенный в международном финансовом центре или в оффшорном банковском центре. Оффшорным евробанком может быть также любой банк, если он выведен из-под национальной юрисдикции и может принимать депозиты и выдавать кредиты в евровалютах нерезидентам.

Трансакции между евробанками и другими финансовыми институтами составляют суть евровалютного рынка. Межбанковский евровалютный рынок организован как международный внебиржевой рынок, участники которого объединены электронными средствами связи.

Современная евровалютная система позволяет банкам принимать и держать депозиты, предоставлять ссуды в любой валюте, независимо от ее происхождения, и позволяет иметь дело с одним хорошо известным банком, который решает все валютные проблемы. Таким образом, возникновение и развитие рынка евровалют вызвано стоимостными факторами и удобствами для всех участников сделки. Вкладчики хотят получить максимальный доход, а заемщики заплатить самую низкую цену.

Природа евровалютного рынка и отсутствие ограничений позволяют реализовать все требования участников этого рынка. Доступ на еврорынок открыт только для первоклассных пользователей. Ссуды и заимствования на евровалютном рынке краткосрочны, они не превышают 1 года; это рынок оптовый, минимальная сумма сделки составляет 1 млн долл. Евровалютная система может предоставлять кредиты путем умножения (мультиплицирования) своих резервов, но не может создавать деньги, так как обязательства евробанков в отличие от обязательств внутренних банков, не считаются средством платежа.

Масштабность сделок позволяет получать большие доходы при низких ценах; процентные ставки определяются соотношением спроса и предложения. На евровалютном рынке действуют плавающие ставки процентов на базе Либор, которая используется на лондонском межбанковском рынке.

Спрэд для небанковских заемщиков превышает Либор на размер комиссии, который зависит от кредитного рейтинга заемщика и стоимости банковской ссуды. С появлением еврорынков начал складываться международный кредитный механизм с собственной системой процентных ставок, концентрирующий спрос и предложение ссудных капиталов в мировом масштабе.

## ***6.2. Участники, инструменты, объем евровалютного рынка***

Участниками евровалютного рынка являются международные и региональные организации; центральные и коммерческие банки, брокерские фирмы; страховые компании и другие институциональные инвесторы, а также торговые и промышленные корпорации, правительства, правительственные ведомства, состоятельные физические лица. Многие участники из развитых стран являются одновременно кредиторами и заемщиками; участники из развивающихся и формирующихся стран чаще используют эти рынки в качестве заемщиков/реципиентов.

Евровалютный рынок оптовый, и бессрочные депозиты до востребования, которые позволяют осуществлять платежи, на нем не используются. На этом рынке используются два вида депозитных инструментов: непередаваемый (неторгуемый) срочный депозит и торгуемый депозитный сертификат евровалютного рынка. Срочные депозиты составляют до 90%, депозитные сертификаты – около 10% евровалютного рынка.

*Срочный депозит* евровалютного рынка - это банковский депозит с фиксированным сроком и с фиксированной ставкой процента на весь период депонирования, он не торгуется на вторичном рынке, при этом депонентом может быть небанковский клиент или другой банк. Процентные ставки по срочным депозитам зависят от срока и вида валюты; по истечении срока сумма вложенных средств и процентные начисления могут быть получены немедленно или в течение суток. Срок депозита фиксируется изначально; однако, банки при определенных обстоятельствах предоставляют возможность досрочного изъятия вклада после уплаты штрафных санкций.

*Депозитные сертификаты* евровалютного рынка торгуются на вторичном рынке, они являются инструментами на предъявителя, что делает их ликвидными, приближенными к наличности. Они имеют более низкую процентную ставку, чем срочные евродепозиты; разница обычно составляет от 6 до 15 базисных пунктов<sup>13</sup>. Несмотря на низкие доходы, депозитные сертификаты пользуются большим спросом из-за своей гибкости.

Большинство евровалютных депозитных сертификатов выпускаются в долларах или фунтах стерлингов евробанками Лондона и Нью-Йорка. Выпуская новый депозитный сертификат, евробанк указывает объем депозита, дату истечения его срока, процентную ставку, условия ее исчисления. Процентная ставка по депозитным сертификатам определяется рыночными факторами и согласовывается эмитентом и депонентом. Процентные ставки вторичного рынка публикуются в газетах.

Существуют следующие виды депозитных сертификатов: «тэп» (tap), «транш» (tranch) и «ролл-овер» (roll-over). Депозитные сертификаты «тэп» имеют фиксированные сроки, суммы - 1 млн долл. и выше, используются крупными депонентами. «Транш» означает деление депозитного

---

<sup>13</sup> Базисный пункт равен 0,01%.

сертификата на части; они используются инвесторами, оперирующими небольшими суммами, которые покупают депозитные сертификаты «транш» через брокеров или через инвестиционных дилеров.

Возобновляемые депозитные сертификаты «ролл-овер» – это контрактные депозиты, их условия согласовываются. Инвестор покупает евродепозитный сертификат «ролл-овер» на длительный срок с плавающей процентной ставкой, которая определяется рыночными условиями на момент срока платежа; контакт продлевается.

Евроноты с плавающими процентными ставками являются по существу среднесрочными депозитными сертификатами с процентной ставкой, зафиксированной на уровне Либор + 15-30 б.п. Каждые 3-6 месяцев процентная ставка корректируется в соответствии со ставкой Либор. Некоторые ноты гарантируют минимальную процентную ставку. Вторичный рынок этих нот ликвидный; ноты приносят относительно высокий доход, что делает их привлекательным инструментом рынка.

Динамика развития евровалютного рынка отличается неравномерностью, но в целом характеризуется повышательной тенденцией с высокими темпами роста. О масштабах деятельности на евровалютных рынках свидетельствует валовой объем рынка, включающий банковские обязательства в иностранных валютах и межбанковские депозиты; возможности кредитования евробанковской системы показывает чистый объем рынка в банковских обязательствах в евровалютах. За 2000-2008 гг. чистый объем евровалютного рынка увеличился в 2,9 раз; величина международных банковских активов достигла 30,9 трлн долл. (50,8% мирового ВВП), где доли доллара и евро составили соответственно 38,9 и 38,7%, японской иены – 4,4%.

### ***6.3. Конкурентные преимущества евробанковского бизнеса***

Главные центры евробанковской деятельности расположены в международных финансовых центрах, что позволяет быстро переводить громадные финансовые средства в любые точки мира. Евробанки действуют по принципу свободы выбора заемщиков и максимизации прибыли. Между финансовыми посредниками существует сильная конкуренция, которая не позволяет доминировать одному или нескольким участникам.

Евробанки в условиях сильной конкуренции мобилизуют и перераспределяют мировые финансовые средства, перемещая их из избыточных регионов мира в дефицитные регионы. От эффективного размещения средств евробанками выигрывают кредиторы и заемщики, ибо кредиторы получают более высокие доходы, чем на внутренних рынках; заемщики получают более дешевые средства.

Главными пользователями евровалютного рынка являются сами евробанки, другие финансовые институты, а также ТНК и ТНБ, международные институты, центральные и местные органы власти. Большая часть евровалютных трансакций происходит между евробанками; банки с избыточными ресурсами одалживают другим банкам, которые имеют возможность предоставлять ссуды, но испытывают нехватку средств.

Банки тщательно следят за соотношением (балансом) краткосрочных депозитов и займов, т.е. за тем, чтобы активы покрывали пассивы. Тем самым они страхуются от крупного преждевременного изъятия краткосрочных депозитных средств, а также от риска изменения процентной ставки. Евробанки осуществляют следующие операции: прием вкладов, приведение своих ликвидных позиций в соответствие с ситуацией на межбанковском рынке, выдача кредитов первичным заемщикам с целью получения прибыли.

Евробанки сохраняют существенные преимущества по сравнению с банками, работающими на внутреннем рынке, которые заключаются в следующем:

- Деятельность евробанков не регулируется; они не имеют резервных требований в отличие от внутренних банков, что позволяет евробанкам предлагать более высокие процентные ставки по депозитам и более низкие по аналогичным займам по сравнению с внутренними банками.
- Евробанки получают спрэд между процентными платежами по депозиту и по займу ниже, чем внутренние банки. Они зарабатывают на масштабе сделок; средний размер евробанковского депозита или займа составляет сотни тысяч и миллионы долларов.
- Евробанкам удается избегать многих расходов и издержек, которые неизбежно сопровождают внутреннее банковское регулирование. Они не должны поддерживать широкую сеть подразделений, как это делает внутренний банковский сектор; они не нуждаются в механизмах внутреннего контроля и содержании дорогостоящих юридических департаментов.
- Евробанковский бизнес обладает высокой международной конкурентоспособностью с относительно легкими требованиями по его формированию. Это обеспечивает евробанкам большую эффективность и конкурентные цены.
- Евробанки не должны оплачивать страхование депозитов, в то время как банки США, например, должны страховать свою депозитную базу в Федеральной корпорации по депозитному страхованию.
- Евробанки предоставляют займы исключительно первоклассным крупным заемщикам с высоким рейтингом и с ничтожным риском дефолта.

Обладая значительными конкурентными преимуществами перед внутренними банками, евробанки не могут их полностью заменить на

рынке банковских услуг. Внутренние банки лучше ориентируются в местном бизнесе, они страхуют закладные, контролируют весь процесс предоставления ссуды.

Многие рядовые фирмы предпочитают внутренние банки, т.к. они не обладают большими ресурсами и не нуждаются в крупных заимствованиях, которыми оперируют евробанки, и они не всегда готовы доказать свою кредитоспособность и обоснованность своего проекта.

Основная функция евробанков – это финансовое посредничество между небанковскими кредиторами и заемщиками; при этом между получением депозита и предоставлением ссуды может быть осуществлено несколько межбанковских операций.

Посредничество банка позволяет передать покупательную способность туда, где она необходима, и туда, где она будет использована наиболее продуктивно. В ходе операций банки трансформируют средства, приспособляя их к потребностям заемщиков и кредиторов.

Посредничество банков позволяет удовлетворить потребности вкладчиков и заемщиков, не снижая покупательной способности ресурсов; оно играет ключевую роль в урегулировании неравновесия платежных балансов посредством принятия депозитных средств от избыточных стран и передачи их дефицитным странам.

#### ***6.4. Евровалютный межбанковский рынок***

Межбанковский евровалютный рынок составляет основу евровалютного рынка. Он организован как международный внебиржевой договорный рынок, члены которого связаны между собой всеми современными коммуникационно-информационными средствами. Этот рынок играет большую роль в передвижении средств от кредиторов и инвесторов в одной стране к заемщикам и реципиентам в другой стране.

Доля межбанковского рынка в международном банковском кредитовании составляет около 70%. Участниками рынка являются банки, брокеры, центральные банки, руководящие кредитно-денежные учреждения, крупные корпорации. Евровалютный межбанковский рынок выполняет следующие функции:

1. Распределение – получает средства от вкладчиков и передает их заемщикам.
2. Хеджирование – покупает/продает активы и обязательства в иностранной валюте с различными сроками действия.
3. Предоставление займов для корректировки статей баланса.
4. Обеспечение движения средств через межбанковский рынок, избегая резервных требований и депозитных страховых сборов.

Евровалютный рынок работает через сеть телекоммуникационных линий. Евробанки, располагаемые в евровалютных центрах, принимают участие в торгах и предлагают средства другим банкам. С этой целью банковские евровалютные трейдеры или брокеры размещают межбанковские депозиты на 5-50 млн долл. обычно на срок до 3 месяцев с фиксированными ставками. Сделки совершаются в течение нескольких минут и подтверждаются всеми участвующими сторонами. Сделки заключаются между учреждениями с высокой кредитоспособностью без соблюдения формальностей и не требуют предварительного контракта.

Процентные ставки на евровалютном межбанковском рынке конкурентные, различия между ними быстро ликвидируются арбитражем; межбанковские маржи очень низкие или их нет совсем. Межбанковский евровалютный рынок помогает распределять средства и обеспечивать ликвидность. Для выполнения этих задач банки обычно сохраняют достаточное количество краткосрочных депозитов для предоставления займов и обеспечения последнего резерва ликвидных средств, включая

деPOSITные сертификаты других банков и межбанковские депозиты на различные сроки.

Для получения необходимых средств в иностранных валютах международные банки проводят своповые сделки на валютном рынке. Полученные средства они предоставляют небанковским заемщикам или используют их на других своповых рынках.

Операции на межбанковском рынке подвержены многочисленным рискам, и банки-участники несут *риск неплатежеспособности*, который возможен и со стороны банка, и корпорации-заемщика, поскольку еврозаймы и евродепозиты не требуют обеспечения; - *рыночный риск*, ибо колебания процентных ставок могут неблагоприятно повлиять на источник средств банка, у заемщиков могут возникнуть затруднения при выплате кредита.

Возможен *риск, связанный с деятельностью в данной стране*, и ее неплатежеспособностью; *валютный риск* - из-за существенных изменений обменных курсов валют, которые могут затруднить банку управление активами и пассивами; *риск ликвидности в связи с неожиданным изъятием межбанковских депозитов*, а также *риск возникновения кризиса и политический риск*.

Многочисленные риски вынуждают банки формировать резервы в целях балансирования своих обязательств и требований. Для своевременного предотвращения рисков действующие на межбанковском еврорынке банки собирают информацию обо всех изменениях, происходящих в мире, сотрудничают с другими банками, формируют институциональные структуры с привлечением экономистов, юристов и других специалистов.

**Ключевые слова**

Евровалюта; евровалютный рынок; евробанк; срочный евродепозит; евродепозитный сертификат; спрэд; чистый объем евровалютного рынка; валовой объем евровалютного рынка; международные финансовые центры; оффшорные банковские центры.

## **7. МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ КРЕДИТЫ И ЗАЙМЫ**

### ***7.1. Роль банков в международном кредитовании***

Банковское кредитование остается главным источником международного кредитования. За 2000-2007 гг. годовой объем международного банковского кредитования увеличился в 4,7 раз и составил 5,7 трлн долл., годовая эмиссия международных долговых ценных бумаг – в 2,4 раза и около 3,0 трлн долл. соответственно.

В 2008 г. величина международных банковских активов достигла 30,9 трлн долл., что равнялось 50,7% мирового ВВП и составило 31,7% мирового объема банковских активов, включая внутренние; объем международных долговых ценных бумаг – 23,9 трлн долл., 39,2% мирового ВВП и 28,6% совокупной мировой задолженности по международным и внутренним долговым ценным бумагам.

Важным показателем соотношения двух основных способов международного кредитования/заимствования могут служить данные по международным обязательствам/активам. С 2001 г. по 2008 г. обязательства развитых стран по международным банковским заимствованиям увеличились в 2,3 раз и составили 16,8 трлн долл., их активы – в 2,4 раза и 14,7 трлн долл.

Международные обязательства этих стран по долговым ценным бумагам за рассматриваемый период увеличились в 2,6 раза и составили 17,5 трлн долл., активы – в 2,3 раза и 10,8 трлн долл. Приведенные данные

свидетельствуют о том, что развитые страны в совокупности являются чистым международным должником и по банковским кредитам, и по долговым ценным бумагам.

Международное банковское кредитование может осуществляться головными (материнскими) компаниями банка, их зарубежными филиалами, международными банковскими синдикатами. Головные банки обычно кредитуют внешнюю торговлю и малые объемы заимствований с целью инвестирования, а также отдельных частных заемщиков из развивающихся стран. Крупных официальных и корпоративных заемщиков, как правило, кредитуют синдикаты евробанков.

Передача кредитных средств международному заемщику может осуществляться (1) посредством предоставления кредитов местными банками в местной валюте; (2) посредством кредитования заемщиков зарубежными подразделениями банков в валютах страны происхождения банков и в валютах стран размещения банков; (3) посредством кредитования евробанками, размещенными в международных финансовых и в оффшорных банковских центрах.

Международная банковская система объединяет местные банки и их зарубежные подразделения, международные и евробанки. Осуществление банками транзакций опирается на хорошо развитую систему коммуникаций, финансовое сотрудничество и посредничество. Наиболее распространенная форма посредничества основана на соглашении банка-клиента с банком-корреспондентом, где клиент имеет беспроцентный счет до востребования. Корреспондентские отношения между банками разных стран обеспечивают предоставление необходимых международных банковских услуг, включая акцептование тратт, оплату аккредитивов, предоставление информации о кредитах, прием платежей и осуществление выплат, инвестирование в финансовые инструменты международных денежных рынков, участие в синдицированном кредитовании.

Для предоставления более разнообразных услуг банки создают свои зарубежные представительства или агентства, отделения или дочерние компании. Представительства банков передают информацию о местном бизнесе и рынках, устанавливают контакты; развивают коммерческие связи в интересах своих клиентов, предлагают им помощь в отношениях с местными органами власти; консультируют по законодательным вопросам.

Зарубежные отделения (или филиалы) являются подразделениями и частью головного банка, хотя и имеют собственный расчетный счет для активов и обязательств. Кредиторы отделений имеют право на удовлетворение своих требований за счет активов всего банка в целом, а кредиторы головного банка – за счет активов филиалов. Клиенты отделений могут получить весь набор услуг, который предоставляет головной банк. Размер ссуд определяется возможностями отделения и головного банка.

Деятельность отделений иностранных банков регулируется законами страны происхождения и страны нахождения. Они могут предлагать те же услуги, что и местные банки, подчиняются тем же нормам регулирования. Зарубежные банковские отделения обеспечивают доступ к иностранным денежным рынкам; их географическая диверсификация позволяет диверсифицировать и потоки наличности, что становится необходимым в условиях неравномерности развития. Во многих странах сохраняются ограничения на деятельность иностранных банковских отделений с целью защиты местных банков от агрессивной конкуренции.

Дочерние компании банков являются собственностью головного (материнского) банка, который владеет контрольным пакетом акций дочерних банков (свыше 50%). Отделения и дочерние компании позволяют банкам распространять свое присутствие и предлагать широкий набор международных услуг клиентам своих стран и резидентам стран их нахождения. Создание зарубежных отделений – это трудное и

дорогостоящее мероприятие; и многие банки стремятся выйти на зарубежные рынки посредством слияний с местными банками или их приобретений (поглощений).

В целях расширения своей деятельности международные банки создали с использованием национальных и международных коммуникационных систем и клиринговых механизмов оффшорную сеть транзакций, которая не регулируется национальными властями. Такие операции осуществляются из международных финансовых центров с развитыми внутренними финансовыми системами, такими как Лондон, Париж или Нью-Йорк, а также из оффшорных банковских центров.

Основной доход банков от операций за рубежом образуется за счет предоставления кредитов, обычно среднесрочных с плавающей процентной ставкой. Большинство крупных международных кредитов являются необеспеченными, ибо они предоставляется правительствам либо крупным надежным компаниям посредством операций на рынке евровалют.

Действующие на этих рынках международные банки принимают срочные депозиты от небанковских инвесторов и используют эти средства для выдачи краткосрочных и среднесрочных ссуд. Заемные средства могут предоставляться в виде прямых ссуд, либо ссужаться через межбанковский рынок другим иностранным банкам. Размер ставки по ссудам зависит от кредитного рейтинга заемщика и составляет Либор плюс 0,1-1,5%. Если ссуда продлевается, то процентная ставка будет определяться в соответствии со ставкой Либор в момент пролонгации.

Неотъемлемую часть зарубежного банковского кредитования составляет кредитный анализ, контроль, методы снижения рисков. Он включает и определение кредитного рейтинга, и ограничения по кредитам индивидуальным заемщикам в соответствии с его кредитоспособностью. В

некоторых странах законодательно ограничивается кредит одному заемщику, и поэтому широко практикуются совокупные кредиты индивидуальным заемщикам.

Бывают ограничения по совокупным кредитам, предоставляемым одной стране; существуют ограничения и по размеру кредита для каждого должностного лица банка. Устанавливаются также ограничения по объему средств, которые зарубежное отделение может разместить на депозит в каждом конкретном банке или взять на валютную позицию на срок овернайт, т.е. до начала следующего рабочего дня. Предельный размер кредита по стране включает в себя определение максимального уровня по совокупным кредитам, предоставленным заемщикам каждой отдельной страны.

Такие ограничения обеспечивают, во-первых, национальную и региональную диверсификацию кредитного риска; во-вторых, облегчают предоставление банковских средств тем странам-заемщикам, где существуют наиболее благоприятные возможности для развития бизнеса; в-третьих, составляют неотъемлемую часть политики банка по управлению риском и его покрытию. Риски, связанные с предоставлением международных кредитов, включают риск неплатежа по ссуде (кредитный риск), региональный риск, валютный риск, органический риск.

*Кредитный риск* в международном кредитовании наиболее вероятен в отношении корпоративных заемщиков. Для его минимизации банк-кредитор повышает процентную ставку, предпочитает выдавать кредиты лишь крупным иностранным корпорациям или при государственной гарантии частного заемщика.

Угроза *регионального риска* связана с политическими и экономическими условиями в стране-заемщике и существует в тех странах, где могут быть серьезно затруднены выплаты в твердой валюте по

обслуживанию кредита. *Валютный риск* возможен в случае существенного изменения курса валюты или с введением валютного контроля. Возникновение *органического риска* связано с изменениями рыночных условий и качества всего сектора финансового рынка.

Мировой практикой отработаны способы снижения риска в предоставлении международных кредитов, в том числе: - привлечение третьего участника кредитного соглашения, который способен разделить с банком-кредитором риск предоставления ссуды; страхование или иные гарантии возврата с третьей стороны, в качестве которой может быть привлечен зарубежный финансовый институт, правительство или центральный банк страны-заемщика; перераспределение заемных средств между разными кредиторами и даже между разными странами, которые участвуют в совместном кредитовании одного заемщика; географическая диверсификация портфеля ссуд и т.п.

## **7.2. Синдицированные еврокредиты**

На международном рынке преобладает синдицированное кредитование, осуществляемое объединением двух и более банков для совместного кредитования заемщика. Синдицирование позволяет заемщикам получить крупный кредит, который не может быть получен у одного кредитора; банкам-кредиторам - участвовать в предоставлении займов, снизить риск и получить прибыль.

Банковские синдикаты в основном обеспечивают кредиты в евровалюте. На этом рынке краткосрочные евровалютные депозиты финансируют крупные кредиты с более долгим сроком погашения, чем обычные международные кредиты. Рынок синдицированных еврокредитов обладает рядом преимуществ, в том числе он предлагает много вариантов по процентным ставкам; позволяет получать крупные займы, обеспечивает скорость и гибкость кредитования.

Многие инвесторы и заемщики только через синдицирование получают доступ к международному инвестированию и заимствованию. Институциональные инвесторы предпочитают инвестировать в евробанки, которые могут оценивать и управлять рисками, предлагать сроки, которые не могут быть предложены на других сегментах международного финансового рынка.

Синдицированные евровалютные кредиты имеют размер от 50 млн долл. до нескольких миллиардов долларов, что позволяет заемщикам получать большие суммы за одну операцию и снижать стоимость займа; они не попадают в зависимость от одного кредитора и могут быть уверены в получении суммы на согласованных условиях.

Евровалютный синдицированный кредит может быть мобилизован легко и быстро и погашен в любое время без штрафных санкций; документация проста и стандартизирована; вся процедура занимает 4-6 недель. Условия кредита могут быть адаптированы к особым потребностям заемщика; кредиты стэнд-бай, например, позволяют заемщикам мобилизовать большие суммы именно тогда, когда они в них нуждаются.

Большинство евровалютных кредитов предоставляется на 5-10 лет с небольшой маржей сверх 3-х или 6-месячной процентной ставки, которые регулярно пересматриваются. Гибкость процентных ставок по кредитам позволяет заемщикам получать средне- и долгосрочные капиталы с уплатой более низких краткосрочных процентных ставок.

Синдицированный заем представляет собой серию займов от различных банков, где каждый выполняет свою роль и несет свою меру ответственности. Лид-менеджер ответственен за согласование с заемщиком всех условий кредита, включая ставки, срок, гарантии и т.п. Он также ответственен за формирование синдиката и привлечение банков-подписчиков, желающих принять участие. В группу менеджеров входят также со-менеджеры и просто менеджеры.

После завершения займа основная роль переходит к банку-агенту, который часто является тем же самым лид-менеджером, он служит посредником между заемщиком и синдикатом андеррайтеров. Его первая обязанность состоит в определении процентной ставки для каждого периода и мониторинг за выполнением условий займа, в том числе за получением амортизации и за ее распределением.

Синдицированное кредитование может осуществляться в различных формах: возобновляемые кредитные линии, позволяющие повторные заимствования, или обыкновенные срочные кредиты с жестким графиком погашения. На рынке синдицированных еврокредитов действует механизм реализации сделок, гарантирующий моментальный доступ заемщика к ликвидности. Существует две основные категории евровалютных кредитов: срочные займы и возобновляемые револьверные (revolving) кредиты.

В обслуживании срочных займов можно выделить три периода. Во время первого периода заемщик может увеличить размер займа посредством простого извещения или внесения дополнений в контракт. Во время второго периода осуществляются процентные и комиссионные платежи, при этом размер займа уже не подлежит изменению. Третий период – это погашение займа, которое может происходить в несколько этапов, или заем может быть выкуплен единовременно (пулевой платеж). Большинство евровалютных займов может быть погашено досрочно без штрафных санкций.

Револьверный кредит не устанавливает четких этапов погашения и позволяет заемщику производить обслуживание кредита по его усмотрению. Такое повышение гибкости обслуживания кредита требует определенных расходов в форме выплаты гонорара на неиспользованную часть кредита.

Срочные и револьверные займы являются внебиржевыми и торгуются дилерами. Это позволяет приспособить условия займа к особым запросам заемщика; изменения могут вноситься в контракт незамедлительно без ограничений. Большинство еврозаймов имеют срок погашения 4-8 лет, но бывают и 20-летние.

Стоимость еврозаимствований складывается из процента (базовая ставка + процент) и комиссионных платежей. Например, процентная ставка по еврокредиту может быть Либор + 3/8%, где Либор является базовой ставкой, а 3/8% - спрэд сверх Либор. Базовая ставка процента устанавливается рынком и постоянно меняется<sup>0</sup> способы ее подсчета оговариваются в контракте.

Большинство кредитных соглашений используют ставки последних двух дней перед началом нового процентного периода в тот час, когда наблюдался трейдинговый пик. Вторым элементом определения процентной ставки по еврокредитам является спрэд над базовой ставкой, который может быть зафиксирован на весь период кредита, или он может колебаться.

В цену еврокредита включаются комиссионные платежи, которые выплачивает заемщик. Они поступают в двух формах: разовые выплаты и периодические выплаты. К разовым комиссионным относятся: комиссия за менеджмент, комиссия (гонорар) лид-менеджеру, комиссия за подписку, а также за участие.

Периодические комиссионные подразделяются на комиссию за обязательство и гонорар банку-агенту. Комиссия за обязательство выплачивается периодически на неиспользованную часть кредита. Эта комиссия представляет собой вознаграждение кредитору за то, что он позволяет заемщику выкуп, т.е. фактически это премия за опцион. Агентский гонорар представляет собой фиксированную, ежегодно выплачиваемую сумму, которую получает банк-агент за пересмотр

процентных ставок и их распределение между участвующими банками. В совокупности комиссионные выплаты могут составлять 0,50-1,25% от номинальной суммы кредита.

Рынок евровалютных синдицированных кредитов возник в конце 1960-х гг., он вернул банки к их основной экономической роли, а именно - превращению краткосрочных ресурсов в долгосрочные активы. Синдицированное кредитование получило распространение в связи с возросшими потребностями в крупных заимствованиях из-за растущих дефицитов платежных балансов. Главным фактором крупных заимствований на международном рынке синдицированных кредитов в 1980-1990-е гг. была приватизация и финансирование трансграничных слияний и поглощений компаний.

К 2007 г. международное синдицированное кредитование достигло максимальных значений в размере 2,8 трлн долл., увеличившись с 2000 г. почти в 2 раза, в 2009 г. оно составило около 1 трлн долл., при этом доля развитых стран в получении синдицированных кредитов опустилась с 81,5% в 2007 г. до 77,4% в 2009 г. Крупнейшим заемщиком на международном рынке синдицированных кредитов остаются США, которые за 2005-2009 гг. получили 35,8%, Великобритания - 8,6% от общей суммы подписанных международных синдицированных кредитов.

### **Ключевые слова**

Иностранный банковский кредит; синдицированный еврокредит; лид-менеджер; банк-андеррайтер; револьверный кредит.

## 8. МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

### *8.1. Долговые ценные бумаги: виды, эмитенты, инвесторы*

Долговые ценные бумаги являются ценными бумагами с фиксированным доходом. Они выпускаются на внутренних рынках в местных валютах, а также на международных рынках в иностранных или евровалютах. Их эмитентами выступают правительства, другие государственные учреждения, а также частные институты, включая корпорации, банки и т.п. Они бывают краткосрочными со сроком обращения до 1 года и долгосрочными со сроком обращения свыше 1 года; они могут быть купонными или дисконтными.

*Краткосрочные денежные инструменты* служат для временного размещения свободных средств и представляют собой ликвидные долговые обязательства денежного рынка. Самым распространенным объектом вложения временно свободных краткосрочных средств являются правительственные (казначейские) векселя. Они представляют собой краткосрочные дисконтные инструменты без гарантированной процентной ставки с доходом в размере разности между номиналом и ценой покупки. Они высоколиквидны, широко торгуются на вторичном рынке, часто используются в качестве залога для привлечения займов от других институтов посредством соглашений об обратном выкупе (РЕПО).

Ценные бумаги федеральных агентств представляют собой долговые обязательства, выпускаемые государственными агентствами в целях мобилизации денежных средств для осуществления программ федерального правительства по кредитованию. Эти ценные бумаги не имеют гарантии правительства, но считаются высоколиквидными и

надежными. Они обладают высокой доходностью, являются законным объектом инвестиций, принимаются в качестве обеспечения.

Краткосрочные муниципальные ноты используются администрациями регионов, штатов, областей и органов самоуправления для покрытия временных бюджетных дефицитов. Наиболее распространенными считаются налоговые ноты, выпускаемые под залог будущих налоговых поступлений, а также доходные краткосрочные ноты, выпускаемые для покрытия затрат на специальные проекты под залог ожидаемых доходов от этих проектов. Получаемый кредиторами процентный доход, как правило, не подлежит федеральному налогообложению.

Коммерческие бумаги представляют собой краткосрочные платежные необеспеченные обязательства, выпускаемые компаниями с высоким кредитным рейтингом для финансирования текущих расходов. Они могут быть простыми и переводными; их ликвидность зависит от рейтинга эмитента. Дилеры распространяют эти бумаги и поддерживают вторичный рынок. Крупные компании могут продавать свои бумаги методом прямого размещения.

Европейские коммерческие бумаги с дисконтом, процентные, индексированные и др. выпускаются на предъявителя в рамках действующей программы в крупной номинации, обычно в необеспеченной форме; могут приносить процентный доход или эмитируются с дисконтом; на вторичном рынке котируются на основе доходности.

Евровекселя представляют собой краткосрочные денежные обязательства на предъявителя; являются формой среднесрочного кредитования при низком краткосрочном проценте. Депозитные сертификаты представляют собой письменные свидетельства банков о депонировании денежных средств, могут быть предметом купли/продажи. Срок погашения депозитных сертификатов составляет

1-6 месяцев, номинал – от 100 тыс. до 10 млн долл.; обычно торгуются со скидкой; до момента погашения сертификат может быть продан на вторичном рынке любое число раз. Банковские акцепты представляют собой акцептованные переводные векселя с приказом банку выплатить сумму предъявителю к определенной дате.

*Долгосрочные долговые ценные бумаги* (бонды и ноты) эмитируются государственными органами власти, финансовыми и нефинансовыми корпорациями. Облигации (бонды) являются основным инструментом долгосрочного рынка, размещаются путем открытой подписки, имеют листинг на бирже; выпускаются на предъявителя посредством разовой сделки. Ноты не имеют листинга, выпускаются с плавающей купонной ставкой под конкретного инвестора, обычно без обеспечения с возможным продлением срока погашения.

Бонды различаются по эмитентам, по назначению, по способу выплаты дохода, по способу погашения, по способу обеспечения, по способу размещения, по валюте займа; бывают обеспеченными и необеспеченными («голыми»). По месту размещения облигации бывают внутренние и международные.

Внутренние облигации размещаются на внутренних рынках в местной валюте; международные облигации размещаются на зарубежных рынках. Международные облигации подразделяются на евробонды и иностранные (заграничные) бонды. Иностранные бонды размещаются нерезидентами на зарубежных рынках в местной валюте; евробонды выпускаются в валюте третьих стран, которая является иностранной и для эмитента, и для кредитора.

По эмитенту облигации бывают государственные (public) и частные (private). Облигации правительств и других учреждений государственного сектора и частных компаний являются основными инструментами рынка долговых ценных бумаг. Правительственные ценные бумаги не имеют

риска дефолта, являются купонными бумагами и погашаются по номиналу. Новые выпуски долговых ценных бумаг продаются на аукционах, а уже существующие торгуются на вторичных рынках с помощью дилеров.

Долговые ценные бумаги нецентральных органов власти выпускаются правительствами штатов, органами городского и местного самоуправления и освобождаются от федерального подоходного налога на купонный доход.

Большинство корпоративных бондов являются срочными, имеют одну дату погашения, могут быть на предъявителя или именными; купонные доходы облагаются налогом. Основными покупателями корпоративных бондов выступают институциональные инвесторы. Первичные выпуски корпоративных бондов выводятся на рынок путем частного размещения без регистрации или открыто. Рынок корпоративных бондов считается вялым; многие бонды имеют высокий риск дефолта.

Главными участниками рынка долгосрочных капиталов являются брокеры, дилеры, подписчики-гаранты размещения ценных бумаг (андеррайтеры), биржевые специалисты. Инвесторы на рынке облигаций образуют три группы: финансовые и нефинансовые корпорации, институциональные инвесторы и физические лица (розничные инвесторы).

Институты коллективного инвестирования (институциональные инвесторы) аккумулируют сбережения широких слоев населения и передают эти средства профессиональному управляющему. Хедж-фонды по существу представляют собой инвестиционные компании; это крупные рискованные игроки на рынке ценных бумаг; они сыграли не последнюю роль в возникновении и развитии мирового финансового кризиса 2000-х гг.

## ***8.2. Международные долговые ценные бумаги***

К международным долговым ценным бумагам относятся бумаги, эмитированные нерезидентами на зарубежных рынках, где преобладают

долгосрочные долговые обязательства в виде бондов и нот, которые соответственно составляют 75 % и около 20% рынка; доля краткосрочных не превышает 4-5%. Около двух третей выпуска бондов имеют фиксированную процентную ставку, четверть - плавающую процентную ставку.

Международные долговые ценные бумаги подразделяются на зарубежные (иностранные) и евробумаги. Международные долговые ценные бумаги выпускаются во всех свободно обратимых национальных валютах (СКВ), которые выступают в качестве иностранных или евровалют. За 2000 - 2008 гг. в годовых эмиссиях этих бумаг доля доллара снизилась до 27,8%, евро поднялась до 42,3%; иены составила 0,4%, прочих валют - 29,5%.

Иностранные бонды размещаются нерезидентами с достаточно высоким кредитным рейтингом на рынках других стран в местной валюте. Параллельные облигации (parallel bonds) как разновидность иностранных являются облигациями одного выпуска и размещаются одновременно в нескольких зарубежных странах в местных валютах.

Размещение иностранных бондов осуществляет местный синдикат на условиях подписки (андеррайтинга); основными покупателями являются местные кредиторы, однако и резиденты страны эмиссии часто вкладывают свои средства в облигации, размещенные за рубежом. На рынке иностранных облигаций активно действуют институциональные инвесторы, доходы которых не облагаются налогом.

Доля иностранных бондов на международном рынке резко снизилась за счет появления евробондов, глобальных бондов. На международном рынке обращаются также внутренние государственные и корпоративные облигации, которые по темпам и по объему оборота на вторичном рынке на порядок превосходят международные облигации.

### ***8.3. Евровалютные долговые ценные бумаги***

На рынке долговых евробумаг преобладают евробонды с фиксированным процентом; выпускаются также евробонды с плавающим процентом, конвертируемые в акции с варрантом и др., именные среднесрочные ноты со сроком погашения 1-5 лет, а также краткосрочные еврокоммерческие бумаги и евроноты.

Евробонды эмитируются на зарубежных рынках в валюте третьих стран, размещаются международным синдикатом банков. Эмитентами выступают в основном корпорации, а также государственные органы власти и международные организации. На рынке евробондов обращаются и глобальные бонды, которые включаются в листинг сразу на нескольких фондовых биржах, размещаются одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках координатором выпуска – лид-менеджером эмиссии.

Среднесрочные именные евроноты имеют сроки погашения 1-5 лет и фиксированный купон; их выпуски осуществляются на основе программ, что позволяет выпускать серии нот со сроком погашения 3-6 месяцев при проведении 10-20 эмиссий. Они могут быть погашенными частично или полностью за счет новой эмиссии, при этом выплачивается номинал и процент, который меняется. Заемщик не обязан выпускать ноты на одну и ту же сумму, но должен оставаться в пределах лимита.

Первая программа выпуска евроноты была осуществлена в 1986 г.; к концу 2000-х гг. они составили пятую часть объема выпуска долгосрочных долговых евробумаг. Большинство европейских государств, банков и крупных корпораций активно используют программы среднесрочных евроноты.

### ***8.4. Внутренние и международные рынки долговых ценных бумаг***

На мировом рынке долговых ценных бумаг обращаются долговые ценные бумаги, эмитированные на внутренних и на международных

рынках, которые в совокупности образуют мировую задолженность по ценным бумагам, которая в 2009 г. составила 92,0 трлн долл. (167,3% ВВП).

Внутренние долговые ценные бумаги, выпущенные на местных рынках в местной валюте и образующие мировой внутренний долг по ценным бумагам, преобладают в структуре мирового рынка долговых обязательств. В 2009 г. их объем составил 66,0 трлн долл., доля на мировом рынке - 72%. Объем международных долговых ценных бумаг, преимущественно бондов и нот, эмитированных на зарубежных и евторынках составил 26,0 трлн долл., их доля в мировом объеме долговых ценных бумаг - 28%.

Внутренние и иностранные долговые ценные бумаги эмитируются и торгуются на местных рынках в местной валюте; их регулирование осуществляется на основе национального законодательства. Долговые ценные бумаги, эмитированные в евровалютах, торгуются на евторынках и не регулируются местными органами власти.

Иностранные и еврооблигации относятся к международным ценным бумагам, поскольку они эмитируются заемщиками-нерезидентами. Долговые ценные бумаги, эмитированные за пределами страны-заемщика в иностранных или евровалютах, приобретаются и резидентами страны выпуска и поступают в международный оборот. Нерезиденты имеют доступ и к местным облигационным займам, приобретая государственные и корпоративные долговые обязательства.

Таким образом, внутренние бонды служат способом привлечения не только внутренних, но и международных ресурсов посредством продажи этих ценных бумаг нерезидентам. Приобретенные нерезидентами внутренние ценные бумаги и, наоборот, приобретенные резидентами выпущенные за пределами страны-эмитента ценные бумаги относятся к бумагам внешних займов; они образуют долговые обязательства страны-

заемщика перед нерезидентами и наряду с эмитированными на международных рынках долговыми ценными бумагами образуют внешний долг.

На рынке международных облигаций преобладают еврооблигации (евробонды и евроноты), доля которых составляет четыре пятых и более, остальное – иностранные облигации. Рынок евробондов наиболее крупный и перспективный для привлечения заемного капитала. Новые выпуски обычно осуществляются в Лондоне и Люксембурге. Специфика рынка евробондов заключается в следующем:

- рынок анонимный на предъявителя;
- он не привязан к определенной стране и не регулируется национальным законодательством;
- по сравнению с другими международно-ориентированными рынками обладает высокой мобильностью, привлекает большое количество заемщиков и вкладчиков;
- обладает высокой степенью валютной эластичности; мультивалютный с преобладанием евродолларовых бондов;
- позволяет размещать большие объемы;
- ставки определяются по валюте на внутреннем рынке капитала в стране размещения;
- имеет низкие издержки;
- доходы безналоговые;
- эмиссиям займов гарантирован успех, поскольку новые эмиссии управляются, подписываются и продаются синдикатами крупнейших инвестиционных банков, которые могут выгодно разместить заем;
- предоставляет возможность получения спекулятивной прибыли при увеличении стоимости облигации.

Евробонды может выпустить только заемщик, хорошо известный международным инвесторам. Он обычно действует через крупный синдикат, способный продавать еврооблигации во многих странах; инвесторами выступают институциональные инвесторы, а также частные лица, привлеченные отсутствием налогов, анонимностью и доходностью. Рынок евробондов регулируется профессиональными организациями.

### **Ключевые слова**

Правительственные ценные бумаги; корпоративные бонды; иностранные бонды (облигации); еврооблигации; андеррайтеры; трейдеры; первичные дилеры; базовый статус ((benchmark status); кредитные рейтинги.

## **9. МИРОВОЙ РЫНОК АКЦИЙ**

### ***9.1. Инструменты, эмитенты, инвесторы рынка акций***

Рынок акций является важнейшим источником финансирования, не образующим долгов эмитента. Акция – это ценная бумага без установленного срока обращения и без долговых обязательств перед инвестором. Владение акцией удостоверяется сертификатом, в котором указывается эмитент и его данные, номинальная стоимость акции (если имеется), данные о зарегистрированном держателе и его права, тип акции, число акций в обращении. На мировом рынке торгуются акции двух основных типов: обыкновенные и привилегированные.

Обыкновенные (простые) акции дают право на преимущественное приобретение вновь выпускаемых акций, на получение дивидендов, а также право голоса на общих собраниях акционеров при выборе

директоров и при утверждении результатов деятельности компании. Дивиденды представляют собой распределяемую между акционерами часть прибыли компании-эмитента после уплаты налогов; они выплачиваются наличными, но могут быть выплачены и акциями, имуществом или сочетать различные формы выплаты.

Цена подписки на новые акции обычно бывает ниже рыночной цены уже распространенных акций. Ликвидация корпорации позволяет держателю обыкновенных акций претендовать на ту часть активов, которая остается после выплаты всем кредиторам, держателям и владельцам привилегированных акций.

Разновидностью обыкновенных акций являются акции с опционом «пут», который дает право обратно продать акцию тому, кто ее выдал в течение установленного срока и по фиксированной цене. В некоторых случаях компания-эмитент скупает свои акции с целью долгосрочного инвестирования, для поддержки рыночной цены акций, для получения дополнительной прибыли при совершении краткосрочных операций с собственными акциями с целью удержания контроля и недопущения скупки крупных пакетов третьими лицами.

Привилегированная акция дает гарантированный (фиксированный) дивиденд в процентах от номинальной стоимости акции или в долларах, который выплачивается до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям. Держатели привилегированных акций имеют преимущественное право на определенную долю активов корпорации в случае ее ликвидации. Видов привилегированных акций достаточно много, основные разновидности следующие:

- с обменом на установленное количество обыкновенных акций по заранее оговоренной ставке;
- с накапливаемыми дивидендами, которые выплачиваются в будущем;

- с правом на получение дополнительных дивидендов сверх объявленной суммы;
- с ежеквартально корректируемой ставкой дивиденда на основе учета динамики процентных ставок по краткосрочным государственным ценным бумагам;
- с правом эмитента на выкуп акций с надбавкой к номиналу;
- с правом обмена на облигации/ другие ценные бумаги;
- с дивидендом, устанавливаемым путем аукциона.

Различаются следующие *цены акций*: номинальная, эмиссионная, рыночная, балансовая. Номинальная цена уплачивается при эмиссии, которая сопровождает образование компании и выражает стоимость единичного пая; по эмиссионной цене акция продается на первичном рынке. Рыночная (курсовая) – это текущая цена акции на бирже или во внебиржевом обороте; балансовая определяется на основе документов финансовой отчетности и исчисляется от деления чистой стоимости активов на количество выпущенных акций.

Эмитентами акций выступают акционерные общества с правом привлекать средства путем открытой (публичной) подписки на свои акции. В США акционерные общества с правом подписки называются Публичными корпорациями (Public Corporation), в Великобритании – это Публичные компании с ограниченной ответственностью (Public Limited Company), в России – открытые акционерные общества. Акционерные общества с правом эмиссии имеют листинг (регистрацию) и регулярную котировку на организованном рынке (на бирже). В 2005 г. листинговых эмитентов акций в развитых странах было 22990, в остальных странах почти столько же, но доля развитых стран в капитализации мировых рынков акций составила 85%, других – 15%; в 2009 г. соответственно – 79,0 и 21,0%.

Инвесторами в акции являются физические лица, корпоративные и институциональные инвесторы. Зрелые рынки акций характеризуются высокой долей организованной торговли через биржи, высоким уровнем рыночной капитализации и отработанной системой организованного и правового обеспечения торговли акциями. Формирующиеся рынки развивающихся и бывших переходных стран отличаются высокими темпами роста, высокой доходностью, повышенным риском, низким уровнем рыночной капитализации и слабым механизмом правового регулирования.

## ***9.2. Международные акции***

Выход на международный рынок позволяет фирмам расширить финансирование за счет привлечения новых источников акционерного капитала. Возможны три способа выпуска акций на международном рынке: (1) акции фирмы проходят листинг на бирже и продаются международным синдикатом в различных странах; (2) фирма одновременно осуществляет листинг своих акций на бирже в стране нахождения, а также на одной или нескольких биржах в других странах; (3) акции выпускаются международным синдикатом в евровалютах и проходят листинг одновременно на местной бирже и на одной или нескольких международных биржах, что улучшает имидж фирмы, повышает ее известность, предоставляет выбор.

Выпуск акций на международных рынках позволяет фирме-эмитенту привлекать крупные ресурсы, часто применяется при приватизации и служит средством формирования резервов для обратного выкупа. На международном рынке акций доминируют институциональные инвесторы, в руках которых в основном концентрируется акционерная собственность.

Выпуски международных акций бывают первичными и вторичными. При первичной продаже реализуются новые акции, и компания-эмитент получает дополнительные фонды; при вторичной продаже компания не получает новых фондов. Вторичный рынок международных акций характеризуется активностью и ликвидностью; инвесторы в международные акции приобретают международную диверсификацию портфеля и более благоприятный налоговый режим.

Большинство выпусков осуществляется прямым предложением акций всем желающим за наличные. Дополнительные выпуски могут быть проданы только уже существующим акционерам, которые получают варранты в соответствии с количеством уже имеющихся акций. Варранты позволяют купить определенное количество новых акций по официальной цене подписки.

Процедура выпуска акций подобна процедуре выпуска евробондов. Синдикаты подписчиков осуществляют комбинированные выпуски, объединяя первичную и вторичную продажу акций; они выкупают выпуски акций и распродают их акционерам. На международных рынках акций инвесторы и эмитенты встречаются с существенными трудностями и рисками; международный инвестор должен иметь доступ к необходимой информации при заключении сделки.

### ***9.3. Факторы динамики рынка акций***

Динамика рынка акций определяется по изменению капитализации рынка акций. Капитализация (или объем) рынка акций рассчитывается по совокупной курсовой стоимости акций компаний, имеющих регулярную котировку. На динамику мирового рынка акций в долговременном периоде оказывают влияние многие причины общеэкономического характера, преобразования в финансовой системе, развитие международных финансовых рынков и т.п.

Существенное влияние на рынок акций оказывает приватизация государственной собственности, поскольку разгосударствление обычно сопровождается расширением компаний, образованием новых компаний-эмитентов и выпуском акций. Влияют и слияния и поглощения компаний.

В 2007 г. капитализация мирового рынка акций достигла максимума в 65,1 трлн долл., в 2010 г. она составила 55,1 трлн долл., доля развитых (зрелых) рынков соответственно равнялась 67,9 и 77,3%. США уверенно лидируют на рынке акций с долей 31,4% в 2010 г., что связано с особенностями национального финансирования и со структурой акционерной собственности. Для американских корпораций, где более трети собственности принадлежит населению, выпуск акций является основным источником привлечения финансовых ресурсов; в континентальной Европе и в Японии в основном банки кредитуют бизнес.

В 2000-е гг. на мировом рынке акций происходили резкие колебания. В 1999 г. норма капитализации мирового рынка акций, характеризующая его степень развитости и измеряемая отношением капитализации рынка к ВВП в процентах, составила 118,0% мирового ВВП, в 2007 г. она достигла максимальных значений – 119,4, в 2010 г. – 88% мирового ВВП. Норма капитализации американского рынка акций в эти годы соответственно равнялась 181%, 144% и 119% ВВП.

Капитализация формирующихся рынков акций, в которые входят рынки развивающихся регионов, а также стран СНГ и Центральной и Восточной Европы, за 2000- 2007 гг. увеличилась в 8,4 раза и составила 20,9 трлн долл., в 2010 г. - 12,5 трлн долл. Норма капитализации формирующихся рынков акций в 2007 г. равнялась 120,8%, в 2010 г. – 58,1% ВВП.

Акции развитых стран реализуются в основном на внутренних рынках компаний-эмитентов, но все возрастающее количество акций

продается на международных рынках или приобретается нерезидентами на внутренних рынках эмитентов.

Капитализацию международного рынка акций, в который входят акции, эмитированные на международных рынках, а также акции, приобретенные нерезидентами на внутренних рынках, можно определить по иностранным активам и обязательствам стран мира по акциям. Совокупные зарубежные активы в акциях только развитых стран с 2001 г. по 2008 г. увеличились в 1,7 раз и составили 7,4 трлн долл.; их обязательства перед нерезидентами за тот же период увеличились в 1,6 раза и составили 7,4 трлн долл.

На динамику капитализации рынка акций прямое влияние оказывают изменение курсовой (рыночной) стоимости акций, количества акций, а также числа компаний, выпускающих акции в публичную продажу. Рост капитализации рынка и доходность акций происходит в основном за счет повышения курсовой стоимости акций. Курсовая стоимость акций и доходы на акцию находятся в зависимости от общеэкономического роста, но фиктивный капитал обладает определенной независимостью от реального капитала.

Количество акционерных обществ, имеющих официальную котировку на фондовых биржах, по которым рассчитывается капитализация, в развитых странах не претерпевает существенных изменений. В странах с формирующимися финансовыми рынками отмечается бурный рост количества компаний, но они оказывают слабое влияние на общие показатели мировых рынков акций.

Динамика курсовой стоимости акций измеряется фондовыми индексами. Большинство национальных рынков имеют один или несколько индексов. Например, в США наиболее распространены Dow Jones Industrial, the Standard and Poor's 500, the NYSE Composite, the

NASDAQ, the AMEX; в Великобритании - the FT-SE 100 FT All Share Indexes; Японии - the Nikkei Average; в Гонконге - the Hang Seng; во Франции - the CAC 40.

Используются и международные индексы, а также характеризующие акции стран с формирующимися финансовыми рынками; Международная финансовая корпорация (МФК) публикует также индексы для Латинской Америки, Азии, Европы и Среднего Востока. Исследование фондовых индексов за длительный период характеризует экономическое развитие национальной экономики в целом, позволяет провести сравнительный анализ тенденций развития отдельных стран и регионов.

При этом следует иметь в виду, что в фазе подъема рост капитализации рынка акций значительно опережает рост базовых показателей, включая ВВП. В периоды спада падение на рынке акций, как правило, существенно опережает снижение базовых показателей. Высокая динамика фондовых индексов, на порядок превосходящая темпы роста реального сектора, надувает «пузыри», т.е. чрезмерно поднимает курсовую стоимость акций, отрывая ее от реальной стоимости.

«Пузырь» образуется под воздействием высокого спроса инвесторов, которые ожидают дальнейшего повышения курсовой стоимости акций. Показателем наличия «пузыря» может служить отношение капитализации рынка акций к ВВП. Для США за длительный промежуток времени средний показатель «капитализация/ВВП» составил 60%; в 1990 г. он равнялся 56% ВВП, в 1999 г. - 181% ВВП. В Великобритании соответствующие показатели были 87 и 206% ВВП, в Японии – 99 и 102% ВВП, в Швейцарии – 69 и 262% ВВП, во Франции – 26 и 104% ВВП, что указывало на повсеместное чрезмерное разбухание фиктивного капитала.

Вторым показателем, свидетельствующим о завышении цен на акции, является отношение капитализации к бухгалтерской стоимости акции или чистая стоимость акций. Этот показатель для США в 1920-1980-е гг.

равнялся 2, в 1998 г. – 9, что явно указывало на чрезмерное завышение цен на акции.

*Доходность акций* включает три компонента – текущий уровень дивидендного дохода; реальный рост дивидендов; изменение стоимости акций, т.е. динамика соотношения цена/прибыль. Текущая доходность акции измеряется отношением дивиденда к цене акции в процентах. Показатель дивидендной доходности во всех развитых странах в долговременном периоде почти не меняется и в среднегодовом исчислении за ряд лет составляет 4-5%. В долгосрочной перспективе американский рынок акций приносит в среднем 2,5%, большая часть которых уходит на вознаграждения и комиссионные посредников.

Коэффициент цена/прибыль показывает отношение цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию за определенный период. Для большинства зрелых (развитых) рынков среднегодовое отношение цена/прибыль находится на уровне 12-18. Показатель цена/прибыль особенно сильно поднимается в периоды экономического подъема, который обычно сочетается с биржевой активностью.

На развитие рынка акций значительное влияние оказывает концентрация капитала посредством национальных и трансграничных слияний и приобретений (mergers and acquisitions - M&A) компаний, которые могут быть горизонтальными, вертикальными или конгломератными.

При горизонтальных операциях объединяются фирмы, занятые в одном и том же бизнесе; при вертикальных операциях фирма посредством объединения с другой фирмой приобретает первичные стадии производства или, наоборот, более технологичные. Конгломератные формы означают объединения фирм, занятых в разных сферах бизнеса.

В США и Западной Европе процесс концентрации протекал в основном на национальном уровне и охватывал фирмы одной и той же

отрасли, но и трансграничные объединения получили значительный импульс. В 2005-2007 гг. среднегодовой объем трансграничных (международных) слияний и поглощений достиг 703,4 млрд долл., в 2008-2010 гг. – 431,7 млрд долл. Мотивом являются стратегические задачи расширения рынка с целью получения экономии за счет масштабов производства.

В связи с объединениями расширялся список первоклассных акций («голубых фишек») и увеличивался спрос на акции объединенных компаний. Включение в национальные фондовые индексы новых «голубых фишек» гарантировало спрос со стороны крупных институциональных инвесторов. Росту курса акций способствовало активное участие нерезидентов, Процесс концентрации капитала усилил различия в динамике курсов акций крупных и мелких/средних компаний. Курсы акций средних и мелких компаний росли медленнее, чем крупных компаний, или даже снижались.

### ***Ключевые слова***

Международная акция; депозитарные расписки; курсовая стоимость акции; коэффициент цена/прибыль; текущая доходность акции; листинг; капитализация рынка акций; фондовые индексы.

## **10. РЫНОК ФИНАНСОВЫХ ДЕРИВАТИВОВ**

### ***10.1. Финансовые деривативы: классификация, функции***

Деривативы представляют собой производные финансовые инструменты, основанные на базисных активах, которые они представляют. Признаком их производности является то, что цена этих

инструментов определяется на основании цен базисных активов. В качестве базисных финансовых активов выступают валюты, ценные бумаги, кредиты, а также другие производные инструменты. Деривативы дают возможность при наступлении определенного срока реализовать актив, лежащий в основе договора, либо погасить права/обязательства по текущим рыночным ценам.

Деривативы можно классифицировать по инструментам, по покрываемым рискам, по способу и месту купли/продажи. По рискам среди финансовых деривативов наибольшее распространение получили (по убывающей) процентные деривативы (interest rate derivatives), валютные деривативы (currency derivatives), деривативы на индексы акций (stock market index derivatives).

По способу реализации деривативы подразделяются на свободно торгуемые деривативы (exchange-traded derivatives) и договорные деривативы ОТС (over-the-counter – derivatives OTC). Свободно торгуемые деривативы представляют собой стандартизированные продукты, торгуемые на организованных площадках (биржах); при покупке/продаже таких контрактов обычно требуется надежный депозит или залог (margin). Договорные деривативы ОТС - это двусторонние контракты, торгуемые во внебиржевом секторе<sup>14</sup>.

Инфраструктура рынка деривативов включает многочисленные организации, выполняющие брокерские и дилерские функции. Участниками рынка выступают коммерческие и инвестиционные банки, институциональные инвесторы, нефинансовые институты, частные лица. При использовании производных инструментов заемщиками/эмитентами возникают следующие проблемы:

- дополнительные затраты в виде премий и возможные убытки;

---

<sup>14</sup> Внебиржевые договорные двусторонние контракты (ОТС (over-the-counter-derivatives) включают двойной счет.

- кредитный риск, связанный с возможностью неисполнения своих обязательств контрагентом;
- невозможность найти контрагента по сделке в случае очевидности негативных рыночных тенденций;
- ограниченность доступа на рынок деривативов компаний с невысоким кредитным рейтингом;
- необходимость содержания специальных подразделений по управлению рисками.

Деривативы выполняют следующие основные функции: - обеспечивают страхование от рисков неблагоприятных колебаний обменных курсов валют, процентных ставок, курсов ценных бумаг и т.д.; - предоставляют неограниченные возможности для сверхприбыльных спекулятивных операций; - снижают транзакционные издержки; - позволяют создавать новые разновидности прибыльных инструментов.

Важной функцией деривативов является обеспечение оптимизации условий привлечения внешних финансовых ресурсов компаниями и другими эмитентами/заемщиками. Это подразумевает выбор таких вариантов финансирования, при которых достигается сбалансированное соотношение стоимости привлекаемых средств и рисков, которым подвергается компания в результате осуществления данных операций.

Основная функция деривативов – это хеджирование от ценовых рисков посредством их переноса или перераспределения от хеджеров к спекулянтам, что позволяет каждому контрагенту, независимо от другой стороны, перегруппировать или устранить риски, «сбросив» их на какого-то другого участника рынка.

Крупные нефтяные компании в своих отчетах обычно указывают, что эффективность привлечения средств с мировых финансовых рынков повышается за счет использования производных финансовых инструментов по следующим направлениям:

- изменение уровня процентного риска, возникающего вследствие неадекватности позиций по активам и обязательствам;
- хеджирование валютного риска, возникающего в результате изменения обменных курсов валют;
- снижение затрат по обслуживанию долга;
- диверсификация источников финансирования.

## ***10.2. Факторы, воздействующие на рынок деривативов***

Рынок деривативов – это рынок срочных контрактов, которые являются основными инструментами торговли товарами, но их доля составляет менее 1% общего оборота биржевых деривативных контрактов; остальные 99% составляют финансовые производные инструменты. Возникновение и становление рынка финансовых деривативов связано с отменой фиксированных валютных курсов и с введением плавающих валютных курсов в 1970-е гг., что способствовало возникновению и расширению торговли иностранной валютой против доллара.

По оценке нобелевского лауреата Р. Мертона, реализация финансовых стратегий для финансовых институтов с использованием деривативов в 10-20 раз дешевле, чем при использовании базисных активов. Расширению рынка деривативов способствовало быстрое формирование и распространение специализированных бирж, консолидация и централизация биржевой торговли, хотя рынок деривативов возник во внебиржевом секторе.

Между биржами, торгующими производными срочными контрактами, и между биржевой и внебиржевой торговлей существует жесткая конкуренция. Биржевая торговля достаточно концентрирована, ибо основная часть сделок по деривативам осуществляется на 3-4 ведущих биржах. Вместе с тем нарастающими темпами идет процесс объединения электронных систем торгов срочных бирж; некоторые биржи объединяют

свои операции по идентичным контрактам, создают межбиржевые системы.

Расширение и диверсификация рынка деривативов основывается в основном на развитии и структурных сдвигах в валютно-финансовой сфере, за счет становления и подключения финансовых рынков развивающихся и переходных стран. Большое влияние на рынок деривативов оказывает введение евро и формирование единого финансового рынка зоны евро; большую роль играет политика открытости национальных экономик и либерализация валютно-финансовой системы и рынков.

Политика либерализации направлена на стимулирование конкуренции в финансово-банковском секторе, устранение валютного контроля, отмену потолка процентных ставок по депозитам и займам, открытие национальных финансовых рынков для нерезидентов, сокращение налогового бремени и традиционных ограничений на отдельные финансовые операции, в том числе спекулятивные. Либерализация финансовых рынков усилила неустойчивость валют, процентных ставок, цен на долговые ценные бумаги и котировки акций.

Развитие рынка деривативов стимулируется совершенствованием информационных технологий, внедрение которых значительно упростило и удешевило заключение сделок. В свою очередь это способствует увеличению ликвидности финансовых рынков, более частому пересмотру инвестиционных портфелей, увеличению числа и объемов операций на рынке деривативов.

Стоимостный объем биржевого рынка деривативов измеряется номинальной стоимостью базисных активов обращающихся на бирже деривативов; внебиржевой торговли – номинальной стоимостью базисных активов внебиржевых контрактов. Годовой объем биржевой торговли определяется по обороту торгуемых контрактов на мировых биржевых

рынках; во внебиржевой торговле деривативами OTC используется показатель валовой стоимости рынка на определенную дату<sup>15</sup>.

Рынок деривативов на порядок превышает объем торговли базисными активами. Он характеризуется значительным расширением спектра предлагаемых финансовых инструментов, стандартизацией контрактов, дальнейшей глобализацией и интернационализацией финансовых рынков, повышением доходов на инвестиции. Это связано с развитием и расширением мирового финансового сектора экономики.

### ***10.3. Рынки деривативов***

Рынок финансовых деривативов включает рынки форвардов, фьючерсов, опционов, свопов и другие. *Форвардный рынок* можно подразделить на: рынок классических форвардных контрактов, главная цель которых состоит в поставке базисных активов и хеджировании позиций участников; рынок «при выпуске» и рынок РЕПО. Валютный форвард - это соглашение между двумя сторонами о продаже/покупке валюты по зафиксированному курсу с поставкой через определенный период времени (чаще через один-шесть месяцев).

Рынок «при выпуске» (when issued market) означает торговлю будущим выпуском ценных бумаг, т.е. до эмиссии. Под сделкой РЕПО понимается двусторонняя сделка по продаже/покупке ценных бумаг с обязательством обратной покупки/продажи тех же бумаг через определенный срок по условленной цене. Главная функция рынка РЕПО состоит в краткосрочном заимствовании ценных бумаг под гарантию денежных средств и, наоборот, денежных средств под ценные бумаги.

---

<sup>15</sup> По условной основной сумме открытых позиций по обращающимся производным финансовым инструментам (Notional Principal Amounts Outstanding) или просто по условной сумме (Notional Amounts); по годовому обороту производных финансовых инструментов, торгуемых на мировых биржевых рынках (Annual Turnover); по валовой стоимости рынка (Gross Market Values).

*Фьючерсный контракт* – это договорное обязательство продать или купить определенное количество финансовых инструментов по заранее согласованной цене в свободном биржевом торге на официально зарегистрированной бирже в дату исполнения контракта. Базисными активами финансовых фьючерсов могут быть депозиты, облигации, валюта, индексы, акции и т.п.

*Опционный контракт* предоставляет право, но не обязательство, купить/продать (отказаться от сделки) определенный базисный актив, а также производный инструмент (фьючерс), на протяжении предусмотренного срока, по цене контракта (strike price). При торговле опционами все права остаются за покупателем, а обязанности – за продавцом, за что он получает премию.

*Своп* – это операция, состоящая из двух частей: сначала покупается иностранная валюта по курсу «спот», затем она продается по курсу «форвард». Рынок свопов внебиржевой; вторичный рынок развит слабо. Предметом сделок «своп» являются валютные курсы, процентные ставки и котировки акций. Большое распространение получили комбинированные или гибридные свопы, в частности, валютные свопы на процентные ставки, или свопы, объединенные с форвардами и другие.

*Кредитные деривативы* переносят кредитный риск с одного контрагента по сделке на другого контрагента за определенную плату. На этом рынке обращаются дефолтные свопы и опционы; свопы на совокупный доход; свопы на активы; связанные кредитные ноты; опционы на кредитный спрэд и другие. Свопы на совокупный доход и опционы на кредитный спрэд наиболее часто используются на рынке долга развивающихся и формирующихся стран. Дефолтные свопы и связанные кредитные ноты чаще всего используются при торговле кредитными займами.

#### ***10.4. Глобальный рынок деривативов***

В 2009 г. глобальный рынок деривативов в объеме совокупной номинальной стоимости базисных активов обращающихся биржевых деривативов достиг 687,8 трлн долл., увеличившись с 2000 г. в 6,3 раза; рынок биржевых инструментов показал прирост в 5,1 раза и составил 73,1 трлн долл., внебиржевых инструментов – в 6,4 раза и составил 614,7 трлн долл.<sup>16</sup>.

Соотношение между номинальной стоимостью контрактов на биржевые и внебиржевые деривативы равнялось 89,4 и 10,6%. На глобальном рынке деривативов доминируют процентные производные инструменты, их основная масса обращается вне биржи, где преобладают свопы, на биржевом рынке - фьючерсы и опционы.

За 2000-2010 гг. на рынке биржевых деривативов произошли существенные сдвиги. Доля США снизилась с 57,3 до 46,4%, Европы – возросла с 29,4 до 47,6%, Азиатско-тихоокеанского региона – снизилась с 11,2 до 3,7%, прочих регионов – увеличилась с 2,0 до 2,3%.

Биржевые сделки имеют преимущества перед внебиржевыми сделками с точки зрения рисков, ликвидности и дешевизны операций. На биржевом рынке обращаются стандартизированные, преимущественно краткосрочные, фьючерсные и опционные контракты. Около трех четвертей биржевой торговли приходится на главные международные финансовые центры.

Деривативами торгуют традиционные срочные товарные биржи; фондовые биржи, специализированные биржи. Есть биржи, торгующие только фьючерсами; некоторые биржи объединили свои операции по идентичным контрактам; получает распространение объединение электронных систем торгов срочных бирж, что позволяет члену одной биржи получить доступ на другие биржи.

---

<sup>16</sup> IMF. Global Financial Stability Report, 2008, Oct.; 2010, Oct.

2000-е гг. характеризовались масштабным расширением операций со свободно торгуемыми финансовыми деривативами и расширением географии их использования. В 2007 г. количество заключенных на бирже контрактов достигло 9885 млн единиц, увеличившись с 2000 г. в 6,3 раза; в 2009 г. – 9388 млн контрактов.

Существенные сдвиги произошли в региональном размещении биржевой торговли производными финансовыми инструментами. К 2009-2010 гг. США и Европа практически достигли паритета на этом рынке и по номинальной стоимости базовых активов биржевых деривативов, и по обороту контрактов. С середины 2000-х гг. Азиатско-тихоокеанский регион (АТР) уверенно держит первое место в мире по количеству торгуемых на бирже срочных контрактов.

Внебиржевые контракты обладают определенными преимуществами перед стандартизированными биржевыми контрактами. Они договорные, их отличает гибкость, ориентированность на конечного клиента и легкость регулирования. Валовая стоимость внебиржевого рынка деривативов ОТС за 2000-2008 гг. увеличилась в 10,1 раз и составила 32,4 трлн долл.; в 2009 г. – 21,6 трлн долл.

Структура внебиржевой торговли договорными деривативами ОТС на декабрь 2009 г. по инструментам имела следующий вид: процентные контракты составили 73,2%, валютные – 8%, кредитные дефолтные свопы – 5,3% (в 2007 г. – 9,8%); по валюте - доля доллара США равнялась 24,9%, евро – 28,6%, японской иены – 8,8%, фунта стерлингов – 5,6%, других – 5,3%.

Внебиржевой рынок характеризуется высокой концентрацией, динамикой и объемом. За 2000-2009 гг. сумма находящихся в обращении деривативов на внебиржевом рынке возросла в 6,4 раза, на биржевом рынке – в 5,1 раза. Высокие и опережающие темпы роста

внебиржевого рынка по сравнению с биржевым рынком определяются многими причинами, в том числе:

- увеличением спроса на инструменты хеджирования из-за неустойчивости процентных ставок и валютных курсов;
- увеличением спроса на инструменты, позволяющие получать прибыль от различий в процентных ставках и валютных курсах;
- увеличением спроса на инструменты для минимизации и диверсификации риска;
- сокращением издержек на внебиржевом рынке, благодаря внедрению новых технологий;
- растущим спросом со стороны банков на новые операции;
- дерегулированием и либерализацией финансовых рынков.

Важным фактором расширения рынка деривативов является активизация деятельности ТНК и ТНБ, аккумуляция огромных финансовых ресурсов институциональными инвесторами, внедрение инновационных технологий. Совершенствование техники и технологии значительно упростило и удешевило процесс заключения сделок, и способствует увеличению ликвидности финансовых рынков, более частому пересмотру инвестиционных портфелей и росту объемов операций.

**Ключевые слова:**

Договорные деривативы ОТС; рынок «при выпуске»; рынок РЕПО; барьерный опцион; триггер; страйк; кредитные деривативы; клиринговая палата; биржевая торговля деривативами; внебиржевой рынок деривативов.

## Раздел третий. РАЗВИВАЮЩИЕСЯ И ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИЕ СТРАНЫ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ: ВНЕШНЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, ДОЛГИ, КРИЗИСЫ

### **11. МЕЖДУНАРОДНОЕ ОФИЦИАЛЬНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА**

#### *11.1. Теоретические основы официального финансирования развития*

Теоретические основы финансирования зависимых и отсталых стран были сформулированы **А. Смитом** на примере анализа вывоза английского капитала в колонии посредством экспортных кредитов с гарантией под закладные. Он отметил постоянную нехватку капиталов в этих странах, и их стремление занимать как можно больше, а также их трудности с возвратом кредитных средств, неизбежные просрочки и переоформления векселей. Смит определил мотивацию экспортеров и импортеров, риски и способы их минимизации, экономическое значение вывоза и ввоза для заинтересованных стран.

Дж. Ст. Милль показал, что менее развитые страны могут выпускать займы только под гарантии своего правительства, и условием их платежеспособности по внешним долгам является превышение экспорта над импортом, равное стоимости долговых платежей. К. Маркс и его последователи обратили внимание на эксплуататорский характер вывоза капитала в отсталые страны, которые утрачивают способность проводить независимую экономическую политику и попадают под влияние кредиторов.

Помощь развивающимся странам в западных теориях призвана пополнить сбережения до уровня инвестиций и восполнить нехватку иностранной валюты в объеме дефицита текущего платежного баланса. Согласно теории, потребность в помощи отпадет, когда норма сбережений

достигнет величины, позволяющей обходиться собственными финансовыми ресурсами с привлечением иностранного частного капитала. Были определены факторы, тормозящие экономическое развитие, устранение которых теоретически позволит встать на путь самоподдерживающегося развития.

Теория поощрения вывоза прямых инвестиций японского экономиста К. Кодзимы основана на использовании сравнительных преимуществ при выборе отрасли инвестирования в принимающей стране; что способствует расширению взаимного товарооборота и повышению экономической взаимозависимости стран-партнеров.

Модели урегулирования внешней задолженности основаны на опережающем росте ВВП; на поддержании нормы процента, позволяющей осуществлять долговые платежи, не допуская увеличения задолженности. Теории партнерства направлены на достижение гармонии интересов на основе выполнения взаимных обязательств иностранных компаний и принимающих стран; на поиск оптимального соотношения иностранных и местных инвестиций и рационального сочетания различных форм притока иностранного капитала.

С 1960-х гг. большое распространение получили концепции перестройки международного разделения труда, приспособления его к новым потребностям развитых стран и отведения в нем новой роли развивающимся странам, которые были сформулированы в монографических исследованиях и докладах. В частности, рекомендовалась концепция ориентации на внешнеэкономические связи на основе партнерства. Ее цели можно изложить в следующем виде: (1) передать развивающимся странам производство простых изделий, а также отрасли, в которых они имеют сравнительные преимущества; (2) использовать дешевую рабочую силу для изготовления изделий, которые не имеют естественных преимуществ в развитых странах; (3) использовать

эти страны как звенья конвейера международного промышленного производства и подготовить их рынки для принятия современных товаров и товаров завтрашнего дня; (4) построить промышленные предприятия, которые нежелательны и даже невозможны в развитых странах.

С 1960-х гг. Организация Объединенных Наций (ООН) разрабатывает международную стратегию развития на очередное десятилетие для развивающихся стран, определяет количественные показатели роста и предлагает меры по их реализации. В Стратегии развития на 1990-е гг. признается необходимость значительного увеличения притока финансовых средств из всех основных источников.

Цели развития тысячелетия (ЦРТ) были приняты в 2001 г., они содержат концептуальные основы международного финансирования развития, которые были значительно скорректированы на последующих форумах. В частности, были определены основные источники мобилизации средств для достижения ЦРТ, а именно: внутренние ресурсы; международная торговля; приток частного капитала; международная помощь; снижение внешней задолженности; ресурсы международных финансовых институтов. Было признано, что содействие мирового финансового сообщества странам с низкими доходами должно составить в 2010 г. 0,35%, в 2015 г. - 0,7% ВНД стран-доноров. В 2009-2010 гг. система и критерии льготного кредитования были пересмотрены в сторону расширения и дальнейшей диверсификации.

### ***11.2. Система официального финансирования развития***

Система официального финансирования развития (ОФР) представляет собой совокупность финансовых ресурсов на цели развития, поступающих в страны с догоняющим типом развития от иностранных правительств и других государственных структур, от международных и региональных кредитных организаций. В международные потоки

официального финансирования включаются и частные ресурсы, предоставляемые на нерыночных условиях, которые поступают в принимающие страны при официальной поддержке или в рамках программ, одобренных и поддерживаемых официальными иностранными или международными организациями. Задолженность по таким частным кредитам частично списывается или переоформляется при поддержке официальных кредиторов.

Официальные ресурсы формируются в основном из бюджетных средств развитых и некоторых других стран; международные кредитные организации пополняют свои ресурсы и на международных финансовых рынках. Официальные средства поступают в принимающие страны на концессионных (льготных) условиях с грант-элементом и на неконцессионных условиях.

Они предоставляются на двусторонней основе, т.е. напрямую от иностранных официальных кредиторов/доноров принимающим странам, и на многосторонней основе от международных и региональных организаций. В рамках финансового содействия официальные доноры предоставляют гуманитарную, а также техническую, консультативную и иную помощь в проведении институционально-структурных преобразований.

В официальные финансовые потоки (Official Finance Flows), образующие систему официального финансирования (Official Financing) развивающихся и постсоциалистических стран, входят официальное финансирование развития (ОФР, Official development finance – ODF) и официально поддерживаемые экспортные кредиты (Officially supported export credits).

В официальное финансирование развития входят все официальные потоки в целях развития, поступающие в принимающие страны на

двусторонней и многосторонней основе. По условиям предоставления в официальном финансировании развития различаются:

- Официальная помощь развитию (ОПР, Official development assistance - ODA),
- другие Официальные потоки в целях развития (другие ОФР, other Official development finance - other ODF).

В «официальную помощь развитию» (ОПР) включаются официальные ресурсы с обязательным грант-элементом, т.е. с безвозвратными средствами в размере не менее 25% ОПР, направленные на содействие экономическому развитию и благосостоянию принимающих стран, включая снижение (прощение) внешних долгов.

В «другие официальные потоки в целях развития» (ОФР) включаются официальные ресурсы, ориентированные на развитие, но которые не могут рассматриваться в качестве официальной помощи развитию. В двусторонних средствах, предоставляемых на условиях ОФР, преобладают операции по облегчению долговой нагрузки принимающих стран на основе соглашений о реструктуризации долга со странами-членами Парижского клуба.

Официально поддержанные экспортные кредиты с официальной страховкой и гарантией предоставляются на двусторонней основе. Они не включаются в потоки, ориентированные на развитие, поскольку они напрямую не связаны с развитием, а способствуют расширению экспорта стран-кредиторов в принимающие страны. Такие экспортные кредиты предоставляются странами-членами Бернского союза (Международного союза страховщиков кредитов и инвестиций).

Двустороннее официальное финансирование предоставляется развитыми странами-членами Комитета помощи развитию (КПР) Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР),

(Development Assistance Committee – DAC, OECD)<sup>17</sup>; некоторые другие развитые и развивающиеся страны принимают посильное участие в официальном финансировании развития. Таким образом, двустороннее официальное финансирование осуществляется, во-первых, посредством оказания официальной помощи развитию; во-вторых, предоставления других официальных средств на цели развития; в-третьих, - экспортными кредитами с официальной поддержкой.

Многостороннее финансирование осуществляется на льготных (концессионных) и неконцессионных условиях в виде «официальной помощи развитию» и «других ресурсов на цели развития». Оно предоставляется международными и региональными организациями, которые финансируются в основном странами-членами КПП. В официальном финансировании развития участвуют многосторонние финансовые и нефинансовые институты, в том числе:

- МВФ и Всемирный банк, в том числе Международный банк реконструкции и развития (МБРР), Международная ассоциация развития (МАР), Международная финансовая корпорация (МФК), Международное агентство по гарантии инвестиций (МАГИ).
- Региональные банки развития, включая Африканский фонд развития, Азиатский банк развития, Межамериканский банк развития, Европейский банк реконструкции и развития.
- Европейские кредитные институты, включая Европейский инвестиционный банк (ЕИБ) и Европейский фонд развития (ЕФР).
- ООН.

---

<sup>17</sup> Членами Комитета помощи развитию (ДАК) являются 21 страна (Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Португалия, США, Франция, Финляндия, Швеция, Швейцария, Япония) и Европейская комиссия.

### ***11.3. Объем и структура официального финансирования развития***

Официальное финансирование развивающихся стран со значительной долей безвозвратных субсидий преобладало в их внешнем финансировании до начала 1990-х гг.; в дальнейшем доля официальных средств начала резко снижаться в пользу иностранного частного финансирования. В 2000-е гг. валовый финансовый поток из стран-членов КПР на цели развития в развивающиеся и постсоциалистические страны существенно увеличился и в 2007 г. достиг пиковых значений в 435,7 млрд долл., в 2008 г. он снизился, в 2009 г. начал восстанавливаться и набрал 380,3 млрд долл.<sup>18</sup>.

К концу 2000-х гг. страны-члены КПР достигли показателя для официального финансирования развития в размере 0,35% ВНД, при этом ряд стран (Дания, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Швеция) достигли целевого показателя ООН в размере 0,7% ВНД. США были главным официальным кредитором/донором; в среднегодовом исчислении за 2004-2009 гг. их доля в совокупном официальном финансировании стран КПР поднялась до 28,7%.

За 2003-2009 гг. совокупный объем официальной помощи развитию, полученный развивающимися и постсоциалистическими странами с формирующимися экономиками от стран-членов КПР, составил 720,9 млрд долл. (в среднем 103,0 млрд долл. в год), в том числе доля Африки равнялась 37,1%, Азии – 33,3, Латинской Америки и других стран Западного полушария – 7,5, Европы – 4,4%. Общая сумма официальной помощи развитию, предоставленная странами-донорами, не входящими в КПР, за 2005-2009 гг. составила 26,9 млрд долл. (5,4 млрд в год), в том числе арабскими странами, включая Саудовскую Аравию, Кувейт и ОАЭ, - 15,4 млрд долл. (табл. 11.4.).

---

<sup>18</sup> OECD, Statistical Annex of the 2009, 2011 Development Cooperation Report (DCD-DAC), Tabl.14.

В целях повышения эффективности официальной помощи развитию Всемирный банк рекомендует учитывать следующее:

1. Финансовая помощь наиболее результативна в тех странах, где управление экономикой способствует повышению темпов роста; обеспечивает макроэкономическую стабилизацию; опирается на законодательство, компетентность чиновничества, отсутствие коррупции.
2. Преждевременная финансовая помощь может нанести определенный ущерб и отсрочить модернизацию экономики в странах, еще не вступивших на путь экономических преобразований. В этом случае важнее оказать помощь в разработке идей, в перераспределении ресурсов, в институциональных преобразованиях.
3. При политике, повышающей уверенность в стабильности и в снижении рисков, помощь привлекает частные инвестиции; в противном случае помощь заменяет частные инвестиции.
4. Эффективность официальной помощи развитию повышается в сочетании с усилиями принимающих стран по преодолению бедности.

### **Ключевые слова**

Самоподдерживающийся рост; торгово-направленные инвестиции; международная стратегия развития ООН; официальное финансирование; официальное финансирование развития; официальная помощь развитию; концессионное кредитование; государственные экспортные кредиты.

## 12. СТРАТЕГИИ И МОДЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

### *12.1. Основные типы стратегий и моделей развития*

Стратегия и модели развития определяют социально-экономическое развитие и влияют на платежеспособность стран-реципиентов. Неадекватной модели развития имманентны дефицит ликвидных ресурсов и серьезные трудности в обслуживании обязательств по внешним заимствованиям. Адаптированная к мирохозяйственным условиям модель развития с мощным экспортным промышленным потенциалом обеспечивает социально-экономическое развитие и платежеспособность.

Стратегии развития периферийных стран, определяющие общее направление развития национальной экономики, можно условно классифицировать следующим образом:

- импортозамещающая индустриализация с сырьевым не покрывающим импорт экспортом;
- импортозамещающая индустриализация с развитием отдельных экспортноориентированных отраслей промышленности и с диверсифицированным экспортом сырья и готовых изделий;
- экспортноориентированная индустриализация с промышленным экспортом в сочетании с импортозамещающим производством.

Внутриориентированная стратегия развития предполагает самообеспечение готовой продукцией, создание всеобъемлющих промышленных комплексов, призванных наполнить внутренний рынок отечественными товарами и затем развернуть их экспорт. Экспортноориентированная стратегия развития в значительной мере основана на взаимодействии с иностранным капиталом, на международной

промышленной специализации и кооперации, с развитием который насыщается и внутренний рынок.

### ***12.2. Импортозамещающая модель развития***

Импортозамещающая промышленность в сочетании с традиционным сырьевым экспортом, не покрывающим растущие импортные расходы, формируют неадекватную модель развития. Она характеризуется хроническим дефицитом текущего платежного баланса и государственного бюджета, ее функционирование поддерживается привлечением внешних ресурсов с преобладанием ресурсов, образующих долговые обязательства перед нерезидентами.

Импортозамещающая индустриализация на определенном этапе становится фактором формирования дефицитной и неконкурентоспособной экономики, сопровождаемой растущей долговой нагрузкой и подверженной кризисам платежеспособности по внешним обязательствам. Дефицитная экономика может оказаться в долговой петле, если внешние обязательства покрываются преимущественно новыми внешними заимствованиями, а темпы роста внешнего долга опережают темпы роста экспорта и ВВП. В долговой экономике неизбежны нарушения графика платежей, накопление просроченных долгов, что рано или поздно приводит к одностороннему отказу страны-должника выполнять свои долговые обязательства перед международными кредиторами, т.е. к кризису.

Импортозамещающая модель развития промышленности сначала сформировалась в экономически зависимых странах Латинской Америки во времена Великой депрессии 1929-1933 г.г., когда в периферийных экономиках образовались крупные внешние дефициты, и с целью их

преодоления и наполнения рынка промышленными товарами была принята политика импортозамещающей индустриализации.

Во время второй мировой войны индустриализация, ориентированная на внутренний рынок, за неимением внешнего рынка сбыта и поставок товаров из-за рубежа, получила дальнейшее развитие. Страны Латинской Америки, равно как и страны других периферийных регионов, были отрезаны от поставщиков промышленного оборудования и потребительских товаров. Они были вынуждены осуществлять курс на ускоренное развитие собственного производства, обеспечивать свой рынок промышленными предметами первой необходимости и инвестиционными товарами.

Следующий этап импортозамещения в Латинской Америке и его начало в освободившихся от колониальной зависимости странах Азии и Африки пришелся на первые десятилетия после второй мировой войны. Развитие замены импорта промышленных товаров стимулировалось ростом экспортных доходов на основе высокого мирового спроса на сырье и продовольствие. Напротив, расширению и диверсификации промышленного экспорта препятствовала протекционистская политика промышленно развитых стран. Стратегия импортозамещения связывались с построением независимой экономики, укреплением государственности, опирающейся на собственную индустриальную базу, в рамках концепции «опоры на собственные силы».

Страны, принявшие стратегию импортозамещающей индустриализации, столкнулись с серьезными проблемами и трудностями по мере ее реализации. Первый этап замены импорта простых в изготовлении и относительно дешевых потребительских товаров краткосрочного и среднесрочного пользования, как правило, проходил относительно легко; и такая индустриализация быстро дает

положительные результаты: создаются новые производства, увеличивается занятость, наполняется рынок.

На втором этапе индустриализации замещения возникает проблема создания капиталоемких производств более сложных потребительских и производственных товаров длительного пользования, которые повышают промышленную самообеспеченность. Однако развитие таких отраслей сдерживалось нехваткой ресурсов, капиталовложений, рынков сбыта, отсутствием хорошо проработанной программы, учитывающей себестоимость, сравнительные преимущества.

Все это обернулось низкой эффективностью и неконкурентоспособностью основной массы промышленных предприятий, выживание которых поддерживалось большими льготами за счет сельского хозяйства, снижения жизненного уровня населения, темпов роста и жесткого потекционизма.

Импортозамещающая индустриализация неизбежно опирается на расширяющийся импорт промежуточных и инвестиционных товаров. По мере замены одних видов импорта собственным производством, расширяется спрос на другие, более дорогие виды импорта – на средства производства, на технологии, на новые инвестиционные товары, а также на новые потребительские товары, которые непрерывно создаются в ходе технического прогресса в развитых странах, и им отдают предпочтение зажиточные слои населения.

Импортозамещающей индустриализации сопутствует хронический внешнеторговый дефицит. Дефицит по текущим расчетам нарастает и в результате роста стоимости услуг, трансфертов в индустриальные страны; оттока капитала, инвестиционных доходов и долговых платежей. Привлечение иностранных заемных ресурсов при низких темпах роста накапливает внешние долги, повышает бремя долговых обязательств, формирует экономику, зависимую от новых заимствований.

Приток иностранного капитала в развивающиеся страны из всех источников на определенных этапах был ниже оттока ресурсов в виде процентов, дивидендов и прибыли. Темпы расширения импорта опережали импортный потенциал, определяемый экспортными доходами. Нехватка средств частично покрывалась из валютных резервов, а в основном накапливала внешнюю задолженность. В странах развивающегося мира складывалась дефицитная экономика, функционирующая на основе внешнего компенсационного финансирования.

### **12.3. Экспорториентированные модели развития**

Социально-экономическое развитие во всех периферийных странах сначала пошло по пути импортозамещающего производства, которое в принципе не противоречит наращиванию экспорта. Отрасли промышленности, первоначально удовлетворяющие потребности внутреннего рынка, могут, по мере накопления опыта и повышения производительности труда, производить продукцию на экспорт. Подавляющее большинство развивающихся стран не смогло существенно расширить экспорт промышленной продукции и в основном сохранило импортозамещающую ориентацию.

В 1970-е гг. импортозамещающая модель промышленного развития в Латинской Америке исчерпала свои созидательные возможности. Получили распространение неолиберальные взгляды и монетаристские идеи; и страны «большой тройки» (Аргентина, Бразилия, Мексика) с помощью иностранных ТНК сделали упор на создание капиталоемких и высокотехнологичных производств в ряде отраслей и добились определенных положительных результатов: доля промышленной продукции в производстве и в экспорте существенно увеличилась.

Однако хозяйственная структура и экономическая стратегия большинства латиноамериканских стран не претерпела существенных изменений. Сохранялось преобладание импортозамещения при явно недостаточном развитии экспорта. Латиноамериканский регион оставался поставщиком сырья; шесть латиноамериканских государств были чистыми экспортерами нефти; пятнадцать государств, в том числе Бразилия, Колумбия, получали основные валютные доходы от экспорта кофе.

И только небольшим странам Юго-Восточной Азии со скудными природными ресурсами, включая Гонконг, Республику Корея, Сингапур и Тайвань, удалось перейти к созданию экспортноориентированного производства промышленных товаров, расширению и диверсификации промышленного экспорта. Высокая результативность развития по экспортноориентированной модели четырех стран ЮВА, а затем и некоторых стран АСЕАН (Малайзия, Индонезия, Таиланд) и КНР определяется ее комплексным характером.

Создание экспортных промышленных отраслей в этих странах сочеталось с модернизацией сельского хозяйства, с развитием конкурентоспособного импортозамещающего производства, углублением регионального разделения труда и сотрудничества.

Азиатская модель развития региональная, она реализуется во взаимодействии с другими странами региона. Идущие впереди страны переходят к производству технологически более сложной продукции, отдавая нижние этажи производства менее развитым странам и предоставляя им рынок сбыта.

В экономику идущих следом стран из стран-лидеров вкладываются инвестиции, передается технология, поставляется оборудование, материалы и т.д. Это способствует подъему производительности местных фирм с высоким инновационным потенциалом в принимающих странах; установлению с ними партнерских отношений

по линии создания совместных предприятий, производственной кооперации, субподрядных связей. Такой тип экономического сотрудничества сокращает экономический разрыв между более и менее развитыми странами региона, стимулирует развитие и тех и других стран.

Азиатская экспортноориентированная модель догоняющего развития включает следующие этапы:

- 1) импорт технологически новых товаров из страны А в страну В;
- 2) организация импортозамещающего и экспортного производства в стране В с применением капитала и технологий из страны А;
- 3) товарный экспорт из страны В, в том числе и в страну А;
- 4) прекращение национального производства или его модернизация в стране А под давлением конкурентного импорта товаров из страны В;
- 5) переход страны А к производству более технологичных товаров;
- 6) организация зарубежного производства страной В в стране С и т.д.

Реализация азиатской модели требует четкой работы всех ветвей государственной власти и высокопрофессионального менеджмента. Следуя этой модели развития, Гонконг, Сингапур, Тайвань, Республика Корея, а позднее крупные страны АСЕАН, Китай добились впечатляющих успехов. Их отличают высокие нормы сбережений и инвестиций, высокие темпы роста ВВП и промышленности; расширение и диверсификация экспорта; как правило, активный торговый баланс; большие инвалютные резервы; своевременное выполнение обязательств по внешним долгам.

### ***Ключевые слова***

Стратегия догоняющего развития; импортозамещающая индустриализация; экспортноориентированная модель развития

## **13. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ДОЛГОВОЙ КРИЗИС**

### ***13.1. Предпосылки и причины международного долгового кризиса***

Предпосылки международного долгового кризиса сложились в 1970-е гг., когда был мощный приток иностранного капитала и высокие экспортные доходы, к которым адаптировались экономики развивающихся стран. Кризис возник из-за того, что экономики многих развивающихся стран-должников не выдержали резкого сокращения притока капитала и экспортных доходов и увеличения оттока финансовых ресурсов в начале 1980-х гг.

Среди внутренних долговременных факторов, приведших к долговому кризису, главным была неадекватная внешним условиям импортозамещающая модель развития в латиноамериканских и других странах-должниках среднего и низкого уровня развития. Экономическая ситуация в этих странах характеризовалась бюджетными дефицитами, чрезмерной инфляцией, отрицательными сальдо по текущим расчетам, завышенным обменным курсом национальных валют.

Острая нехватка финансовых ресурсов восполнялась заимствованиями из внешних источников. Многие страны-заемщики неэффективно использовали привлеченные средства, допускали просчеты в составлении национальных программ развития, неграмотно управляли

внешним долгом. Накопившиеся во внутренней экономике факторы риска были усилены резким ухудшением внешних обстоятельств.

В 1970-е гг. произошла дифференциация развивающихся стран по нефтяному фактору: экспортеры нефти получили огромные валютные доходы; у импортеров нефти, напротив, возникли финансовые дефициты, потребности и возможности крупных заимствований. Рост потребностей стран-импортеров нефти был обусловлен многократным ростом мировых цен на нефть, возможностей – увеличением международных ликвидных ресурсов. Значительная часть нефтедолларов потекла в Латинскую Америку и некоторые другие наиболее продвинутые развивающиеся страны. Задолженность развивающихся стран за 1973-1978 гг. увеличилась в 2,6 раза, но рост цен на сырье и приток иностранного капитала позволяли обслуживать внешние долги без особых трудностей.

Начало 1980-х гг. ознаменовалось резким падением мировых цен на экспортную продукцию развивающихся стран, ухудшением соотношения экспортных и импортных цен («условий торговли») и сокращением объемов экспорта. Падение экспортных доходов развивающихся стран сочеталось со снижением притока финансовых ресурсов.

Негативную роль в усугублении проблемы внешней задолженности развивающихся стран сыграли взаимосвязанные финансовые факторы: ухудшилась структура внешней задолженности – в ней возросла доля банковских кредитов, в том числе краткосрочных и под плавающий процент; резко возрос обменный курс доллара и инфляция, что обусловило стремительное нарастание платежей по обслуживанию внешнего долга.

### ***13.2. Возникновение и развитие долгового кризиса***

12 августа 1982 г. правительство Мексики заявило, что оно не в состоянии обслуживать долги международным банкам. Мораторий был неожиданным, ибо Мексика была крупным экспортером нефти,

развивалась высокими темпами; международные банки охотно ссужали ей деньги, считая ее надежным суверенным заемщиком, ибо нефтяная отрасль принадлежала государству.

В начале 1980-х гг. мировой спрос на нефть сократился из-за рецессии и в результате предпринятых мер развитыми странами по снижению потребления нефти. Возросшие долговые платежи, снижение экспортных доходов, спекуляции против национальной валюты, снижение официальных валютных резервов вынудили мексиканское правительство обратиться к международным кредиторам по поводу реоформления долгов и нового займа у МВФ в обмен на принятие стабилизационной программы.

К 1982 г. многие другие страны-должники пришли с высокой задолженностью и большими дефицитами по текущему платежному балансу, в том Аргентина, Бразилия, Венесуэла. Сложность ситуации заключалась в том, что основными должниками были правительства и частные заемщики под гарантию правительства. В этом случае дефолт становится суверенным, и никаких юридических оснований, позволяющих кредиторам вернуть свои средства, выданные суверенным заемщикам, не существует.

Международные кредиторы обычно рассчитывают на то, что юридически неуязвимые правительства постараются не доводить дело до дефолта; тем более, что против страны-банкрота могут быть применены политические и экономические санкции, и цена дефолта может оказаться очень высокой. Страна, объявившая о прекращении погашения долговых платежей, утрачивает возможность дальнейших внешних заимствований, и против нее могут быть применены протекционистские меры на мировых рынках, препятствующие получению валютных доходов.

Более того, банки-кредиторы могут убедить свои правительства заморозить или даже конфисковать активы страны-неплательщика,

находящиеся под юрисдикцией стран-кредиторов, это касается и резервных активов развивающихся стран, находящихся в американских и других банках развитых стран.

Дефолт Мексики положил начало международному долговому кризису, который охватил все регионы развивающегося мира и угрожал банкротством кредиторам, в число которых входили правительства, коммерческие банки стран-кредиторов и международные кредитные организации. Лишившись возможности постоянного возобновления заимствований, многие страны-заемщики вынуждены были объявить себя временно неплатежеспособными. Банки-кредиторы предпочитали переоформлять задолженность кризисных стран на более длительные сроки как новые кредиты, поменяв тем самым «плохие» долги на «хорошие» долги.

Правительства развитых стран стремились предотвратить крах своей банковской системы, который мог произойти в результате дефолта крупных международных должников. Для оказания содействия кризисным государствам развитые страны были готовы увеличить капитал Всемирного банка и МВФ, которые могли потребовать от стран-заемщиков осуществления определенных мер по реформированию экономики, и возврат средств этим организациям обязателен.

Главная задача МВФ заключалась в том, чтобы обращающиеся за помощью страны осуществляли экономические меры по улучшению платежеспособности и обслуживали свои долговые обязательства перед внешними кредиторами. Некоторые страны-должники требовали, чтобы банки-кредиторы простили часть задолженности путем снижения либо самого долга, либо процентных платежей.

Однако должники-конкуренты в получении новых кредитов не смогли выработать единую позицию, тем более что банки вели переговоры с отдельными должниками, а не с группой стран. Должники были едины в

том, что им необходимо снижение долгов для проведения экономической адаптации.

### *13.3. Дифференциация развивающихся стран по долговому фактору*

Страны развивающегося мира по-разному отреагировали на резкое изменение экономической ситуации в преддверии и в ходе долгового кризиса. Относительно монолитная группа развивающихся стран в 1970-е гг. раскололась; произошло их размежевание по темпам роста, по источникам экспортных доходов, по внешним долгам и их обслуживанию.

Из общей группы выделились, во-первых, страны ОПЕК с высокими доходами от экспорта нефти. Во-вторых, на мировом рынке стали заметны новые индустриальные страны Юго-Восточной Азии (НИС ЮВА – 4), которые смогли многократно увеличить доходы от экспорта в основном готовой продукции; к 1990 г. их доля в мировом экспорте составила 6,6% , в мировом ВВП – 2,4%.

В-третьих, в ходе кризиса произошла дифференциация развивающихся стран по долговому фактору. Они разделились по соотношению долговых требований и обязательств перед нерезидентами на чистых кредиторов с превышением требований над обязательствами и чистых должников с нетто-внешней задолженностью.

Чистыми кредиторами были экспортеры нефти, остальные страны - чистыми должниками. В свою очередь в группе чистых должников выделились платежеспособные должники и несостоятельные должники «с трудностями в обслуживании долга», с просрочками и реструктуризацией долгов за предшествующие пять лет.

НИС ЮВА, включая Гонконг, Республику Корея, Сингапур и Тайвань, добились заметных успехов в предкризисный период и в самые тяжелые кризисные годы. Эти страны преодолели повышение цен на нефть, и в условиях кризиса продолжали развиваться высокими темпами

при опережающем росте экспорта и импорта товаров и услуг, при высоких темпах повышения производительности труда и почасовой оплаты труда, что обеспечило чистый приток иностранных ресурсов в эти страны<sup>19</sup>.

С конца 1980-х гг. активизировалась деятельность крупнейших компаний НИС ЮВА по вывозу предпринимательского капитала в страны Азии, Латинской Америки, Западной Европы, а также США. Экспорториентированные страны второго поколения – страны-члены АСЕАН (Индонезия, Малайзия, Таиланд) испытывали серьезные платежные трудности в 1980-е гг., которые они преодолели самостоятельно. Индонезия, например, имела высокую норму обслуживания долга, но ей удавалось соблюдать установленный график платежей по обслуживанию долга и поддерживать высокую норму внутренних инвестиций.

#### ***13.4. Планы и практика преодоления долгового кризиса (1982-1989 гг.)***

Масштабы кризиса задолженности, поставившие под угрозу систему международного кредита, заставили кредиторов искать пути ее урегулирования. Антикризисные мероприятия были разработаны в кратчайшие сроки и проводились МВФ и МБРР, а также крупнейшими коммерческими банками Запада. Координатором реструктуризации внешнего долга был определен МВФ, без санкции которого другие кредиторы не могли заключать соглашения с кризисными странами-должниками. На несостоятельных должников усилилось давление со стороны международных кредитных организаций, частных банков, а также американской администрации.

С середины 1984 г. начались регулярные переговоры между должниками и кредиторами о реструктуризации долга, его рефинансировании, изменении структуры, об отсрочке его выплаты,

---

<sup>19</sup> IMF, World Economic Outlook, 2000, Oct.

пересмотре условий амортизационных платежей и по другим вопросам, связанным с задолженностью. Переоформление долгов и предоставление новых кредитов были обусловлены – страны-реципиенты должны были принять программы приспособления (adjustment) МВФ.

Главной целью инициированных кредиторами реформ было улучшение текущего платежного баланса и выполнение обязательств по обслуживанию внешнего долга. Программы МВФ для кризисных стран были индивидуальными, но все они включали комплекс обязательных мероприятий, а именно:

- сокращение финансовых дефицитов по бюджету и текущим расчетам;
- ограничение экономической роли государства, сокращение государственного сектора и социальных расходов;
- ограничение внутреннего потребления в целях расширения экспорта и закупок иностранных товаров;
- поддержание активного торгового баланса;
- проведение девальвации, поднятие процентных ставок, создание благоприятных условий для иностранного капитала.

На начальном этапе долгового кризиса должники осуществляли выплаты, ограничивая импорт и наращивая экспорт за счет ограничения внутреннего потребления и инвестиций. Основной формой урегулирования внешней задолженности служило переоформление долга, который оформлялся как новый среднесрочный кредит без прерывания выплаты процентов и при некотором улучшении других условий выплат.

Главной задачей менеджмента в начальный период долгового кризиса было обеспечение финансовой стабильности банков-кредиторов и предотвращение дефолта стран-должников, угрожавшего банковской системе развитых стран. Основные усилия кредиторов сводились к бесперебойному получению процентных платежей. Но снижение импорта

стран-должников сдерживало экспорт из развитых стран; сбыт американских товаров в странах Латинской Америки, например, снизился на одну треть.

Во второй половине 1980-х гг. были разработаны и реализованы официальные планы урегулирования задолженности; опробованы рыночные механизмы снижения долгового бремени; начались экономические преобразования, направленные на создание адаптированной экономики в кризисных странах.

В октябре 1985 г. министром финансов США Дж. Бейкером была объявлена трехлетняя "Программа устойчивого роста", получившая название "план Бейкера", где признавалась необходимость проведения внешнеторговой либерализации, предлагалось сокращение государственных расходов, ослабление регулирования импорта капитала, обеспечение экономического роста и увеличение притока финансовых ресурсов в кризисные страны. Предусматривалось совместное участие развитых государств, международных финансовых институтов и коммерческих банков в кредитовании 15 крупнейших стран-должников.

Важная роль отводилась МФВ и МБРР, которые увязывают предоставление ресурсов с принятием определенных условий. От принимающих стран требовалось повышение доли частного сектора в экономике, приватизация государственных предприятий, снижение налогов на частное предпринимательство, снижение таможенных барьеров и открытие внутреннего рынка для западных товаров и транснационального капитала. В плане признавалась необходимость экономического роста в качестве условия решения платежных проблем развивающихся стран и предоставление им новых долгосрочных займов.

С середины 1980-х гг. получают распространение конверсии долгов и их продажа на вторичном рынке. Под конверсией понимаются все способы, обеспечивающие замещение внешнего долга другими видами

обязательств, менее обременительными для должника. Возможна конверсия долга в инвестиции, его погашение товарными поставками, обратный выкуп долга самим заемщиком на особых условиях, обмен на долговые обязательства третьих стран, взаимозачет и др. В подобных случаях страны-кредиторы обычно предусматривают предоставление новых кредитов, списание части долга.

Рынок вторичных долговых обязательств развивающихся стран формируется с 1980-х гг., где банки-кредиторы могут продать долговые обязательства третьей стороне, в основном другим коммерческим банкам, по сниженной цене. Однако объем операций на этом рынке долго оставался незначительным, ибо эти обязательства продаются со значительной скидкой от номинала и сопряжены со значительными убытками для кредитора.

С помощью вторичного рынка происходило частичное списание долга. Покупатель, приобретая долговые обязательства со скидкой, не рассчитывает на полное погашение задолженности по номиналу, хотя такие случаи известны. При выкупе долговых требований самим должником по курсу вторичного рынка скидка полностью достается должнику. Продажа долгов с большой скидкой от номинала позволяет иностранным и национальным инвесторам приобретать государственные и частные предприятия и банки по сниженным ценам.

В конце 1980-х гг. началось системно-структурное реформирование экономики развивающихся стран. В приватизации активно участвовал иностранный, а также местный национальный капитал, особенно в среднеразвитых странах Латинской Америки. Правительства разрабатывали и осуществляли меры для привлечения иностранного капитала; расширялись списки отраслей, в которые допускался иностранный капитал; снижались налоги на корпорации; продлевался льготный период в уплате налогов; облегчался доступ иностранных

вкладчиков к местным финансовым ресурсам; иностранным компаниям предоставлялся национальный режим и другие льготы.

К концу 1980-х гг. мировое сообщество признало, что поиск решения проблемы задолженности является общей ответственностью стран-должников и стран-кредиторов, а также коммерческих банков и многосторонних финансовых учреждений. Страны-должники должны прилагать усилия, направленные на достижение экономической эффективности и устойчивого развития путем принятия и осуществления адекватной национальной экономической политики.

Странам-кредиторам надлежит продолжать корректировку своей политики и практики по сокращению задолженности и платежей в счет обслуживания долга, поддерживать ориентированную на рост политику стран-должников, содействовать возобновлению их роста и развития. Многосторонним финансовым учреждениям следует поддерживать комплексные меры по сокращению объема задолженности и платежей.

К концу 1980-х гг. ситуация в развивающемся мире оставалась тяжелой. Бремя платежей в счет обслуживания долга серьезно ограничивало возможности этих стран в наращивания темпов роста и преодолении отсталости. Объем задолженности и долговых платежей достигли таких размеров, что не только выплатить, но и удержать долг на достигнутом уровне без его снижения было невозможно.

Запад начал выработать новую долговую политику, основу которой составили решения «большой семерки», ЕС, МВФ, МБРР, ОЭСР, План Брейди (1989 г.), Вашингтонский консенсус Дж. Вильямсона (1989 г.).

### **Ключевые слова**

Мораторий; дефолт; рефинансирование долга; план Бейкера.

## 14. СИСТЕМА УРЕГУЛИРОВАНИЯ ВНЕШНЕЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

### *14.1. Секьюритизация банковского долга и рынок Брейди-бондов*

Началом современного этапа долговой политики Запада можно считать использование механизмов плана Брейди (1989) для восстановления доступа «плохих должников» на международные рынки капитала. Новизна плана сводилась к разнообразию форм финансовой поддержки несостоятельных должников для снижения долга и платежей коммерческим банкам в сочетании с проведением рыночных реформ и мероприятий по макроэкономической стабилизации.

Суть плана заключалась в выделении официальной помощи частным банкам со стороны иностранных правительств и международных организаций с целью их поощрения к снижению общего долга и платежей по его обслуживанию при получении со стороны государства-должника гарантий по своевременному и полному обслуживанию остальной части выданных кредитов. МВФ и Всемирному банку было предложено выделить 24 млрд долл. для финансирования стран-должников, принявших программы адаптации и успешно осуществляющих снижение долга и платежей; Япония предоставила 10 млрд долл. на эти цели.

С помощью Брейди-бондов осуществлялся обмен долгов банкам-кредиторам на долговые ценные бумаги (секьюритизация) и снижение долговой нагрузки. Первым опытом по реализации плана Брейди стало соглашение с Мексикой, в соответствии с которым общая сумма банковского долга Мексики была сокращена на 35%, в том числе и посредством обмена долговых обязательств на акции национальных предприятий. К декабрю 1995 г. на основе плана Брейди было заключено 25 соглашений с 23 странами о снижении долга и платежей по его обслуживанию. Условия соглашений различались, поскольку они

заключались на двусторонней основе по договоренности между заинтересованными сторонами. Однако все соглашения имели в своей основе мексиканскую модель, которая получила дальнейшее развитие. В общем виде систему реструктуризации долгов и платежей на основе механизмов плана Брейди с учетом их дальнейшего развития можно представить следующим образом:

1. Банкам-кредиторам предлагается меню, из которого они могут выбирать. Можно снизить основную сумму долга, или снизить процентные платежи или/и то, и другое, обменяв долговые требования на Брейди-бонды.
2. Брейди-бонды бывают различных видов: без изменения суммы долга (Par Bonds), дисконтные (Discount Bonds), с правом капитализации (Capitalization Bonds), с правом конверсии в долги (Debt Conversion Bonds).
3. Банки могут сохранить большинство своих долговых требований, предоставив странам-должникам новое кредитование. Если банк желает сохранить свои долговые требования в полном объеме, ему следует предоставить новые кредиты в размере 25% от совокупной суммы кредита за последние три года. При обмене долговых обязательств на бонды без изменения номинала (Par Bonds) процентная ставка фиксируется на уровне  $6\frac{1}{4}$  %, что дает 10-ти процентное снижение от прежнего уровня.
4. Реструктурированные долги имеют длительный срок погашения (20-30 лет). Выплата основной суммы долга и процентных платежей гарантируется приобретением страной-должником американских казначейских облигаций с нулевым купоном за счет собственных средств и займов, полученных от МВФ и Всемирного банка.
5. В пакет снижения долга и платежей по плану Брейди обязательно входит принятие страной-должником согласованной с МВФ

программы, направленной на обеспечение платежеспособности и макроэкономической стабилизации.

Первые Брейди-бонды были выпущены в феврале 1990 г., и к концу десятилетия этот рынок стал самым большим и наиболее ликвидным рынком развивающихся стран. Брейди-бонды представляют собой переоформленный в ценные бумаги, секьюритизированный дефолтный долг. Они выпускаются в основном в долларах, меньше используются другие валюты; они могут иметь фиксированные или плавающие процентные ставки и длительные сроки обращения. Более половины выпущенных Брейди-бондов имели срок погашения более 20 лет, 72% – более 10 лет.

Операции по снижению внешней задолженности и платежей по ее обслуживанию (СЗОД) представляли собой соглашения о реструктуризации долга между суверенным должником и консорциумом коммерческих банков. Снижение долгового бремени требовало определенных расходов со стороны должников. До трети этих расходов обычно покрывается валютными ресурсами стран-должников; остальные – грантами, предоставленными странами-кредиторами в порядке официальной помощи развитию, а также новыми кредитами МВФ, кредитами или грантами Всемирного банка, преимущественно МАР.

Соглашения о проведении операций по СЗОД теоретически повышают кредитоспособность должников и вероятность оплаты оставшегося долга; открывают возможности получения новых кредитов. От подобных соглашений получают выгоду и банки-кредиторы: улучшаются их балансы за счет сокращения безнадежных долгов, повышается надежность и рыночный курс оставшихся у них долговых требований, восстанавливается платежеспособность их клиентов.

Вместе с тем для заключения соглашений, предусматривающих снижение долговых обязательств, требуется время и выполнение страной-

должником определенных условий, а именно - ликвидации просрочек, сокращения дефицита платежного баланса и др. В этот период основным средством снижения долга становится конверсия долгов в инвестиции.

Сначала Брейди-бонды активно покупались инвестиционными и коммерческими банками, а затем их инвестиционная база расширилась за счет прихода на этот рынок взаимных фондов, денежных менеджеров, страховых компаний и пенсионных фондов.

Кроме прямого трейдинга Брейди-бондами развитие рынка привело к появлению деривативов на эти бонды, которые тоже активно торговались. Индекс на Брейди-бонды, который называется Emerging Markets Bond Index (EMBI), публикует JP Morgan. Используемые в рамках плана Брейди формы конверсии позволяют это делать сразу для большого объема обязательств.

К середине 1990-х гг. операции на вторичном рынке долговых инструментов развивающихся стран расширились. После мексиканского кризиса 1994-1995 гг. многие страны стали активно выкупать или менять свои Брейди-бонды. К концу десятилетия рынок Брейди-бондов сократился в результате серии перепродаж и их обмена на глобальные бонды, евробонды и т. п. Сокращение рынка стимулировалось относительно низкими ценами на Брейди-бонды, что делало выгодным их скупку странами-должниками.

Кроме рассмотренных способов, банки широко используют свопы при реструктуризации своих требований (активов) по долговым обязательствам развивающихся стран. При свопе активы/активы кредиторы меняют долги несостоятельного заемщика на долги другого заемщика по полной номинальной стоимости. Свопы долги/акции используются развивающимися странами для привлечения прямых иностранных инвестиций.

При своле долги/акции инвесторы покупают долги со скидкой и продают их центральному банку по номиналу за местную валюту, необходимую для инвестиций. Возможны также конверсии долгов в товары, особенно в сырье, производимое заемщиками.

#### ***14.2. Программы и мероприятия по снижению долговой нагрузки***

В 1990-х гг. начался переход к новой долговой стратегии, которая включила три основных направления: (1) снижение долговой нагрузки; (2) увеличение официального и частного внешнего финансирования; (3) реализация системно-структурных преобразований и мероприятий макроэкономической стабилизации экономики.

Страны-кредиторы, МВФ и Всемирный банк проводят дифференцированную политику по отношению к странам-дебиторам, классифицируя их по ВНД на душу населения, по тяжести долговой нагрузки по внешним обязательствам<sup>20</sup>. Уровень тяжести долговой нагрузки стран-должников определяется по многим показателям; основными из них являются отношение внешнего долга (ВД) к ВВП и к экспорту товаров и услуг; амортизационных платежей и процентов по обслуживанию внешнего долга (ОВД) - к доходам от экспорта товаров и услуг (ЭТУ); по этим основным показателям различаются страны с чрезмерной и с умеренной задолженностью.

Первым шагом в урегулировании долговых обязательств стран с платежными трудностями является договоренность с МВФ и принятие программы мероприятий по упорядочению экономической ситуации в стране-должнике. Вопросы, связанные с задолженностью иностранным государствам, решаются Парижским клубом, в который входят страны-

---

<sup>20</sup> По классификации Всемирного банка (2000 г.), страны с низким валовым доходом до 756 долл. (ВНД на душу населения), ниже среднего - 756 -2995 долл., выше среднего - 2995- 9265 млрд долл., с высоким – от 9265 долл. ВНД на душу населения. По классификации Всемирного банка (2005 г.) страны с валовым доходом до 895 долл. на душу населения относятся к категории стран с низкими доходами; со средними доходами – от 896 до 5295 долл.

кредиторы. Переговоры по долгам частным кредиторам решаются в рамках Лондонского клуба, в который входят более 600 банков.

Урегулирование внешней задолженности осуществляется посредством реструктуризации долга, под которой понимаются любые согласованные действия, изменяющие ранее установленные условия для погашения долга и снижающие долговую нагрузку. Реструктуризация может осуществляться посредством *операций реоформления*, в том числе сроков погашения долга, процентных или амортизационных платежей; рефинансирования долга; частичного или полного прощения долга; а также операций по обратному выкупу долга или по снижению долга и платежей. При этом долг преобразуется в новый кредит на условиях, определяемых во время реструктуризации.

Согласно процедуре *рефинансирования долга* просроченные платежи или будущие обязательства по обслуживанию долга по официально гарантированным экспортным кредитам оплачиваются новыми займами. Заем рефинансирования может быть предоставлен правительственным учреждением, государственным экспортно-кредитным агентством или коммерческим банком с гарантией экспортно-кредитного агентства.

Традиционный механизм реструктуризации долгов предусматривает последовательное выполнение определенных мероприятий, которые включают:

- Принятие страной-должником согласованной с МВФ и Всемирным банком программы стабилизации и структурных преобразований.
- Получение согласия Парижского клуба на реструктуризацию долговых платежей и основной суммы долга после 3-х лет стабильного выполнения программы.
- Проведение страной-должником двусторонних переговоров со странами, не входящими в Парижский клуб, а также с частными

кредиторами о предоставлении ей таких же условий реструктуризации долгов, какие были предоставлены Клубом.

- Частичное прощение (списание) на двусторонней основе долгов по официальной помощи развитию.
- Предоставление новых концессионных кредитов стране-должнику.

К *рыночным методам* осуществления реструктуризации относятся продажи долгов со скидкой от номинала на вторичном рынке; конверсии (свопы) долгов, например, в акции местных предприятий, в другие долги со сменой кредитора, в национальную валюту, в проекты развития, охраны окружающей среды, в различные фонды.

Программы мирового сообщества по ослаблению долгового бремени несостоятельных должников включают: (1) принятие «условий» снижения нагрузки странами «большой семерки»; (2) снижение долгов по государственным кредитам стран-членов Парижского клуба; (3) инициативы МВФ и Всемирного банка по снижению долговой нагрузки стран с низкими национальными валовыми доходами.

С 1988 г. «большая семерка» осуществляет программы («условия») снижения долговой нагрузки посредством списания (прощения) долга бедных стран на 30-90% и облегчения условий погашения оставшейся суммы долга. «Условия» представляют собой набор мер по сокращению официального внешнего долга стран с низким валовым доходом и с чрезмерной задолженностью; они допускают частичное прощение обязательств по обслуживанию долга, пересмотр условий погашения оставшейся суммы по коммерческим ставкам, а также сочетание перечисленных мер.

Базовыми считаются условия Неаполя (1995 г.) для стран с низким уровнем дохода, в соответствии с которыми долги и платежи по их обслуживанию снижаются на 67%, льготный период составляет 3-8 лет, срок погашения - 23-33 года. В последующие годы в практику вошли

опционы на условиях Лиона, Кельна, дающие снижение всех долговых обязательств на 80-90%. С 1990 г. начались концессионные переоформления долгов и стран со средним уровнем развития на основе Хьюстонских условий.

Долги по государственным кредитам стран-членов Парижского клуба реструктурируются через Клуб, при этом кредиторы Клуба настаивают на принятии страной-должником необходимых мер для устранения причин неплатежеспособности. В своей деятельности Парижский клуб руководствуется принципами консенсуса, солидарности кредиторов, обусловленности, не дискриминации, а также соответствия, который предполагает, что любое решение, принятое Парижским клубом относительно страны-должника, учитывает реальную экономическую и финансовую ситуацию в принимающей стране.

В 1996 г. Всемирный банк и МВФ совместно приняли программу под названием «Инициатива по снижению долгового бремени бедных стран, сильно обремененных долгами» (Heavily Indebted Poor Countries Initiative – НИРС; ХИПК) до приемлемого уровня, в реализации которой в качестве доноров/кредиторов участвуют иностранные государства, международные и региональные кредитные организации и частные структуры. Для реализации Инициативы был создан многосторонний доверительный фонд под руководством Международной ассоциации развития (МАР). Страна-должник может участвовать в Инициативе, если она официально признана бедной, ее внешний государственный долг превышает допустимый уровень, ее ВНД на душу населения ниже пороговой величины.

Центральное место в Инициативе занимают усилия принимающих стран, направленные на макроэкономическую стабилизацию, структурную адаптацию и социальные реформы с целью снижения уровня бедности, улучшения здравоохранения и начального образования.

В 1999 г. МВФ вместе с Всемирным банком и другими двусторонними и многосторонними донорами принял стратегию снижения бедности на базе экономического роста (ПРГФ, Poverty Reduction and Growth Facility – PRGF), которая распространяется на 80 стран с низким уровнем доходов и предусматривает предоставление кредитов сроком на 10 лет под 0,5% годовых.

В 2006 г. МВФ, Всемирный банк и Африканский банк развития начали Инициативу по облегчению долгового бремени на многосторонней основе (Multilateral Debt Relief Initiative – MDRI, МДРИ), которая оказывает помощь бедным странам с высоким уровнем задолженности в достижении целей, провозглашенных в «Декларации тысячелетия». В 2006 г. МВФ и Всемирный банк выступили с инициативой по оказанию помощи на цели торговли, осуществление которой может помочь принимающим странам полнее воспользоваться возможностями, возникающими в результате открытия глобальных рынков.

В условиях мирового кризиса объем международного льготного финансирования был существенно увеличен. В 2008 г. было принято решение о ликвидации внешней задолженности ряда наименее развитых стран и о предоставлении им помощи в целях развития в размере 0,7% ВВП стран-доноров. В 2009 г. общие кредитные ресурсы МВФ были увеличены до 750 млрд долл.; в декабре 2010 г. был пополнен бюджет МАР для помощи беднейшим странам на следующие три года в размере 49,3 млрд долл. с целью сокращения масштабов бедности наполовину к 2015 г.

МАР предоставляет 20% финансирования в виде грантов, остальные 80% – в виде долгосрочных беспроцентных кредитов со сроком погашения в течение 35-40 лет с десятилетней отсрочкой. Критерии, позволяющие получать кредиты МАР, включают отсутствие суверенной кредитоспособности, ВВП на душу населения не выше 895 долл. в год, и

заемщики должны отвечать определенным критериям эффективности, обозначенным Всемирным банком.

МВФ принял меры для расширения льготного кредитования и пересмотрел систему его осуществления. По критериям МВФ, страны получают право на льготное финансирование, если они имеют подушевой ВНД ниже порога отсечения и не имеют устойчивого и значительного доступа к международным финансовым рынкам.

### ***14.3. Системно-структурные преобразования и макроэкономическая стабилизация в развивающихся странах***

Мероприятия по снижению долговой нагрузки сопровождались осуществлением программ, направленных на повышение платежеспособности кризисных стран. Их основным направлением стала макроэкономическая стабилизация и структурная адаптация экономик стран-должников, включающая масштабное разгосударствление и дерегулирование, расширение рыночного пространства и либерализацию внешнеэкономической деятельности.

Опыт латиноамериканских и других стран-должников показал, что долговой кризис в своей основе имел неадекватность экономик мирохозяйственной системе в условиях развивающейся глобализации. Именно долговой кризис подтолкнул кризисные страны к реальным шагам по пути реформ при содействии МВФ и Всемирного банка, поскольку урегулирование задолженности было обусловлено и сочеталось с реформированием экономики.

Реформы шли болезненно, с большими трудностями и социальными жертвами; переход к экономике открытого типа сопровождался резким сокращением вмешательства государства в инвестиционные, кредитные, валютные и внешнеторговые операции; сужением его участия в предпринимательской деятельности. Главным содержанием реформ стала

приватизация государственных предприятий с целью сокращения государственных расходов, получения денежных ресурсов, повышения эффективности производства, расширения пространства для частной предпринимательской деятельности, усиления рыночных механизмов, привлечения иностранных капиталов.

Приватизация приняла массовый характер в 1990-е гг. в сочетании с другими преобразованиями и стабилизационными мероприятиями и при активном участии ТНК, которые в своих инвестиционных операциях активно использовали долговые обязательства госпредприятий, скупленные со значительными скидками. Наряду с приватизацией промышленности осуществлялось разгосударствление и реформирование банковской системы

Разгосударствление банков, ослабление административной системы регулирования, либерализация банковских услуг значительно ускорились после валютно-финансовых кризисов в Мексике, Аргентине, Венесуэле в 1994-1995 гг., а затем и в Азии в 1997 г. В ходе реформ центральные банки обрели независимость от законодательной и исполнительной власти; коммерческие банки осуществили переход к многопрофильности и стали универсальными.

Большие возможности открылись для внедрения иностранного капитала в банковскую систему. В Чили, например, иностранные инвесторы в банковском бизнесе были практически уравнены с национальными инвесторами; в Аргентине иностранные банки получили право беспрепятственного создания отделений, представительств и филиалов на территории страны, в том числе и за счет приобретения уже действующих аргентинских банков или доли участия в их капитале.

Важной целью структурных реформ и их предпосылкой является оздоровление финансовой системы, снижение инфляции, дефицита государственного бюджета, укрепление национальной валюты и другие

меры макроэкономической стабилизации. На рубеже 1990-х гг. снижение бюджетного дефицита в крупных странах Латинской Америки было осуществлено довольно быстро за счет снижения расходов на государственные инвестиции и социальную сферу, но поддержание дефицита на приемлемом уровне потребовало осуществления коренной бюджетной реформы. Наиболее последовательно эта политика проводилась в Аргентине, в Бразилии, в Чили, где центральным банкам было запрещено осуществлять денежную эмиссию, не подкрепленную адекватным ростом инвалютных резервов.

Одновременно проводилась политика удешевления кредита и поддерживались положительные ставки по депозитным вкладам для привлечения сбережений населения. Правительства усилили контроль на рынке ссудного капитала, особенно над движением коротких денег. Ключевым звеном бюджетной политики стала налоговая реформа, направленная на пополнение доходной части бюджета и стимулирование инвестиций в производство. Принципы изменения налоговых систем достаточно универсальны: это расширение базы налогообложения, сокращение числа взимаемых налогов, сокращение количества и пересмотр применяемых ставок, ликвидация большинства налоговых льгот, ужесточение контроля над сбором налогов, частичная передача налогов местным органам власти.

В политике бюджетных расходов ведущих латиноамериканских стран можно выделить некоторые общие приоритеты. К ним относятся: установление жестких лимитов на расходы центрального правительства, существенное сокращение административных расходов и переориентация высвобождаемых средств на неотложные общественные нужды; сокращение льгот и субсидий государственным предприятиям; приватизация государственной собственности; выборочное прекращение

финансирования второстепенных для нужд экономики проектов; реструктуризация государственного долга.

Наряду с этим осуществлялась политика дерегулирования и децентрализации в сочетании с усилением некоторых направлений государственного воздействия. Основными приоритетами центральных банков стало поддержание реального обменного курса и ограничительная кредитно-денежная политика; регулирование ставки банковского процента было направлено на привлечение частных инвестиций через стимулирование частных сбережений, а также эффективное распределение кредитных ресурсов между производителями.

### ***Ключевые слова***

Брейди-бонды; решедьюлинг; реструктуризация; прощение долгов; обратный выкуп долгов; конверсии (свопы) долгов; институционально-структурные реформы; макроэкономическая стабилизация.

## **15. ФОРМИРУЮЩИЕСЯ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ**

### ***15.1. Формирующиеся финансовые рынки: качественные характеристики, условия возникновения и развития***

Финансовые рынки развивающихся и постсоциалистических стран с догоняющим типом развития относятся к незрелым, формирующимся рынкам (Emerging markets) в отличие от развитых или зрелых рынков (Developed/Mature markets). Это финансовые рынки развивающихся регионов, а также СНГ и стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), которые классифицируются как страны с формирующимися рыночными экономиками.

Несмотря на огромные различия, формирующиеся финансовые рынки обладают общими чертами, отличающими их от развитых рынков. Они характеризуются неразвитой денежно-финансовой и банковской инфраструктурой; высокой долей участия государства на кредитном рынке; низкой капитализацией рынка акций, ограниченным числом компаний с котирующимися акциями и т.п.

Внутренние (локальные) финансовые рынки многих стран с догоняющим типом развития узки и слабы и не позволяют эффективно использовать имеющиеся внутренние ресурсы, которые склонны к оттоку из страны происхождения. Состояние и развитие формирующихся финансовых рынков в значительной мере зависит от притока-оттока иностранного капитала, от масштабов участия нерезидентов на рынках ценных бумаг и банковского кредита принимающих стран.

Отличительными особенностями формирующихся рынков являются высокая доходность, высокие риски, финансовая и экономическая нестабильность, подверженность кризисам. Важной особенностью стран с формирующимися финансовыми рынками является активное накопление резервных активов, которые позволяют поддерживать финансовую стабильность и платежеспособность, обменные курсы национальных валют.

Формирующиеся финансовые рынки существенно отстают по уровню развития фондовых рынков, который определяется отношением суммы капитализации рынка акций и долговых ценных бумаг к ВВП. В 2009 г. в США этот показатель был равен 225,2% ВВП, в еврозоне – 321,3% ВВП; в формирующихся финансовых рынках (вместе взятых) – 73,2% ВВП, в развивающейся Азии – 119,5, в развивающихся странах Западного полушария – 114,1%, в Европе – 57,1%, в странах Среднего Востока и Северной Африки – 51,6% ВВП.

Низкая капитализация формирующихся фондовых рынков означает их низкую ликвидность, многократное отставание по ежедневному объему торгов и по обороту фондового рынка, который измеряется отношением совокупной стоимости торгов к средней рыночной капитализации. При недостаточной капитализации фондовый рынок слабо действует как механизм перераспределения инвестиционных ресурсов; он больше используется для операций спекулятивного характера, не воздействующих на экономический рост.

Формирующиеся рынки капитала представляют собой рискованный способ инвестирования; они отличаются высокой волатильностью - колебания цен акций в среднем составляют 15,4 - 64,2%, на развитых рынках – 18,4 - 37,5%. На этих рынках издержки достигают 50 и более процентов в цене сделки с ценными бумагами; велика доля инсайдерской торговли.

Для зарождения и развития финансовых рынков в периферийных странах необходимы определенные внешние и внутренние предпосылки. Среди внутренних факторов первичными являются определенный уровень развития частного предпринимательства и рыночных механизмов, либерализация внешнеэкономической деятельности и открытость рынков, валютно-финансовая инфраструктура, кредитно-банковская система и т.д. Признаком минимальной достаточности условий для развития формирующихся рынков может служить расширение притока частного капитала нерезидентов.

Предпосылки для масштабного притока иностранного частного капитала складывались в ходе долгового кризиса, реструктуризации долговых обязательств, проведения экономических реформ, либерализации и открытости. Массированный приток иностранного частного капитала в страны с формирующимися рынками в 1990-е гг. свидетельствовал о начавшейся их интеграции в глобальную систему

финансовых рынков; в 2000-е гг. формирующиеся финансовые рынки капитала стали важным сегментом мирового финансового рынка.

### ***15.2. Валютно-финансовые кризисы 1990-х годов***

Нарастающий бурный приток зарубежных финансов в страны с формирующимися рынками в 1990-е гг. время от времени тормозился валютно-финансовыми кризисами в латиноамериканском регионе, в Азии и в России. Кризисы в крупных латиноамериканских странах показали, что недостатки прошлого остаются дестабилизирующим фактором развития, и к ним присоединились издержки глобализации – ускоренная приватизация государственной собственности, либерализация внешнеэкономической деятельности, чрезмерная открытость, особенно рынка финансовых услуг.

Завышенные валютные курсы тормозили развитие экспорта и поощряли импорт; дефициты по текущему платежному балансу и по госбюджету покрывались привлечением иностранного капитала; долговые платежи по внешним обязательствам сдерживали экономический рост; значительное присутствие нерезидентов на рынках ценных бумаг и банковского кредита со спекулятивными целями создавало взрывоопасную ситуацию. Латиноамериканские кризисы 1994-1995 гг. были валютно-финансовыми с грузом прошлых структурных проблем; они не имели серьезных последствий общемирового характера.

Азиатский валютно-финансовый кризис 1997-1998 гг. охватил Индонезию, Малайзию, Республику Корея, Таиланд, Филиппины. Которые отличались устойчивыми и высокими темпами роста (кроме Филиппин), с положительным торговым балансом (кроме Кореи и Филиппин). Он существенно отличался от прежних кризисных потрясений в развивающемся мире; его называют кризисом роста, связанным с отставанием финансовой сферы от реальной экономики.

Азиатский кризис - это кризис эпохи глобализации, которая оказалась непосильным бременем даже для стран с нарастающим экспортом, с безупречным финансовым статусом, исправно выполнявших свои обязательства перед международными кредиторами. Его негативное влияние на мировую экономику и, особенно на формирующиеся финансовые рынки, было весьма ощутимым; он спровоцировал рецессию во всем мире, кризис в России в 1998 г. Он возник под влиянием серьезных трудностей, переживаемые японской экономикой с 1991 г. с ее кризисом плохих долгов и перестройкой банковской системы.

Поспешный переход развивающихся стран Азии к неолиберальной модели развития с конца 1980-х гг. имел негативные последствия. Дерегулирование и либерализация происходили в ускоренном режиме и опережали формирование современных финансовых систем, интегрированных в глобальный финансовый рынок. Для частных заемщиков-резидентов были упрощены условия получения иностранных займов и эмиссии ценных бумаг на международных рынках. Был ослаблен контроль над движением спекулятивного иностранного капитала – над кредитами коммерческих банков и портфельными инвестициями.

Увеличились лимиты участия иностранных инвесторов в капитализации национальных фондовых рынков, и задолженность нерезидентам возрастала. Иностранцев привлекали фиксированные к доллару курсы национальных валют, высокие процентные ставки, высокие доходы на неразвитом фондовом рынке. Происходило разбухание денежной массы; на рынке недвижимости предложение превысило спрос. Инвестиционный бум стимулировал импорт оборудования; и дефицит по текущим расчетам увеличивался. Накопление проблем происходило на фоне высокого роста и профицитных государственных бюджетов.

Валютно-финансовый кризис – это, прежде всего, кризис доверия кредиторов/инвесторов, результат финансовой паники и бегства международного и местного капитала за рубеж. Предкризисный пик большинство стран, оказавшихся впоследствии в кризисе, прошло в 1993-1996 гг. при высоких темпах ВВП и масштабном притоке частного капитала. Финансовый кризис развивался по традиционной схеме: приток иностранных портфельных инвестиций сменяется их оттоком; снижаются курсы акций и доходы на долговые ценные бумаги.

При этом происходят спекулятивные атаки на национальные валюты и их девальвация; увеличивается стоимость обслуживания внешней задолженности, истощаются валютные резервы. Усиливается натиск вкладчиков на банки; происходят массовые банкротства фирм и закрытие банков; спад в производственном секторе, рост инфляции и безработицы.

Кризис с наибольшей силой поразил страны с наиболее продвинутой экономикой и наиболее интегрированные в мирохозяйственную систему. В значительно меньшей степени он затронул Филиппины, которые добились скромных успехов в системно-структурных преобразованиях в докризисные годы и не имели крупного притока капитала до кризиса и его крупного оттока во время кризиса.

В конце 1997 г. МВФ утвердил крупнейшую в своей истории программу финансовой помощи Республике Корея, в которой участвовали МВФ, Всемирный банк, Азиатский банк, а также Австрия, Великобритания, Германия, Канада и Франция, США и Япония. Помощь международных кредиторов получили также Таиланд и Индонезия; Малайзия справлялась своими силами.

Официальные кредиторы, оказав существенную поддержку азиатским кризисным странам, потребовали от них провести антикризисные меры, восстановить доверие к национальным валютам и установить обменный курс, который позволил бы обслуживать внешнюю

задолженность. В антикризисные меры, принятые Республикой Корея, например, были включены ужесточение бюджетной политики, профицит госбюджета, отмена или существенное сокращение субсидий на многие ключевые товары и услуги, снижение дефицита текущего платежного баланса и уровня инфляции.

Кроме того, настоятельно рекомендовалось предоставить независимость центральным банкам, ослабить правительственный контроль над финансовым сектором, в том числе поднять долю участия иностранного капитала в акционерных компаниях с котирующимися акциями, разрешить создание дочерних предприятий иностранных банков и брокерских фирм для усиления конкуренции в финансовом секторе. Предусматривалось полное открытие рынка корпоративных облигаций для иностранных инвесторов, и упрощение процедуры прямых иностранных инвестиций. МВФ требовал сокращения государственных расходов, повышения процентных ставок.

Кризисные страны преступили к серьезным структурным и институциональным преобразованиям, к оздоровлению финансового сектора, перестройке банковской системы, к ликвидации избыточных мощностей и т.д. Помощь МВФ помогла нарастить валютные резервы, стабилизировать валютные курсы. Девальвация национальных валют позволила расширить экспорт товаров, особенно в США, что наряду со снижением импорта способствовало восстановлению активного торгового баланса. Активизация структурных реформ и либерализация стимулировали приток иностранного капитала, который стал нарастать с конца 1998 г.; курс акций в секторе информационных и других новейших технологий начал подниматься. Удешевление активов промышленных компаний в ходе кризиса вызвало волну слияний и поглощений.

В 1999 г. в Таиланде была ужесточена финансовая политика, стабилизирован обменный курс, восстановился экономический рост; были

восстановлены резервы иностранной валюты и положительный баланс по текущим операциям: восстановился приток прямых иностранных инвестиций. Малайзия восстановила экономический рост и активы торгового баланса и текущего платежного баланса; начала оживать экономика Индонезии.

Азиатский валютно-финансовый кризис 1997-1998-х гг. оказал угнетающее воздействие на мировую экономику, особенно на международные потоки капитала. Он вызвал масштабный отток капитала с формирующихся рынков, а в некоторых случаях обрушил неокрепшие фондовые рынки и кредитно-банковскую систему.

### ***15.3. Формирующиеся финансовые рынки в 1990- 2000-е годы***

Формирующиеся финансовые рынки стран с догоняющим типом развития в основном сформировались в 1990-е гг., когда они испытывали острый дефицит финансовых ресурсов. Их совокупные текущие платежные балансы имели отрицательные значения, чистая кредитная позиция указывала на нехватку собственных сбережений для осуществления внутренних инвестиций. В те годы развитие внешнего сегмента формирующихся финансовых рынков обгоняло рост и становление внутреннего (локального) финансового рынка.

Финансовые рынки в странах с догоняющим типом развития создавались и развивались в значительной мере с помощью международного капитала, который поступал от нерезидентов-инвесторов и кредиторов на рынки банковского кредита, долевых и долговых ценных бумаг, эмитированных суверенными, другими государственными и частными заемщиками и реципиентами.

С середины 1990-х гг. в качестве источника внешнего финансирования стран с формирующимися рынками капитала большое распространение получили *долговые ценные бумаги*, а также акции,

выпуски которых в прошлые годы были незначительными. Основная часть бондов, приобретенных нерезидентами и резидентами страны эмиссии, размещалась на международных рынках. С начала 1990-х гг. рост обязательств по международным бондам происходил и за счет обмена долгов иностранным банкам на Брейди-бонды.

Рост формирующегося *рынка акций* был связан с глобальным бумом компаний технологий, медиа и телекоммуникаций, где доля компаний развивающихся стран составила в 1999 г. более половины, а доля акций во внешнем рыночном финансировании формирующихся рынков достигла максимума в 2007 г. – 30,9, в 2010 г. составила 22,9%.

Многие компании выпускают акции, которые одновременно торгуются на локальных рынках в местной валюте и на зарубежных рынках в иностранной и евровалютах. Некоторые компании меняют свое резидентство и проходят листинг на зарубежных биржах; другие предлагают свои акции только на зрелых рынках; большинство компаний выходят на мировой рынок акций посредством американских, глобальных, европейских депозитарных расписок (ДР).

Выпуски депозитарных расписок обеспечивают до 60-70% финансирования компаний с международных финансовых рынков посредством эмиссии акций. Преимущество депозитарных расписок по сравнению с обычными акциями заключается в более низких издержках. Кроме того, АДР рассматриваются как американские ценные бумаги, поскольку платежи осуществляются в долларах, и при этом можно осуществлять инвестиции в иностранные компании, преодолевая ограничения, сохраняющиеся для некоторых фондов.

Развивающиеся и постсоциалистические страны являются получателями двух типов *международных банковских кредитов* - трансграничных кредитов внутренних банков зарубежных стран и международных синдицированных кредитов. Опережающий рост

бондовых эмиссий по сравнению с синдицированными заимствованиями был обусловлен ограниченностью вторичного рынка синдицированных кредитов и снижающимися сроками погашения банковских обязательств; при этом все большее развитие получает ускоренное предоставление займов посредством клубного кредитования с малым числом банков.

Отличительной особенностью развития мировой экономики в 2000-е гг. стал ускоренный рост и укрепление позиций стран с формирующимися финансовыми рынками. Их финансовое положение по сравнению с предшествующим десятилетием значительно укрепилось; они фактически вышли на уровень совокупной финансовой самообеспеченности и превратились в чистых экспортеров капитала и международных кредиторов. В 2004-2010 гг. их совокупный среднегодовой актив по международным текущим расчетам превысил дефицит развитых стран по этому показателю в 1,6 раза. Эти страны расширили свою деятельность на международных финансовых рынках в качестве кредиторов и инвесторов, а не только получателей и заемщиков.

Формирующиеся финансовые рынки все более интегрируются в мировой (глобальный) финансовый рынок, где их доля в 2007 г. составила 19,0%; в 2010 г. - 16,2%. До кризиса роль формирующихся финансовых рынков в национальных экономиках возрастала, и в 2007 г. уровень развития этих рынков составил 253,3% ВВП; в 2010 г. – 188,7% ВВП, в том числе Азии – 245,7% ВВП, европейских стран, включая СНГ и страны ЦВЕ, - 116,6% ВВП.

За 2003-2010 гг. формирующийся финансовый рынок значительно улучшил свои позиции в системе мирового финансового рынка; его доля в мировой капитализации рынка акций поднялась с 8,7 до 22,7%; в мировых банковских активах – с 16,1 до 19,2%; на мировом рынке бондов - с 6,0 до 9,4%. Среди формирующихся финансовых рынков выделяется рынок развивающейся Азии, в 2010 г. его доля в совокупном формирующемся

финансовом рынке составила почти 58%; латиноамериканского рынка - 21,5%; европейских стран - 10,7%; Среднего Востока и Северной Африки – 6,3%; Субсахарской Африки – 3,8%.

Эмитенты и заемщики стран с формирующимися финансовыми рынками все более активно привлекают капитал с международных финансовых рынков. За 2002-2010 гг. совокупный приток финансовых ресурсов нерезидентов в объеме эмиссий международных бондов, акций и синдицированных банковских кредитов составил 3,5 трлн долл. (в среднем 387,1 млрд долл. в год), в том числе доля синдицированных кредитов равнялась 46,4%, бондов – 32,5, акций – 21,1%<sup>21</sup>.

В 2006-2010 гг. главными реципиентами финансовых ресурсов на международных рынках капитала были страны Азии (34,7%), в том числе Китай – 13,0%; доля Западного полушария равнялась 21,0%, СНГ – 16,5%, в том числе России – 12,8%; Среднего Востока и Северной Африки – 14,2%, Центральной и Восточной Европы – 10,0%, Субсахарской Африки – 3,4%.

Активизация финансовых операций эмитентов и заемщиков стран с формирующимися финансовыми рынками с нерезидентами способствовала расширению их участия на международных рынках банковского кредитования и ценных бумаг. В объеме подписанных международных синдицированных кредитов в 2009 г. доля этих стран составила 22,7%, в эмиссиях международных долговых ценных бумаг - 5,6%. В 2000-е гг. страны с формирующимися рынками занимали сильные позиции в международных эмиссиях акций, где их доля в 2007 г. поднималась до 43,9%, в среднегодовом исчислении за 2007-2010 гг. - 29%.

---

<sup>21</sup> IMF, Global Financial Stability Report, 2008, Oct.; 2011, Sept.

В 2000-е гг. получили развитие формирующиеся рынки финансовых деривативов. За 1998-2004 гг. дневной оборот на валютном рынке увеличился в 2,5 раза и составил 57,5 млрд долл., доля свопов возросла с 70,2 до 74,4%. Среди формирующихся рынков финансовых деривативов наибольшее развитие получили организованные рынки стран азиатско-тихоокеанского региона (АТР).

В сентябре 2010 г. рынок фьючерсов АТР в объеме номинальной стоимости 7,3 млн контрактов оценивался в 3,0 трлн долл., в том числе доли процентных фьючерсов (по стоимости контрактов) и фьючерсов на акции составили соответственно 94,4 и 5,3%. За рассматриваемый период количество контрактов на опционы возросло с 5,4 до 8,5 млн; рынок опционов в размере номинальной стоимости контрактов увеличился на 75,3% и составил 384 млрд долл.; на этом рынке наиболее активно торговались опционы на акции, доля которых на рынке увеличилась с 62,1 до 95,3%.

В 2000-е гг. высокую динамику роста показали страны БРИКС. За 2001-2008 гг. иностранные обязательства перед нерезидентами по долговым ценным бумагам, акциям и банковским кредитам Бразилии возросли в 1,9 раза, Индии – в 3,9 раза, России – в 4,4 раза, Южной Африки – в 2,1 раза; их совокупные обязательства перед нерезидентами по ценным бумагам и банковским кредитам увеличились в 1,7 раза и составили 886,0, а вместе с Китаем - 1191,0 млрд долл.

### **Ключевые слова**

Формирующиеся финансовые рынки; валовое/чистое внешнее финансирование; частное рыночное финансирование; иностранное участие в банковских активах; иностранный контроль над банковским сектором; валютно-финансовый кризис; дефолт.

## Раздел четвертый. РОССИЯ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВ

### **16. ВНЕШНЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И ТРЕБОВАНИЯ РОССИИ**

#### *16.1. Финансовые дефициты и профициты в российской экономике*

При переходе от плановой экономики к рынку Россия не смогла избежать общеэкономического кризиса, сопровождаемого падением производства, высокой инфляцией и безработицей. Реформирование российской экономики сопровождалось глубоким экономическим спадом, бюджетным дефицитом, несбалансированностью платежей и острой нехваткой валютных поступлений.

В этих условиях существенную поддержку Россия получала по линии международного официального финансирования. Вступление в МВФ в 1992 г. открыло стране доступ к ресурсам международных кредитных организаций, предназначенных для финансовой поддержки экономических реформ и восстановления равновесия платежного баланса. Членство в МВФ дало возможность получать кредиты у правительств и центральных банков иностранных государств, у Всемирного банка, у частных коммерческих банков и открыло доступ на международные финансовые рынки.

С 1993 г. Россия активно сотрудничает с организациями, входящими во Всемирный банк, и другими международными и региональными кредитными организациями. МБРР выделял России займы на проведение макроэкономической стабилизации, на либерализацию цен и торговли, на приватизацию и развитие нефтяной отрасли, на поддержку угольной

промышленности; на осуществление мероприятий по повышению эффективности использования энергии. Он финансировал инфраструктурные проекты, формирование финансовой инфраструктуры, а также социальную сферу, включая жилищное строительство, здравоохранение, а также охрану окружающей среды, модернизацию очистных сооружений, поддержание оптимального уровня биологического разнообразия в окружающей среде.

Россия - член ЕБРР, операции которого нацелены на содействие структурной перестройке экономики, разгосударствлению и приватизации, а также на развитие финансового сектора и производственной инфраструктуры. Банк оказывал содействие в развитии энергетики, горнодобывающей промышленности, конверсии промышленного производства, в банковском секторе, в подготовке кадров. Его деятельность в России осуществляется путем предоставления кредитов банкам и предприятиям или инвестиций в их акционерный капитал, а также посредством вложений через различные фонды, созданные с участием Банка.

В 1990-е гг. Россия испытывала острую нехватку финансовых средств на покрытие бюджетного дефицита и обслуживание внешнего долга. Сначала бюджетный дефицит покрывался в основном кредитами Банка России; с 1993 г. начал функционировать рынок государственных ценных бумаг в рублях (ГКО и ОФЗ); в 1995-1999 гг. активно привлекались бюджетозамещающие финансовые ресурсы от международных кредиторов. В 2000-е гг. Россия преодолела бюджетный дефицит и до 2008 г. включительно имела превышение бюджетных доходов над расходами; в 2009 г. бюджетный дефицит составил 5,9% ВВП.

Парадоксальность экономической ситуации в 1990-х гг. заключалась в том, что при хроническом бюджетном дефиците России имела профицит

по балансу сбережений и накоплений (инвестиций) в основной капитал, что характеризует страну как чистого экспортера.

Опережая многие страны мира по норме валовых сбережений, Россия имеет недостаточную норму валового накопления для страны с догоняющим типом развития, минимальный пороговый уровень которой определяется в 25% ВВП, достаточный уровень (по опыту азиатских стран) – 40% ВВП. В 2000-2008 гг. в России среднегодовая норма внутренних валовых сбережений составила 31,4%, норма инвестиций – 19,4 %<sup>22</sup>.

Россия, став суверенным государством, столкнулась с острой нехваткой валютных ресурсов для насыщения рынка и для обслуживания внешних долговых обязательств, унаследованных от СССР. Валовые валютные доходы страны включают поступления от экспорта товаров, от предоставления услуг нерезидентам, от зарубежных активов и трансфертов (переводов). Чистые валютные доходы образуют совокупные балансы поступлений и платежей по означенным статьям, т.е. счет текущих операций страны с внешним миром.

Основным источником получения валютных доходов России является товарный экспорт. Экспортные доходы от продажи товаров покрывают дефициты по другим статьям текущих расчетов и пополняют федеральный бюджет; они обеспечивают обслуживание и погашение внешних долгов, наращивание резервных активов и резервных фондов.

Особенность российской внешней торговли заключается в том, что с 1991 г. стоимость российского экспорта товаров стабильно превышает их импорт в ценах FOB. В 1991-1999 гг. в среднегодовом исчислении экспорт покрывал импорт на 132,5%; в 2000-2010 гг. – на 170,0%. Активное торговое сальдо поддерживается низким импортом, т.е. фактическим производственным и личным недопотреблением.

---

<sup>22</sup> Национальные счета России в 2001-2008 годах: Стат. сб./Росстат. – М., 2009, с. 119.

### ***16.2. Россия в международных потоках капитала***

В 1990-х гг. тяжелое финансовое положение России усугублял чистый отток капитала, который наращивал зарубежные активы российских резидентов и характеризовал Россию как чистого экспортера капитала. Ситуация не изменилась и в 2000-е гг.; среднегодовые данные за 2000-2009 гг. определяют Россию как чистого экспортера капитала. Основными каналами вывоза частного капитала из России являются: вложения в СКВ; остатки на текущих счетах и депозиты в иностранных банках; предоставление нерезидентам экспортных кредитов в форме отсрочки платежа; импортные кредиты в виде предоплаты за товарные поставки; не поступление товаров в погашение импортных авансовых платежей.

В структуре ввозимого частного капитала все более заметное место занимают портфельные инвестиции и коммерческие банковские кредиты. Иностранный капитал направляется на российский фондовый рынок для извлечения большей доходности, по сравнению с западными фондовыми рынками. Положительная международная инвестиционная позиция (баланс иностранных активов и обязательств) за 2001-2011 гг. в среднегодовом исчислении определяет Россию как чистого международного кредитора.

### ***16.3. Кредитная и дебиторская задолженность России***

К концу своего существования СССР утратил статус первоклассного заемщика, который он имел долгие годы. После распада Советского Союза Россия, как правопреемница, взяла на себя все советские зарубежные активы и обязательства перед внешними кредиторами. Она оказалась должником по отношению к западным странам и европейским партнерам по СЭВу и одновременно кредитором по отношению к развивающимся странам и к неевропейским партнерам по СЭВу.

С образованием суверенного российского государства встал вопрос о погашении советского долга правительствам иностранных государств, большинство из которых являются членами Парижского клуба, и коммерческим банкам-членам Лондонского клуба. Основным методом урегулирования внешней задолженности России в 1990-е гг. были отсрочки платежей, перенос долгов на более отдаленные сроки, получение новых кредитов для погашения текущих обязательств в обмен на выполнение рыночных реформ и достижение определенных макроэкономических показателей.

В 1990-е гг. Россия фактически находилась в состоянии хронического долгового кризиса. Долговая нагрузка страны оказалась непосильной по отношению к ее валютным доходам и резервным активам; ею неоднократно допускались нарушения графика платежей по обслуживанию внешнего долга, и фактические платежи были значительно ниже плановых показателей.

Внешний долг РФ нарастал высокими темпами за счет просроченной задолженности по долговым обязательствам СССР и новых российских заимствований. Трансграничные заимствования, а также допущение нерезидентов на внутренний рынок долговых обязательств наращивали новый внешний долг, присоединяя его к советскому долгу. Россия исправно обслуживала новые международные заимствования, но была не в состоянии выполнять обязательства по советским долгам.

С 2000 г. началось снижение российского внешнего долга сначала за счет списания и реструктуризации советского долга, а в последующие годы в результате своевременного его обслуживания. К 2006 г. Россия полностью расплатилась с МВФ; в 2005-2007 гг. был досрочно погашен долг Парижскому клубу.

Государственный долг в объеме долговых обязательств органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования перед

нерезидентами за 2002-2011 гг. снизился в 3,4 раза и составил 46,5 млрд долл., его доля в совокупном внешнем долге РФ опустилась с 75,9 до 9,5%; за 2002-2011 гг. доля долга бывшего СССР составила 0,6% во внешнем долге РФ<sup>23</sup>.

С середины 2000-х гг. определилась новая тенденция в структуре и в развитии российского внешнего долга. Его динамику и объем стали определять корпоративные внешние заимствования, т.е. долги банков и нефинансовых секторов нерезидентам. Статистика Банка России по внешнему долгу Российской Федерации дает два варианта его структуры по заемщикам.

Во-первых, российский внешний долг подразделяется на государственный и корпоративный. Государственный внешний долг образуют долговые обязательства органов государственного управления и органов денежно-кредитного регулирования; корпоративный внешний долг рассчитывается в объеме долговых обязательств банков, других финансовых и нефинансовых корпораций перед нерезидентами.

Во-вторых, российский внешний долг подразделяется на внешний долг государственного сектора в расширенном определении и внешний долг частного сектора. Внешний долг государственного сектора в расширенном определении охватывает внешнюю задолженность органов государственного управления и органов денежно-кредитного регулирования, а также тех банков и небанковских корпораций, в которых органы государственного управления и денежно-кредитного регулирования напрямую или опосредованно владеют 50 и более процентами участия в капитале или контролируют их иным способом. Долговые обязательства перед нерезидентами остальных резидентов, не подпадающих под данное определение, классифицируются как внешний долг частного сектора.

---

<sup>23</sup> Банк России за соответствующие годы.

Внешний долг РФ 01.01.2011 г. равнялся 489,0 млрд долл.; государственного сектора в расширенном определении - 199,3 млрд долл., его доля во внешнем долге РФ - 40,8%, в том числе государственный внешний долг в объеме долговых обязательств органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования составил 46,5 млрд долл. (9,5%), государственных корпораций - 152,8 млрд долл. (31,3%); частного сектора - 289,7 млрд долл., что равнялось 59,2% внешнего долга РФ.

Дебиторская задолженность возникла в советские времена, когда СССР щедро предоставлял помощь партнерам по СЭВу и развивающимся странам. По оценке западных советологов, помощь СССР другим социалистическим странам-членам СЭВ составила в 1954-1987 гг. почти 144 млрд долл.; развивающимся странам - более 40 млрд долл., а военные поставки оценивались в 125 млрд долл. После распада СССР Россия оказалась кредитором по отношению к развивающимся странам и к неевропейским партнерам по СЭВу с объемом требований в 96 млрд переводных рублей, что равнялось 123 млрд долл. по курсу Госбанка СССР.

На 01.01.2006 г. размер долга иностранных государств по кредитам, предоставленным Правительством бывшего СССР и Правительством РФ в долларовом эквиваленте составил 69,0 млрд долл., в том числе основной долг – 52,1 млрд долл., начисленные и неуплаченные проценты – 16,9 млрд долл.; доля кредитов в переводных и советских рублях равнялась 58,5%; задолженность по коммерческим кредитам частных иностранных компаний и кредитных организаций составила около 4,7 млрд долл.

В управлении зарубежными финансовыми активами России по кредитам, предоставленным развивающимся странам, можно выделить два этапа. Первый этап охватывает период до 1997 г., когда проблематичность возврата долгов определялась не только бедностью российских дебиторов,

но и тем, что долги по межправительственным соглашениям надо было переоформить в ценные бумаги, которые можно менять, продавать, переуступать, конвертировать в другие ценные бумаги, инвестиции и т.п.

Для первого этапа было характерно стремление правительства РФ как можно быстрее получить бюджетный эффект, продав наиболее ликвидные активы. Избавление от долговых требований осуществлялось посредством их продажи с большой скидкой; использовался и льготный зачет финансовых активов за российские долговые обязательства. Соглашения о реструктуризации задолженности были единичными.

Второй этап урегулирования дебиторской задолженности России связан с ее вступлением в Парижский клуб кредиторов в 1997 г. и совершенствованием законодательной базы. Россия получила возможность в полной мере использовать опыт Парижского клуба, а также МВФ и Всемирного банка, в задачи которых входит проведение дополнительного анализа платежных возможностей стран-должников с учетом их общей финансово-экономической ситуации.

В 1997 г. из 57 должников России из стран дальнего зарубежья 25 государств имели соглашения с Парижским клубом, на долю которых приходились 52 млрд долл. долговых активов РФ. Задолженность неклубных стран перед Россией на 01.01.2001 г. составила 64 млрд долл. В отношениях с некоторыми странами-должниками, не имеющими соглашений с Парижским клубом, Россия получала платежи по обслуживанию на основе двусторонних соглашений.

Членство в Парижском клубе кредиторов наложило на Россию обязательства по списанию значительной части долгов странам с низкими доходами как клиентам Парижского клуба, так и не входящим в их число, если для урегулирования задолженности таких стран применяются процедуры Парижского клуба.

За 1997 - 2002 гг. Россия подписала 30 многосторонних соглашений Парижского клуба о реструктуризации долгов с 22 странами-должниками и с большинством из них заключила двусторонние межправительственные соглашения. Став членом Парижского клуба кредиторов, Россия вскоре вошла в первую тройку государств-кредиторов по списанию долгов наименее развитым странам. В абсолютном и относительном выражении российские списания долгов третьим странам оказались более значительными, чем благополучных западных стран-кредиторов.

В многосторонних соглашениях Парижского клуба со странами-должниками четко фиксируются идентичные условия реструктуризации долгов на двусторонней основе. Большинство многосторонних соглашений с Парижским клубом предусматривает возможность осуществления конверсионных операций в размере 20-30% от оставшегося долга в охрану природы, в помощь, в имущество; возможна и переуступка или продажа долга третьей стороне. В некоторых соглашениях конверсионные операции (свопы) не предусмотрены; в других - не ограничивается применение каких-либо свопов или переуступок, их тип и размер устанавливаются на основе двусторонних договоренностей.

Большинство российских соглашений со странами-должниками допускают конверсионные операции, переуступку или продажу долгов третьей стороне. Почти все соглашения обусловлены, т.е. в них указаны условия, при которых будут выполняться договоренности между Россией и страной-должником, а именно своевременное выполнение обязательств, зафиксированных в многостороннем соглашении с Парижским клубом и с Россией.

В отдельных случаях списание задолженности иностранных государств сопровождается дополнительными условиями, например, участием России в активах страны-должника, поставкой должником товаров в счет погашения части долга и т.п. Иногда часть долгов

списывается в обмен на новые контракты на поставки военной техники и вооружений или в инвестиции на территории «прощаемых» стран.

Переговоры РФ с некоторыми странами-должниками проходят крайне напряженно. Многие государства рассматривали кредиты, предоставленные бывшим СССР, как безвозвратные. Для согласования условий урегулирования задолженности таких стран-должников требуется достижение договоренности; особенно это относится к государствам, имеющим большой объем задолженности перед Россией. Большие сложности возникают в связи с отсутствием достоверной информации о суммах и механизмах конкретных операций по погашению иностранных долгов перед РФ по кредитам, полученным от бывшего СССР.

#### ***Ключевые слова***

Бюджетозамещающие кредиты; бартер; долларизация; государственный внешний долг РФ; внешний долг государственного сектора РФ в расширенном определении; переуступка долга; прощение долга; многостороннее соглашение Парижского клуба.

## **17. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ**

### ***17.1. Банковский сектор и межбанковский кредит***

Банковский сектор России образуют кредитные организации, в том числе банки, включая контролируемые нерезидентами, и другие кредитные небанковские организации; в 2010 г. в стране насчитывалось кредитных организаций 1012, в том числе банков – 955, небанковских кредитных организаций - 57. Российская банковская система начала формироваться с конца 1980-х гг.; к 1997 г. она окрепла, и по итогам года 12 российских банков были включены журналом «The Banker» в группу 1000 крупнейших банков мира, 17 банков – в 500 крупнейших банков Европы.

1998-1999 годы характеризовались кризисом российской банковской системы и, прежде всего, системообразующих банков. Затем началось реформирование банковского сектора, в ходе которого были преодолен системный банковский кризис, и было положено начало формированию рыночно ориентированного банковского сектора. С середины 1999 г. наметился рост капиталов банков-нерезидентов, а затем и капиталов российских банков, которые приходили в основном из оффшоров.

К 2002 г. банковский сектор восстановился и до середины десятилетия развивался поступательно в достаточно благоприятной макроэкономической среде. Ужесточение условий внешних заимствований во второй половине 2007 г. замедлило рост ресурсной базы российского банковского сектора; в 2008 - 2009 гг. банковский сектор функционировал в условиях глобального кризиса; в 2010 г. на рынке банковского кредитования наметилось некоторое оживление. В 2011 г. восстановление банковского сектора продолжалось, но банки по-прежнему слабо удовлетворяли потребности реальной экономики; их доля в структуре инвестиций в основной капитал российских предприятий оставалась на низком уровне.

Связь и взаимодействие российских банков с международными рынками капитала осуществляется тремя способами: (1) путем расширения присутствия иностранного капитала в местных банках; (2) посредством получения трансграничных банковских услуг; (3) посредством выхода российских банков на международный рынок. Иностранный капитал привносит на российский рынок современные банковские технологии, новые финансовые продукты, культуру банковского корпоративного управления, способствует развитию конкуренции в банковском деле и выступает фактором его совершенствования.

Участие иностранного капитала в банковской сфере и в экономике характеризуется различными показателями: количеством акционеро-

нерезидентов, долей иностранного капитала в уставном капитале банка, удельным весом иностранных банков в кредитовании национальной экономики, уровнем контроля банковской системы банками с участием капитала нерезидентов и др.

Реальным показателем участия иностранного капитала в России служит количество кредитных организаций, контролируемых нерезидентами, с капиталом 50% и более; в 2010 г. насчитывалось 111 таких кредитных организаций, из них 19 входили в число крупнейших по размеру активов российских кредитных организаций. Первый коммерческий банк в СССР с участием иностранного капитала был учрежден в 1989 г. - ЗАО Международный московский банк (ММБ), в его уставном капитале совокупная доля иностранных банков составила 60%.

В дальнейшем основным способом проникновения иностранного капитала в российский банковский сектор стало открытие 100% дочерних банков или поглощения (покупки) российских банков. В начальный период развития банковского сектора (1989-1998 гг.) крупнейшие европейские, а также американские банки регистрировали свои «дочки» в России, которые почти полностью были ориентированы на западную корпоративную клиентуру и инвестбанкинг в основном своих соотечественников. Ритейловые услуги ограничивались открытием депозитов, обслуживанием зарплатных проектов компаний-клиентов банка, выпуском дебитовых платежных карт.

В 2005-2008 гг. экспансия иностранного банковского капитала осуществлялась в основном через поглощения (покупку) действующих российских банков американскими, немецкими, французскими и другими банками. Внедрению иностранного капитала в российский банковский сектор способствовали ЕБРР и МФК, которые, входя в капитал российского банка, готовили его к дальнейшей продаже иностранному банку.

Иностранные банки покупали российские банки только с определенными характеристиками, а именно: такой банк должен занимать место не ниже сотого; среди его акционеров не должно быть государственных структур, но желательно присутствие международных финансовых институтов. При этом требовалась прозрачность акционерного капитала и операций, ориентация на рынок розничного кредитования и достаточно развитая сеть отделений и филиалов. Иностранный финансовый капитал охотно шел в розничный сегмент российского рынка как наиболее доходный и с высоким потенциалом роста.

Второе место в России по привлекательности для иностранного банковского капитала занимает инвестбанкинг, который включает синдицированное кредитование, консалтинг, андеррайтинг, услуги по выводу компаний/банков на IPO, операции по слияниям и поглощениям. Однако инвестиционные операции крупнейших российских компаний, в том числе находящиеся под контролем государства, в большинстве случаев проводятся через головные компании, расположенные в основных финансовых центрах Европы и США, куда и уходят доходы от операций.

В 2000-е гг. иностранный капитал стал крупным кредитором государственных и частных российских компаний и банков, который предоставлялся преимущественно через межбанковское и синдицированное кредитование. Банки получали иностранные синдицированные кредиты на рефинансирование кредитных портфелей, на осуществление сделок по слияниям и поглощениям.

Организаторами таких кредитов в России обычно выступают дочерние компании иностранных банков, а также ВТБ, Банк Москвы и международные кредитные организации, включая МФК. Доля прямого участия банков-нерезидентов в уставном капитале российского

банковского сектора, не считая контроля над ним через выданные займы, поднялась к концу I квартала 2009 г. до 31%.

Российский банковский сектор осуществляет активную международную деятельность. С 01.01.2001 г. по 01.01.2011 г. его иностранные активы в объеме требований к нерезидентам увеличились в 10,1 раза и составили 170,2 млрд долл.; обязательства перед нерезидентами увеличились в 20,5 раза и составили 201,8 млрд долл.<sup>24</sup>.

Межбанковский кредит (МБК) оказывает большое влияние на функционирование российского финансового рынка. Рынок межбанковского кредитования - это денежный рынок, обеспечивающий оперативное перераспределение финансовых ресурсов между участниками и сегментами рынка. На межбанковском рынке обращаются кредиты, депозиты и прочие привлеченные на межбанковский рынок средства, включая драгоценные металлы.

На долю операций с банками-резидентами по МБК приходится не более 20% от общего объема размещенных и 10% привлеченных российскими банками валютных межбанковских кредитов; соответственно другие 80 и 90% приходятся на долю операций с банками-нерезидентами; и конъюнктура валютного сегмента российского рынка МБК определяется в значительной мере ситуацией на мировом денежном рынке.

Мировой денежный рынок стал одним из важнейших источников пополнения текущей ликвидности российских банков. В 2010 г. контролируемые нерезидентами банки играли значительную роль на межбанковском рынке; в структуре как привлеченных, так и размещенных ими кредитах доминировали операции с банками-нерезидентами. Кредиты, привлеченные с международных рынков, в основном от материнских компаний незначительно возросли, а размещенные на нем – сократились на треть.

---

<sup>24</sup> Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации, 2010 г. – М.: Центральный банк РФ, 2011.

## ***17.2. Валютный рынок России***

Валютный рынок занимает лидирующие позиции в структуре российского финансового рынка и обеспечивает взаимодействие всех его сегментов. Это рынок иностранной валюты, где участники рынка продают/покупают финансовые активы, выраженные в иностранной валюте. Поступление иностранной валюты на этот рынок определяется чистым притоком иностранного капитала и положительным сальдо по счету текущих операций.

С середины 1999 г. и по настоящее время в России действует регулируемый плавающий валютный курс рубля, который определяется на базе рыночных механизмов, а интервенции ЦБ РФ производятся с учетом макроэкономической политики для сглаживания его резких колебаний валютного курса. Банк России поддерживает режим управляемого плавающего валютного курса, используя в качестве операционного ориентира рублевую стоимость бивалютной корзины, включающей доллар США и евро. Это позволяет при реализации курсовой политики реагировать на колебания «евро/доллар США» и осуществлять сглаживание колебаний номинального эффективного курса рубля. Курс рубля к другим основным валютам устанавливался через кросс-курс с долларом.

Купля/продажа иностранной валюты в России осуществляется на межбанковском биржевом и внебиржевом валютном рынке, основная часть торговли осуществляется на кассовом рынке (до 97%) по операциям «рубль/доллар США». Почти все операции с иностранными валютами и почти весь оборот биржевых торгов по ценным бумагам и деривативам сконцентрированы на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), Российской торговой системе (РТС), Санкт-Петербургской валютной бирже (СПВБ), Фондовой бирже «Санкт-Петербург».

ММВБ занимает лидирующие позиции в системе российских валютных бирж, к ее торговой системе подключены региональные биржи; в 2011 г. ММВБ и РТС объединились. Во внебиржевом сегменте валютного рынка проводятся операции с валютами, которые не котируются на валютных биржах; заключаются опционные и фьючерсные сделки, осуществляются операции, сочетающие безналичный и наличный обороты.

К середине 2000-х гг. валютный рынок достиг максимальных значений и фактически до августа 2008 г. повышательная тенденция в его развитии преобладала. С августа 2008 г. и до начала 2009 г. валютный рынок находился в острой фазе кризиса. В 2010 г. ситуация на внутреннем валютном рынке в целом была стабильной; в связи со снижением спроса на наличную иностранную валюту уполномоченные банки сократили объемы ее ввоза в страну в 2,6 раз по сравнению с 2009 г., что составило 5,6 млрд долл. в долларовом эквиваленте; при этом доля долларов равнялась 63%.

### ***17.3. Рынок государственных ценных бумаг***

Государственные ценные бумаги (ГЦБ) удостоверяют отношения займа, в которых должниками выступают федеральные и региональные (субфедеральные и муниципальные) органы управления. Рынок ГЦБ предлагает эмитентам неинфляционный источник финансирования бюджетных дефицитов, инвестору – надежное, выгодное и высоколиквидное средство вложения капитала. Выплаты процентов и погашение основной суммы по ГЦБ гарантируются государством, что обеспечивает их надежность и ликвидность.

Российские государственные ценные бумаги различаются по эмитенту, по месту размещения, по способу эмиссии, по валюте, по сроку погашения (дюрации), по доходу, по инвесторам-держателям и

т.д. Эмитентами государственных ценных бумаг в России выступают Министерство финансов РФ, субъекты РФ и их муниципальные образования; соответственно бывают ценные бумаги федеральных, субфедеральных и муниципальных займов.

ГЦБ выпускаются в виде именных и предъявительских ценных бумаг, в документарной, а также в бездокументарной электронной форме, которая осуществляется в виде записи на счетах «депо» клиента в депозитарной системе с выдачей держателям свидетельства о владении ценной бумагой. Они выпускаются в рублях и в иностранных валютах; размещаются и торгуются на внутреннем рынке и на зарубежных рынках и бывают долгосрочными и краткосрочными; кредиторами на первичном рынке и трейдерами на вторичном рынке выступают резиденты и нерезиденты.

В 1990-е гг. государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО) и среднесрочные облигации федерального займа (ОФЗ), эмитированные Министерством финансов РФ в рублях, были основным источником неинфляционного финансирования дефицита государственного бюджета. В 2000-2008 гг. в условиях профицитного федерального бюджета, а также дефицитного бюджета в 2009-2010 гг. рынок ГЦБ продолжал пополняться новыми выпусками.

В 1990-е гг. рынок государственного долга привлекал кредиторов чрезмерной и гарантированной доходностью, меньшими рисками и высокой ликвидностью. Отток с рынка ГЦБ начался с последнего квартала 1997 г. под воздействием азиатского валютно-финансового кризиса, а 17 августа 1998 г. фактически был объявлен дефолт по этим обязательствам.

В условиях бюджетного профицита (2000-2008 гг.) положительная динамика роста рынка ГКО восстановилась, на рынке наблюдалась стабилизация и снижение доходности его инструментов. Снизилась макроэкономическая роль рынка ГЦБ как источника финансирования

бюджета; уменьшилась его значимость как сферы проведения денежно-кредитной политики, а также спекулятивного сегмента российского финансового рынка, но он сохранил функции инструмента управления ликвидностью и индикатора стоимости безрисковых заимствований.

В 1996 г. правительственные пятилетние евробонды РФ были выпущены одновременно в 15 странах на сумму 1 млрд долл., в том числе в США – 44%, в Азии – 30%, в Европе – 26%, по цене 99,561% от номинала, спрэд составил 345 базисных пункта (б.п.) к доходности 5-летних казначейских облигаций США или 3,45%; средневзвешенная доходность равнялась 9,36% годовых. Лид-менеджерами первого евро займа РФ стали J.P. Morgan и SBC Warburg; с российской стороны в синдикат вошли Альфа-банк, АКБ Международный финансовый клуб и Уникомбанк, каждый из которых получил евробондов на 10 млн долл.

За 1996-1998 гг. общая сумма правительственных заимствований на международном облигационном рынке составила более 10 млрд долл. Помимо этого в 1998-2000 гг. были выпущены еврооблигации в связи с реструктуризацией ГКО, а также в связи с реструктуризацией долга перед Лондонским клубом кредиторов. Правительство РФ открыло доступ на международный кредитный рынок российским субфедеральным и региональным эмитентам.

В 2010 г. после долгого перерыва Российская Федерация разместила на международном рынке два выпуска еврооблигаций срочностью 5 и 10 лет номинальным объемом 2,0 и 3,5 млрд долл. 01.01.2011 г. на мировом рынке в обращении находилось пять выпусков РФ на общую сумму 30,5 млрд долл. по номиналу, эмитированных в 1998-2010 гг. с окончательными датами погашения в 2015-2030 гг., и один выпуск ОВГВЗ объемом 1,8 млрд долл. по номиналу, эмитированный в 1996 г. и погашаемый в 2011 г.

#### ***17.4. Рынок ценных бумаг нефинансовых корпораций***

Корпоративные ценные бумаги классифицируются по эмитентам, по видам, по месту размещения, по срокам, по целевому назначению и т.д. По эмитенту различаются корпоративные ценные бумаги кредитных организаций и нефинансового сектора. По видам бывают долговые ценные бумаги (облигации, векселя и пр.), долевые титулы собственности (акции, депозитарные расписки), производные финансовые инструменты (деривативы); по месту размещения – внутренние и международные; по срокам – краткосрочные (до одного года) и долгосрочные (свыше одного года); ценные бумаги с обращением 5-7 лет обычно называют среднесрочными.

Российский рынок *акций* олигополистичен и концентрирован; основными эмитентами выступает ограниченное число компаний, выпускающих несколько акций. Большая часть эмиссий акций не связана с привлечением нового капитала, при этом остается разрыв между акционерным капиталом и добавочными капиталами, не превращенными в акции. Доля акций в свободном обращении на вторичном рынке, по некоторым оценкам, составляет 20% от общей капитализации рынка акций.

Обороты по депозитарным распискам на российские акции за рубежом значительно превосходят объемы внутреннего рынка. На российском рынке обращаются акции приватизированных предприятий, страховых компаний, пенсионных, паевых и других фондов. К «голубым фишкам» относятся акции высокодоходных компаний, которых насчитывается не более трех десятков, и именно эти акции активно торгуются на рынке. Акции многих других компаний не имеют свободного доступа к рынку, а многие российские компании вообще отсутствуют на рынке, поскольку являясь компаниями закрытого типа, не выпускают акции.

Одну группу юридических участников рынка акций образуют банки, финансовые компании, которые через интернет-брокеров получают технологический доступ к торгам; вторую группу – нефинансовые компании, размещающие на рынке часть своих свободных средств. Наиболее эффективным методом распространения российских акций за рубежом являются депозитарные расписки, которые фактически позволяют конвертировать акции, эмитированные внутри страны, в международные акции.

В соответствии с российским законодательством *облигации* могут выпускать все предприятия, независимо от формы собственности, в любой валюте. Долговые ценные бумаги могут эмитировать только высокодоходные компании, ибо они подлежат обязательному погашению и обеспечивают фиксированный доход. Российские облигации могут обращаться свободно или с ограничением; они могут быть именными или на предъявителя; в купонной форме и без купона с дисконтом любого размера.

Рынок корпоративных облигаций набирает силу и становится важным источником финансирования реального сектора экономики, дополняющим долгосрочное банковское кредитование. Развитие рынка облигаций сдерживается недостаточной информационной прозрачностью хозяйственной деятельности и финансового положения эмитентов, ограниченным кругом высоконадежных эмитентов.

В 1996 г. российские корпоративные эмитенты вышли на международный рынок облигаций. По состоянию на 01.01.2010 г. корпоративные обязательства РФ перед нерезидентами по долговым ценным бумагам составили 22,3 млрд долл.

### ***17.5. Ценные бумаги кредитных организаций***

Банки и другие кредитные организации для привлечения ресурсов используют долевыми и долговыми ценными бумагами, но их доля в банковских пассивах в 2010 г. составила 4,1% (в 2003 г. – 11,3%). До завершения чековой приватизации в 1990-е гг. рынок банковских акций был наиболее ликвидным сегментом рынка корпоративных ценных бумаг. Банки проводили эмиссии ежегодно для привлечения дополнительного капитала и выполнения нормативов ЦБ РФ, в частности, соотношения собственных и заемных средств.

После завершения чековой приватизации значение банковских акций стало снижаться; однако самокотировка банковских акций и ведение реестров банками-эмитентами сохранялись. Нередко под видом акций банки выпускали фактически облигации, т.к. они брали на себя обязательство обратного выкупа своих акции по требованию инвестора и выплаты заранее фиксированных дивидендов. Оформление выпуска фактически облигаций под видом акций давало определенные преимущества, т.к. привлеченные средства записывались в балансе как собственные.

Акции банков котировались в основном вне биржи, а их держатели были преимущественно пассивными инвесторами и предпочитали их не продавать, что снижало активность рынка; и торговля банковскими акциями поддерживалась за счет новых эмиссий. Российские банки раньше других частных компаний начали размещать свои ценные бумаги за границей, крупнейшие банки выпустили АДР.

В 2010 г. зарегистрированных выпусков акций кредитных организаций было 202 на сумму 110,3 млрд руб.; выпуски акций были связаны в основном с преобразованием организаций – эмитентов, с увеличением их уставного капитала, с дроблением и уменьшением

стоимости акций. Доля акций кредитных организаций в совокупном объеме вторичных торгов акциями на ФБ ММВБ равнялась 42%.

На рынке корпоративных *облигаций* доля облигаций, эмитированных банками и другими кредитными организациями, составляет 33-40%. В 2008 г. номинированный объем зарегистрированных выпусков облигаций кредитных организаций составил 344,4 млрд руб.; в 2010 г. - 117,9 млрд руб. Большое распространение получили векселя; их доля в общем объеме обязательств банков по долговым ценным бумагам превышает 70%.

Банки широко используют векселя для расчетов, для возврата долгов, для привлечения сравнительно дешевых средств. Они осуществляют кредитование предприятий-должников с использованием векселей двумя способами: выдают кредит на покупку своих векселей или дают векселя в кредит, которые используются для расчетов с кредиторами. Вексельные кредиты способствуют погашению взаимной задолженности предприятий; проценты по подобным кредитам в 3-4 раза ниже, чем по обычным кредитам.

Преимущества банковских векселей перед другими финансовыми инструментами проявляются в высокой доходности, надежности, ликвидности, залоговой ценности, льготном налогообложении. Рынок векселей характеризуется ростом количества и суммарного объема выпусков и размещений, оборотов вторичного рынка, увеличением срочности вексельных операций, стабильностью котировок. На конец 2010 г. объем векселей и банковских акцептов, размещенных российскими кредитными организациями, составил 0,8 трлн руб.; средняя ставка по рублевым векселям сроком шесть месяцев - один год составила 7,3% годовых.

Коммерческие банки имеют право выпуска *депозитных сертификатов* для юридических лиц со сроком обращения до 1 года, а также *сберегательных сертификатов* для физических лиц, их срок

обращения – до трех лет. Депозитные и сберегательные сертификаты удостоверяют право владельца на получение установленной суммы депозита/вклада и процентов по истечении определенного срока; они могут передаваться другому лицу, но не могут служить расчетным или платежным средством.

### ***17.6. Рынок производных финансовых инструментов***

Российский рынок деривативных инструментов остается весьма ограниченным, он скорее не опережает, а отстает от развития базисных активов; он слабо выполняет функцию хеджирования и остается преимущественно спекулятивным; на нем отсутствуют среднесрочные и долгосрочные контракты, нет кредитных и многих других деривативов; долго не вводились в обращение товарные и процентные деривативы.

В 2003 г. начали вводить фьючерсы на нефть сорта «Brent», в 2006 г. появились фьючерсы на нефть сорта «Urals» и на золото в слитках, процентные деривативы; доля товарных фьючерсов в 2000-е гг. не превышала 1-2% на рынке деривативов.

Рынок деривативов в России до 1997-1998 гг. поступательно развивался и как спекулятивный рынок в основном сложился. Происходило формирование и развитие биржевого и внебиржевого рынка финансовых деривативов; сформировались рынки на валюту, на государственные и корпоративные ценные бумаги. В 1990-е гг. в России преобладали фьючерсы с конкретной базой – на доллар США, ГКО, акции; основными операторами являлись спекулянты, предпочитающие простые, ликвидные и высокодоходные контракты.

Зарождение российского срочного рынка происходило в условиях практически полного отсутствия правовой базы, государственного регулирования, мониторинга рынка, ограниченных финансовых ресурсов и других проблем. Он был введен в правовое поле только в январе 2002 г.,

что зафиксировано в Налоговом кодексе; до этого сделки с деривативами находились за пределами закона и могли быть признаны «сделками пари», т.е. недействительными.

Российский рынок валютных деривативов возник как биржевой фьючерсный рынок на доллар США, первые торги состоялись 21 октября 1992 г. на МТБ. Затем были запущены регулярные электронные торги срочными валютными контрактами на МЦФБ; с 1995 г. крупной торговой площадкой на биржевом российском рынке деривативов стала Российская биржа (РБ), в сентябре 1996 г. - ММВБ, начавшая торги фьючерсами на доллар США, а затем и фьючерсами на корпоративные ценные бумаги и фондовый индекс. Опционные валютные контракты не получили широкого распространения, но в 1994 г. появились опционы на валютный фьючерсный контракт.

Развитие рынка деривативов на *долговые ценные бумаги* было связано с введением в обращение контрактов, базисным активом для которых стали бескупонные ГКО. Высокая волатильность рынка ГКО привлекла на рынок производных ценных бумаг и спекулянтов, и хеджеров. Пик рынка фьючерсов на ГКО пришелся на весну 1997 г. после обвала котировок на базисный актив, к лету он фактически исчез.

В 1995 г. появился опцион на фьючерсный контракт на облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ); в 1996 г. началась торговля опционом на фьючерсный контракт на индекс доходности купона ОФЗ; в 1996 г. были введены опционы на фьючерсы на ГКО. Внебиржевой рынок форвардных контрактов в основном служил для хеджирования рисков нерезидентов на рынке ГКО-ОФЗ. Большинство форвардных контрактов относилось к числу беспостановочных с исполнением путем выплаты разницы между контрактной ценой и курсом доллара на дату исполнения, сложившимся на «фиксинге» ММВБ.

Возникновение рынка деривативов на *акции* было обусловлено приватизацией государственных предприятий, появлением открытых акционерных обществ, выпускающих акции. Первые торги фьючерсными контрактами на акции состоялись в сентябре 1996 г., их базой развития послужил рынок «голубых фишек». После дефолта 1998 г. сначала существенных успехов добилась ФБ «Санкт-Петербург», сформировав ликвидный рынок фьючерсных контрактов на акции РАО «ЕЭС России», РАО «Газпром», ОАО «Сургутнефтегаз». В 2002 г. ММВБ объявила о своей готовности начать торги по фьючерсам на акции РАО «ЕЭС России», НК «ЛУКОЙЛ», ОАО «Сургутнефтегаз». С осени 2001 г. РТС запустила систему FORTS (Futures & Options on RTS), интегрированный рынок по торговле фьючерсными и опционными контрактами на фондовые активы и индексы.

К 2002 г. рынок деривативов стабилизировался, и до августа-сентября 2008 г. он нормально развивался как по количественным, так и по качественным показателям. Совершенствовалась инфраструктура рынка, появлялись новые инструменты, выходили на рынок новые участники, увеличивался объем рынка. Российские обязательства перед нерезидентами по финансовым производным инструментам на 1 января 2011 г. составили 2,8 млрд долл., сократившись с 2009 г. в 3,7 раза; активы уменьшились в 3,3 раза и равнялись 1,6 млрд долл.

Основные недостатки российского рынка деривативов не преодолены. Это ограниченный набор инструментов, короткий срок их обращения, слабая правовая база, отсутствие единого регулятора срочного рынка и др. Незрелость рынка товарных деривативов тормозит развитие рынка финансовых производных инструментов. Это связано с тем, что крупные российские экспортеры гораздо солиднее крупных российских банков по капиталу, и они хеджируются на Западе. Мелкие экспортеры не

хеджируют контракты, а просто закладывают риски в изначальную цену контракта.

### **Ключевые слова**

Государственные ценные бумаги; инвестбанкинг; межбанковский кредит; ритейл; акция; АДР; облигация; вексель; срочный контракт; маркет мейкер; андеррайтер; брокер; дилер; трейдер; фондовая биржа; листинг; рейтинг; дюрация; беспостановочный фьючерсный контракт; цена отсечения.

