

Л.Д. Хамаганова

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ  
ВАЛЮТНЫЕ И КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ**

Учебное пособие

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации  
Байкальский государственный университет

Л.Д. Хамаганова

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ  
ВАЛЮТНЫЕ И КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ**

Учебное пособие

Второе издание, переработанное и дополненное

*Текстовое электронное издание*

Иркутск  
Издательский дом БГУ  
2021

© ФГБОУ ВО «БГУ», 2021

УДК 339.7.01(075.8)

ББК 65.268я7

Издается по решению редакционно-издательского совета  
Байкальского государственного университета

Рецензенты канд. экон. наук, доц. О.А. Чепинога (БГУ)  
канд. экон. наук, доц. Г.А. Шаламов (ИРНИТУ)

**Хамаганова Л.Д.** Международные валютные и кредитные отношения : учеб. пособие / Л.Д. Хамаганова. — 2-е изд., перераб. и доп. — Иркутск : Изд. дом БГУ, 2021. — 290 с. — Режим доступа: [lib-catalog@bgu.ru](mailto:lib-catalog@bgu.ru). — Текст: электрон.

Исследован мировой опыт, теоретические и аналитические материалы валютно-кредитных и финансовых отношений. Анализируются история и современное состояние мировой валютной системы, процесс формирования Европейского валютного союза; факторы, влияющие на валютный курс и состояние валютного рынка, платежного баланса. Рассматривается функционирование мировых рынков валют, ссудного капитала, страхование валютных рисков в современных условиях, международные расчеты и их особенности, международные кредитные отношения, деятельность международных финансовых организаций. Ко всем темам составлены контрольные вопросы, тесты, задания для самопроверки. Настоящее издание (первое — в 2005 г. при содействии Национального фонда подготовки кадров) дополнено и переработано с учетом изменений, происходящих в мировой экономике.

Предназначено для студентов бакалавриата и магистратуры, аспирантов, преподавателей экономических вузов, участников внешнеэкономической деятельности, специалистов в области международных валютно-кредитных и финансовых отношений.

---

*Учебное электронное издание*

Минимальные системные требования:

веб-браузер Internet Explorer версии 6.0 и более поздние, Opera версии 7.0 и более поздние, Google Chrome 3.0 и более поздние.

Компьютер с доступом к сети Интернет.

Минимальные требования к конфигурации и операционной системе компьютера определяются требованиями перечисленных выше программных продуктов.

Издается в авторской редакции

Подписано к использованию 28.12.2021.

Объем 2,82 Мб.

Байкальский государственный университет.

664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11.

<http://bgu.ru>.

© ФГБОУ ВО «БГУ», 2021

© Хамаганова Л.Д., 2021

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение</b> .....	7
<b>1. Мировая валютная система и основные этапы ее формирования</b> .....	9
1.1. Эволюция мировой валютной системы.....	9
1.2. Валютные правления в современном мире.....	33
1.3. Европейская валютная система.....	38
1.3.1. Теория оптимального валютного пространства (ОВП) .....	38
1.3.2. Этапы создания Европейского валютного союза .....	44
1.4. Современное состояние мировой валютной системы .....	54
Контрольные вопросы.....	64
Тесты.....	65
<b>2. Валютный курс и факторы, влияющие на его формирование</b> .....	67
2.1. Валютный курс и его разновидности .....	67
2.2. Факторы, определяющие номинальный курс.....	76
2.3. Теории паритета покупательной силы .....	80
2.3.1. Теория абсолютного паритета покупательной силы.....	80
2.3.2. Теория относительного паритета покупательной силы .....	82
2.3.3. Монетаристская теория абсолютного паритета покупательной силы.....	84
2.4. Валютный рынок .....	85
Контрольные вопросы.....	95
Тесты.....	95
Задание.....	96
<b>3. Платежный баланс</b> .....	97
3.1. Методология и принципы формирования платежного баланса .....	97
3.2. Счет текущих операций .....	103
3.2.1. Операции с товарами .....	103
3.2.2. Операции с услугами .....	106
3.2.3. Операции с доходами.....	108
3.2.4. Текущие трансферты .....	109
3.3. Счет операций с капиталом и финансовых операций .....	110
3.3.1. Капитальные трансферты.....	110
3.3.2. Прямые инвестиции .....	110

3.3.3. Портфельные инвестиции .....	112
3.3.4. Другие инвестиции .....	114
3.3.5. Резервные активы.....	115
3.4. Макроэкономическая роль платежного баланса.....	116
3.5. Факторы, влияющие на состояние платежного баланса .....	119
3.6. Финансирование платежного баланса.....	123
3.7. Баланс международных инвестиций .....	124
3.8. Особенности платежного баланса России .....	126
Контрольные вопросы.....	132
Тесты.....	133
<b>4. Страхование валютных рисков в современных условиях .....</b>	<b>135</b>
4.1. Сущность валютных рисков.....	135
4.1.1. Операционный риск.....	138
4.1.2. Трансляционный риск.....	140
4.1.3. Экономический риск.....	145
4.2. Страхование валютных рисков при проведении внешнеторговых операций .....	148
4.3. Методы страхования валютных рисков .....	151
4.3.1. Хеджирование.....	151
4.3.2. Форвардные валютные сделки.....	153
4.3.3. Валютные фьючерсы .....	155
4.3.4. Валютные опционы.....	160
4.3.5. Межбанковские операции «своп» .....	162
4.4. Регулирование валютной позиции.....	164
4.5. Страхование банковских рисков.....	166
4.5.1. Системные риски.....	166
4.5.2. Коммерческие риски.....	167
4.6. Стратегии валютного менеджмента .....	171
Контрольные вопросы.....	177
Задание. Примеры решения.....	178
<b>5. Международные расчеты и их формы .....</b>	<b>181</b>
5.1. Международные расчеты и их особенности.....	181
5.2. Документарная форма расчетов.....	182

5.3. Инкассовая форма расчетов .....	186
5.4. Банковский перевод .....	189
Контрольные вопросы.....	191
Тесты.....	192
<b>6. Мировой рынок ссудных капиталов.</b>	
<b>Рынок евровалют и еврокапиталов .....</b>	<b>193</b>
6.1. Понятие «мировой рынок ссудных капиталов» .....	193
6.2. Особенности мирового кредитного рынка (еврорынка) .....	194
6.3. Финансовые инструменты мировых кредитных и фондовых рынков.....	197
6.4. Современное состояние фондового рынка 2020 г.....	199
Контрольные вопросы.....	203
Задание.....	203
<b>7. Международные кредитные отношения.....</b>	<b>204</b>
7.1. Кредит как источник финансирования.....	204
7.2. Международный кредит как экономическая категория .....	208
7.3. Формы международного кредита .....	211
7.4. Российский рынок факторинга: ретроспективный анализ.....	218
7.5. Международное кредитование развивающихся стран (влияние кризиса в Юго-Восточной Азии).....	226
7.6. Россия — кредитор. Управление внешним долгом России (ретроспективный анализ) .....	235
7.7. Позитивная и негативная роль кредита.....	248
7.8. Современное состояние заимствования России на мировом.....	252
финансовом рынке.....	252
Контрольные вопросы.....	257
Тесты.....	258
<b>8. Международные валютно-кредитные и финансовые организации .....</b>	<b>259</b>
8.1. Международный валютный фонд.....	259
8.1.1. История создания МВФ.....	259
8.1.2. Структура управляющих органов МВФ .....	261
8.1.3. Принцип формирования капитала МВФ .....	263
8.2. Механизмы кредитования МВФ .....	265
8.2.1. Основные механизмы кредитования.....	266
8.2.2. Специальные кредитные механизмы .....	269

8.3. Группа Всемирного банка (ВБ).....	272
8.4. Россия в составе международных финансовых организаций.....	275
Контрольные вопросы.....	280
Тесты.....	281
<b>Обобщающий тест</b> .....	<b>283</b>
<b>Список рекомендуемой литературы</b> .....	<b>289</b>

## ВВЕДЕНИЕ

Курс «Международные валютные и кредитные отношения» относится к числу фундаментальных экономических дисциплин и основывается на ранее изученных студентами предметах: экономическая теория, международные экономические отношения, макроэкономика и др.

Учебное пособие «Международные валютные и кредитные отношения» посвящено закономерностям функционирования международной экономики, изучаются экономические категории, закономерности развития, основные принципы и формы организации международных валютных, кредитных, финансовых отношений.

Используется системный подход к изучению курса «Международные валютные и кредитные отношения».

Глава 1 раскрывает сущность Мировой валютной системы и основные этапы ее формирования. Особое внимание уделено кризису Бреттон-Вудской валютной системы, которая выявила противоречие между интернациональным и глобальным характером международных экономических отношений. Раскрыты структурные принципы Европейской валютной системы, теория и этапы создания Европейского валютного союза, макроэкономическое положение стран зоны евро, уделяется внимание роли евро в международной валютно-финансовой системе. Исследуется современное состояние мировой валютной системы.

В главе 2 представлены теории и концепции формирования валютного курса, включая теорию паритета покупательной силы, факторы определяющие валютный курс. Анализируется состояние валютного рынка и выделяются основные факторы, влияющие на изменение валютного курса.

В главе 3 раскрывается методология и принципы формирования платежного баланса, показатели и методы классификации его статей. Раскрывается макроэкономическая роль платежного баланса, факторы, влияющие на состояние и финансирование его. Представлен баланс международных инвестиций и особенности платежного баланса России.

Глава 4 посвящена страхованию валютных рисков в современных условиях. Раскрывается их сущность, категории риска, возникающие в результате различного вида финансовой деятельности, страхование валютных рисков при проведении внешнеторговых операций, используя биржевые и внебиржевые срочные валютные операции. Представлена стратегия валютного менеджмента. Для более глубокого усвоения темы приводятся Задание и примеры решения.

В главе 5 представлены факторы, влияющие на выбор форм международных расчетов, такие как аккредитив, его виды, инкассовая форма расчетов, банковский перевод.

В главе 6 исследуются особенность мирового рынка ссудных капиталов в процессе воспроизводства, институциональная особенность, которая определяется участниками рынка, ТНК и ТНБ, их место и роль в движении ссудного капитала, финансовые инструменты мировых кредитных и фондовых рынков.



Глава 7 посвящена международному кредиту, который отражает движение ссудного капитала в сфере международных экономических отношений. Представлена позитивная и негативная роль кредита. Уделяется внимание формам долгосрочного межгосударственного кредитования (консорциальные и синдицированные кредиты, проектное финансирование). Даны характеристики международному лизингу, международному факторингу, форфейтингу.

В главе 8 дается характеристика международных финансовых организаций. Раскрываются механизмы кредитования Международного валютного фонда и деятельность Группы Всемирного банка.

Главным критерием отбора материала для подготовки пособия «Международные валютные и кредитные отношения» является актуальность представленных тем, которые сформулированы по главам и их практическая значимость для подготовки бакалавров, магистрантов, аспирантов изучающих основы современных международных валютных и кредитных отношений.

# 1. МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА И ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ЕЕ ФОРМИРОВАНИЯ

## 1.1. Эволюция мировой валютной системы

Международные валютные и кредитные отношения — одна из самых сложных сфер экономики. Валютные отношения возникли в результате развития международной торговли, которая порождает необходимость в обмене национальными валютами.

Международные валютные отношения постепенно приобрели определенные формы организации на основе интернационализации хозяйственных связей. *Международные валютные отношения — совокупность общественных отношений, складывающихся при функционировании валюты в мировом хозяйстве и обслуживающих взаимный обмен результатами деятельности национальных хозяйств.*

Международные валютные отношения опосредствуют международные экономические отношения, которые относятся как к сфере материального производства, т.е. к первичным производственным отношениям, так и к сфере распределения, обмена, потребления. Существует прямая и обратная связь между валютными отношениями и воспроизводством. Неустойчивость международных валютных отношений, валютные кризисы оказывают отрицательное влияние на процесс воспроизводства.

*Валютная система* — форма организации и регулирования валютных отношений, закреплённая национальным законодательством или межгосударственными соглашениями. Различаются национальная, мировая, международная (региональная) валютные системы.

Исторически вначале возникли национальные валютные системы, закреплённые национальным законодательством с учетом норм международного права. Национальная валютная система неразрывно связана с мировой валютной системой — формой организации международных валютных отношений, закреплённой межгосударственными соглашениями.

*Мировая валютная система* (МВС) — это совокупность и форма организации валютно-экономических отношений, обусловленных мирохозяйственными связями, усилением взаимозависимости национальных экономик. С точки зрения права, мировую (международную) валютную систему можно определить как совокупность международных правовых норм, регулирующих движение валют и валютные курсы<sup>1</sup>.

Характер функционирования и стабильность мировой валютной системы зависит от степени соответствия ее принципов структуре мирового хозяйства, расстановке сил и интересам ведущих стран. При изменении данных условий возникает периодический кризис мировой валютной системы, который завершается ее крушением и созданием новой валютной системы. Мировая валютная система включает также совокупность институтов, которые обеспечивают нормальное функционирование валютных отношений такие как: Международный

---

<sup>1</sup> Пелле Алэн. Эволюция международной валютной системы//Внешнеэкономический бюллетень. 2000. № 6. С. 8.

валютный фонд (МВФ), Международный банк реконструкции и развития (МБРР), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и др.

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

*Международная валютно-финансовая система* (international monetary system) — закрепленная в международных соглашениях форма организации валютно-финансовых отношений, функционирующих самостоятельно или обслуживающих международное движение товаров и факторов производства. Валютно-финансовая система является необходимым звеном, позволяющим развиваться международной торговле товарами, финансовыми инструментами и движению факторов производства. Она состоит из двух групп элементов.

*Валютными элементами системы* являются национальные валюты, условия их взаимной конвертируемости и обращения, валютный паритет, валютный курс и национальные и международные механизмы и его регулирования.

*Финансовыми элементами системы* являются международные финансовые рынки и механизмы торговли конкретными финансовыми инструментами — валютой, ценными бумагами, кредитами. Самостоятельным элементом международной финансовой системы выступают международные расчеты, обслуживающие движение как товаров и факторов производства, так и финансовых инструментов.

Поскольку валютные элементы валютно-финансовой системы порождают целый комплекс проблем, не связанных непосредственно с финансированием, валютную систему обычно рассматривают отдельно.

Взаимная связь национальных и мировой валютных систем не означает их тождества, поскольку различны их задачи, условия функционирования и регулирования, влияние на экономику отдельных стран и мировое хозяйство. Связь и различие национальных и мировой валютных систем проявляются в их элементах.

*Элементы национальной валютной системы:*<sup>2</sup>

1. Национальная валюта.
2. Условия конвертируемости национальной валюты.
3. Паритет национальной валюты.
4. Режим курса национальной валюты.
5. Наличие или отсутствие валютных ограничений, валютный контроль.
6. Национальное регулирование международной валютной ликвидности страны.
7. Регламентация использования международных кредитных средств обращения.

---

<sup>2</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учеб. для вузов / под ред. Л.Н. Красвиной. 3-е изд., М.: Финансы и статистика. 2008. С. 28.

8. Регламентация международных расчетов страны.
9. Режим национального валютного рынка и рынка золота.
10. Национальные органы, управляющие и регулирующие валютные отношения страны.

*Элементы Мировой валютной системы:*

1. Функциональные формы мировых денег.
2. Условия взаимной конвертируемости.
3. Унифицированный режим валютных паритетов.
4. Регламентация режимов валютных курсов.
5. Межгосударственное регулирование валютных ограничений.
6. Межгосударственное регулирование международной валютной ликвидности.
7. Унификация правил использования международных кредитных средств обращения.
8. Унификация основных форм международных расчетов.
9. Режим мировых валютных рынков и рынков золота.
10. Международные организации, осуществляющие межгосударственное валютное регулирование.

Таким образом, общими составными элементами национальной и мировой валютной системы являются:

- определенный набор международных платежных средств (национальная, иностранная и коллективная международная валюта);
- режим обмена валют, включая валютные курсы и валютные паритеты, условия конвертируемости;
- механизм обеспечения валютно-платежными средствами международного оборота;
- регулирование валютной ликвидности;
- регламентация и унификация форм международных расчетов;
- режим рынков валюты и золота;
- сеть банковских учреждений, осуществляющих международные кредитные операции, связанные с международной экономической деятельностью.
- наличие организаций, осуществляющих валютное регулирование.

Категория «валюта» обеспечивает связь и взаимодействие национального и мирового хозяйства. В таблице 1.1 представлены виды валют в мировой экономике.

Таблица 1.1

Виды валют

Критерий классификации	Виды валют
1. Степень конвертируемости валюты	Свободно конвертируемая Частично конвертируемая Неконвертируемая (замкнутая) Блокированная
2. Степень использования в мировом обороте	Международная Ключевая Резервная Ведущая (доминирующая)

Критерий классификации	Виды валют
3. Степень стабильности валюты	Твердая «Мягкая»
4. Сфера применения	Валюта: цены платежа векселя, чека ценных бумаг клиринга интервенции и т.д.

Источник: Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учеб. для вузов / Под ред. Л.Н. Красавиной. 3-е изд., М.: Финансы и статистика. 2008. С. 69.

Становление мировой валютной системы было обусловлено развитием международных экономических отношений и торговли. При экспорте и импорте разнообразных товаров и услуг становилось необходимым определять валютный курс, т.е. курс национальных денежных единиц друг к другу. Подобная необходимость запустила процесс формирования мировой валютной системы. В условиях, когда национальные денежные единицы имели золотое содержание, в международной практике установился золотомонетный стандарт.

#### *Парижская валютная система*

Система «Золотого стандарта» возникла с началом ухода биметаллической системы (золото и серебро), и прекратила свое существование в начале первой мировой войны. Эра золотого стандарта иногда ассоциируется с быстрой индустриализацией и экономическим процветанием.

Начало золотого стандарта было положено Банком Англии в 1821 г. Юридически эта система была оформлена межгосударственным соглашением на Парижской конференции в 1867 г., которое признало золото единственной формой мировых денег. По месту оформления соглашения эта система называется также как *Парижская валютная система*.

В Великобритании, например, чистое содержание золота 1 фунта стерлингов с 1821 г. составляло 7,322 г золота.

Золотой стандарт базировался на следующих структурных принципах:

1. Его основой являлся золотомонетный стандарт.
2. Каждая валюта имела золотое содержание. Курс национальных валют жестко привязывался к золоту и через золотое содержание валюты соотносился друг с другом по твердому валютному курсу. В соответствии с золотым содержанием валют устанавливались их золотые паритеты. Валюты свободно конвертировались в золото. Золото использовалось как общепринятые мировые деньги.

3. Сложился режим свободно плавающих курсов валют с учетом рыночного спроса и предложения, но в пределах «золотых точек» (так называют максимальные пределы отклонения курса валют от установленного золотого паритета, которые определяются расходами на транспортировку золота за границу).

Для нормального функционирования валютной системы, основанной на золотомонетном стандарте, было необходимо наличие золотых запасов у каждой из стран, входящих в систему, а также достаточное количество золотых денег в обращении. Изначальная ограниченность общемировых запасов золота предопределила неизбежность кризиса и последующей смены данной валютной системы.

Разновидностями золотого стандарта являются:

1. *Золотомонетный стандарт*, при котором банками осуществлялась свободная чеканка золотых монет (он действовал до начала XX в 1913–1922 гг.).

2. *Золотослитковый стандарт*, при котором золото применялось лишь в международных расчетах (начало XX в — начало Первой мировой войны).

3. *Золотовалютный (золотодевизный) стандарт*, при котором наряду с золотом в расчетах использовались и валюты стран, входящих в систему золотого стандарта. Он известен еще как *Генуэзский* (1922 г. — начало второй мировой войны).

Золотомонетный стандарт был относительно эффективен до первой мировой войны, когда действовал рыночный механизм выравнивания валютного курса и платежного баланса.

В период первой мировой войны, и особенно во времена Великой депрессии (1929–1934 гг.), система золотого стандарта переживала кризисы. Золотомонетный и золотослитковый стандарты изжили себя, так как перестали соответствовать масштабам возросших хозяйственных связей. Из-за высокой инфляции в большинстве стран Европы их валюты стали неконвертируемыми. США превратились в нового финансового лидера, а золотой стандарт видоизменялся.

Преимущества и недостатки золотого стандарта.

*Преимущества:*

1. Обеспечение стабильности как во внутренней, так и во внешней экономической политике, что объясняется следующим: транснациональные потоки золота стабилизировали обменные валютные курсы и создали тем самым благоприятные условия для роста и развития международной торговли. Золото как драгоценный металл можно легко хранить и транспортировать. Кроме того, в отличие от других металлов, золото — это достаточно редкий металл, количество которого не так-то легко увеличить. Поэтому ни банки, ни правительство не могли по своему желанию увеличивать масштабы денежного обращения и тем самым вызывать инфляцию. Как следствие, до первой мировой войны инфляция во всех ведущих странах была низкой, резких колебаний курса не наблюдалось. Этому способствовало и то обстоятельство, что в те годы деньги, ресурсы и рабочая сила могли без существенных ограничений свободно перемещаться из страны в страну.

2. Стабильность курсов валют, что обеспечивает достоверность прогнозов денежных потоков компании, планирование расходов и прибыли.

*Недостатки:*

1) установленная зависимость денежной массы от добычи и производства золота (открытие новых месторождений и увеличение его добычи приводило к транснациональной инфляции);

2) невозможность проводить независимую денежно-кредитную политику, направленную на решение внутренних проблем страны.

Для нормального функционирования валютной системы, основанной на золотомонетном стандарте, было необходимо наличие золотых запасов у каждой из стран, входящих в систему, а также достаточное количество золотых денег в обращении. Изначальная ограниченность общемировых запасов золота предопределила неизбежность кризиса и последующей смены данной валютной системы. Основная часть международных расчетов осуществлялась при этом с помощью тратт (переводных векселей), выписанных в какой-либо национальной валюте. В качестве такой валюты использовался главным образом английский фунт стерлингов, золото же использовалось для оплаты пассивного сальдо международных расчетов страны. Страны с дефицитным платежным балансом вынуждены были проводить дефляционную политику, ограничивать денежную массу в обращении, чтобы препятствовать отливу золота из страны. Исключением составляла Великобритания, поскольку ее валюта де-факто была резервной.

Тенденция сокращения золота в денежной массе действовала постоянно, снижая общую устойчивость системы.

До тех пор, пока содержание золота в национальных валютах не менялось (до 1914 г.), валютные курсы тоже соответственно не менялись. «Золотой стандарт» был системой твердых валютных курсов.

Постепенно золотомонетный стандарт не соответствовал ни масштабам усилившихся хозяйственных связей, ни условиям, необходимым для дальнейшего развития экономики.

Наступление кризиса ускорила первая мировая война. С началом войны центральные банки государств-участников системы прекратили обмен банкнот на золото и увеличили их эмиссию для покрытия военных расходов, что спровоцировало сильную инфляцию и хаос валютных отношений.

Выход был найден после окончания войны в установлении *золото-девизного стандарта*, основанного на золоте и ведущих валютах, конвертируемых в золото. Девизами стали называть средства в иностранной валюте, предназначенные для международных расчетов. Новое устройство мировой валютной системы было юридически закреплено межгосударственным соглашением на Генуэзской международной экономической конференции в 1922 г.

#### *Генуэзская валютная система*

В основу Генуэзской валютной системы легли следующие принципы:

1. Ее основой были золото и девизы — иностранные валюты. Национальные деньги стали использоваться в качестве международных платежно-резервных средств, что снимало ограничения, связанные с применением золотомонетного стандарта, но при этом ставило мировую валютную систему в зависимость от состояния ведущих национальных экономик. Однако в период между двумя мировыми войнами, статус резервной не был официально закреплен ни за одной из валют.

2. Сохранились золотые паритеты. Конверсия валют в золото могла осуществляться или непосредственно (валюты США, Франции, Великобритании) или косвенно, через иностранные валюты.

3. Был восстановлен режим свободно плавающих валютных курсов.

4. Валютное регулирование стало новым элементом мировой финансовой системы и осуществлялось в форме активной валютной политики, международных конференций и совещаний. Попытки регулировать валютные отношения, в первую очередь валютные курсы, фактически означали признание неэффективности теории рыночного равновесия в сфере внешнеэкономических связей и международных расчетов.

Новая валютная система принесла относительную валютную стабильность в сферу мировых торгово-финансовых отношений, но одновременно создала предпосылки для продолжительных валютных войн и многочисленных девальваций. Перемещение основного мирового валютно-финансового центра из Западной Европы в США также должно было найти свое отражение в устройстве мировой валютной системы. США стремились к утверждению гегемонии доллара в международных расчетах, что привело к острому *соперничеству между долларом и фунтом стерлингов*.

Значение Лондона как ведущего валютного рынка резко упало, а ведущим площадками стали Нью-Йорк и Париж.

Под влиянием закона неравномерности развития в итоге первой мировой войны валютно-финансовый центр переместился из западной Европы в США. Это было обусловлено рядом причин:

– значительно возрос валютно-экономический потенциал США. Нью-Йорк превратился в мировой финансовый центр, увеличился экспорт капитала. США стали ведущим торговым центром большинства стран;

– США превратились из должника в кредитора. Задолженность США в 1913 г. достигла 7 млрд долл., а требования — 2 млрд долл. к 1926 г., внешний долг США уменьшился более чем вдвое, а требования к другим странам возросли в 6 раз (до 12 млрд);

– произошло перераспределение официальных золотых резервов. В 1914–1921 гг. чистый приток золота в США (в основном из Европы) составил 2,3 млрд долл. В 1924 г. 46 % золотых запасов капиталистических стран оказались сосредоточенными в США (в 1914 г. — 23 %);

– США были почти единственной страной, сохранившей золотомонетный стандарт, и курс доллара к иностранным валютам повысился на 10–90 %.

Валютная стабилизация была нарушена мировым кризисом в 30-х гг. Главные особенности мирового валютного кризиса 1929–1936 гг.:

– *циклический характер*: валютный кризис переплелся с мировым экономическим и денежно-кредитным кризисом;

– *структурный характер*: принципы мировой валютной системы — золото-девизного стандарта — потерпели крушение;

– *большая продолжительность*: с 1929 до осени 1936 г.;

– *исключительная глубина и острота*: курс ряда валют снизился на 50–84 %.



Погоня за золотом сопровождалась перераспределением официальных золотых резервов. Международный кредит, особенно долгосрочный, был парализован в результате массового банкротства иностранных должников, включая 25 государств (Германия, Австрия, Турция и др.), которые прекратили внешние платежи.

Образовалась масса «горячих денег» — денежных капиталов, стихийно перемещающихся из одной страны в другую в поисках получения спекулятивной сверхприбыли и надежного убежища. Внезапность их притока и оттока усилила нестабильность платежных балансов, колебаний валютных курсов и кризисных потрясений экономики.

Валютные противоречия переросли в валютную войну, проводимую посредством валютной интервенции, валютных стабилизационных фондов, валютного демпинга, валютных ограничений и валютных блоков;

- *крайняя неравномерность развития*: поражал то одни, то другие страны, причем в разное время и с различной силой<sup>3</sup>.

Великая депрессия 1929–1933 гг. ударила по одной из основных валют — доллару США, что привело к хаотическому перемещению капиталов и поражению валютными кризисами то одних, то других стран, вызывая девальвации, увеличение дефицита государственных бюджетов, отлив золота.

В результате ГENUЭСкая валютная система утратила эластичность и стабильность. Был прекращен обмен банкнот на золото во внутреннем обороте всех стран, и сохранилась только внешняя конвертируемость валют в золото по соглашению центральных банков США, Великобритании и Франции.

Еще одним потрясением для мировой валютной системы стал экономический кризис 1937 г., вызвавший новую волну обесценения валют. К началу второй мировой войны не осталось ни одной устойчивой валюты.

Этот период отличается, прежде всего, сильным вмешательством государства в экономику. В это же время были установлены таможенные барьеры, и свободное взаимодействие спроса и предложения капитала на мировом рынке стало ограниченным.

С отходом от системы «золотого стандарта» девизные (валютные) банки получили возможность расширить обращение бумажных денег. После первой мировой войны это сразу же привело к бурному росту инфляционных процессов. В свою очередь, инфляция способствовала искажению всех данных, необходимых для проведения расчетов в денежном хозяйстве.

В 1925 г. Английский банк ввел «золотой стандарт» причем по прежнему курсу, резко увеличив количество фунтов стерлингов. Американские и французские банки, начиная с 1931 г., эту систему уже не применяли. При этом США, добиваясь активного платежного баланса, предоставили своим зарубежным партнерам долгосрочные кредиты и тем самым сумели спасти свое положение в период Великой депрессии. Франция же настаивала на своем праве об-

---

<sup>3</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учеб. для вузов / Под ред. Л.Н. Красавиной. 3-е изд., М.: Финансы и статистика. 2008. С. 63.

менять активы в фунтах на золото. В результате, Великобритания стала неплатежеспособной и летом 1931 г. отменила обязательство обмена бумажных банкнот на золото.

Уже к началу 30-х гг. связь национальных валют с золотом перестала существовать практически во всех странах. Последними отменили связь валюты с золотом США — в 1933 г. В 1934 г. США вернулась к золотому стандарту, но с более низким паритетом. Курс доллара составлял уже лишь 54 % прежнего курса. В последующие годы до второй мировой войны многие страны девальвировали свои национальные валюты. Наступила пора многочисленных девальваций и введения торговых ограничений. Мировая торговля резко сократилась.

Вторая мировая война на время ослабила интерес к проблемам валютной системы, однако когда уже стало очевидным поражение Германии и ее союзников, страны вновь вернулись к проблемам валютной системы. Страны уже осознали, что, необходимо стремиться к созданию мировой валютной системы, которая бы и нормализовала осуществление денежно-кредитных отношений.

В период войны валютные ограничения ввели как воюющие, так и нейтральные страны. Вновь возросла роль золота как мирового резервного и платежного средства, и военные или стратегические товары можно было приобрести только за золото. Соответственно, валютный курс утратил активную роль в экономических отношениях. Война еще больше углубила кризис Гэнуэзской валютной системы, разработка же проекта новой валютной системы началась уже в годы войны английскими и американскими специалистами, так как государства опасались повторения валютных кризисов 30-х гг.

Эксперты, работавшие над проектом, стремились разработать принципы валютной системы, способной обеспечить экономический рост и ограничить негативные социально-экономические последствия кризисов. В результате были подготовлены проект Г.Д. Уайта (США) и проект Дж.М. Кейнса (Великобритания), для которых были характерны следующие общие принципы:

1. Свободная торговля и движение капитала.
2. Уравновешенные платежные балансы, стабильные валютные курсы.
3. Золото-девизный стандарт.
4. Создание международной организации для наблюдения за функционированием мировой валютной системы, для взаимного сотрудничества и покрытия дефицита платежного баланса.

За основу впоследствии был взят американский вариант, и третья мировая валютная система была оформлена на валютно-финансовой конференции ООН в Бреттон-Вудсе в 1944 г.

#### *Бреттон-Вудская валютная система*

В 1944 г. в Бреттон-Вудсе (США) состоялась валютно-финансовая конференция ООН. Обсуждалась задача восстановления международной экономической системы. Основные инициативы исходили от США и Великобритании.

Тогда дискутировались четыре проблемы, остро вставшие уже в 30-х гг.: экономический изоляционизм, депрессия, национализм и нестабильность. Необходимо было создать институциональный механизм, устранить валютный

хаос, протекционизм, торговые ограничения, валютный контроль и дискриминацию во внешней торговле, восстановить систему кредитования. Признавалось, что установление управляемых взаимосвязей в экономике предполагает некоторый отказ от национального суверенитета в обмен на участие в наднациональных органах власти.

Вопросы, требовавшие решения, были *финансовые*, связанные с платежным балансом, валютными курсами и международными кредитами, и *коммерческие*, включающие протекционизм, дискриминацию, а также рост торговли и занятости.

Результатом переговоров стало создание Международного валютного фонда (МВФ), отвечающего за состояние валютных курсов, ликвидности и краткосрочные финансовые аспекты платежных балансов, и Международного банка реконструкции и развития (МБРР), занимающегося долгосрочным кредитованием и политикой развития.

Другая часть плана, касающаяся торговых отношений, была в своем институциональном воплощении менее удачной. Она запуталась в сложных переговорах, неудачных компромиссах и, наконец, встретила препятствие в лице Конгресса США. В результате устав международной торговой организации, подписанный в Гаване в марте 1948 г., подвергся критике в Великобритании, стремившейся к тому, чтобы правила торговли были увязаны с проблемами полной занятости, а в США — из-за наличия пункта о возможности отказа от ответственности, необеспеченности защиты инвесторов и отсутствия запрета дискриминации и валютного контроля. Устав обвиняли в том, что только США и Швейцария могли бы соответствовать его положениям. Менее противоречивые положения Гаванского соглашения об условиях торговли (отвергнутые Конгрессом США в 1950 г.) были включены в Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ).

Соглашение о создании МВФ не создало новую международную валютную систему, но сделало почти невозможным функционирование существовавшей в тот момент системы. Согласно его статьям от стран требовалось не допускать отклонения курсов валют более чем на 1 % от номинальной стоимости. Это положение должно было вызвать кардинальные изменения процедур, принятых в США, которые, как правило, не осуществляли интервенций на международном валютном рынке. При системе, сложившейся после девальвации французского франка в 1936 г. и заключенного в том же году трехстороннего (между США, Францией и Великобританией) соглашения о валютном сотрудничестве, США покупали и продавали золото по ценам, близким к его закрепленному паритету. Большинство других стран фиксировали курс по отношению к доллару непосредственно или косвенно (через фунт стерлингов или другую резервную валюту). Новый порядок установления курсов вынудил бы США поддерживать иностранные валюты на Нью-Йоркской бирже либо ее закрыть.

Чтобы устранить это обязательство, США добились включения в соглашение важного подпункта, который позволял участникам *фиксировать цену золота вместо соблюдения обязательств по валютному курсу*. Когда США извещали фонд об операциях по свободной покупке или продаже золота (осу-

ществляемых с руководящими денежно-кредитными учреждениями других стран для официальных целей), они освобождались от своих обязательств в отношении валютных курсов. Этот подпункт создал правовую основу, придавшую послевоенной международной валютной системе асимметрию. Она заключалась в долларом стандарте, привязанном к золоту.

Принятый на конференции устав МВФ определил следующие принципы Бреттон-Вудской валютной системы:

1. Был введен золото-девизный стандарт, основанный на золоте и двух резервных валютах — долларе США и фунте стерлингов.

2. Бреттон-Вудское соглашение предусматривало три формы использования золота:

а) были сохранены золотые паритеты валют и введена их фиксация в МВФ;

б) золото продолжало использоваться как международное платежное и резервное средство;

в) США приравнивали доллар к золоту, чтобы закрепить за ним статус главной резервной валюты; казначейство США продолжало разменивать доллар на золото иностранным центральным банкам по официальной цене, исходя из золотого содержания доллара (35 долл. за 1 тройскую унцию, равную 31,1035 г).

3. Установлен режим фиксированных валютных паритетов и курсов: курс валют мог отклоняться от паритета в узких пределах (1 % по Уставу МВФ и 0,75 % по Европейскому валютному соглашению).

4. Были созданы международные валютно-кредитные организации — Международный валютный фонд и Международный банк реконструкции и развития.

Под давлением США в рамках Бреттон-Вудской системы утвердился долларовый стандарт — мировая валютная система, основанный на господстве доллара. Доллар — единственная валюта, конвертируемая в золото, стал базой валютных паритетов, преобладающим средством международных расчетов, валютной интервенции и резервных активов<sup>4</sup>.

Таким образом, *национальная валюта США стала одновременно мировыми деньгами, и поэтому Бреттон-Вудская валютная система часто называется системой золотодолларового стандарта.*

Однако доллар постепенно утрачивал монопольное положение в валютных отношениях. Сформировались три мировых валютных центра — США, ЕС и Япония.

В конце 60-х гг. наступил кризис Бреттон-Вудской валютной системы, сущность которого заключалась в противоречии между интернациональным и глобальным характером международных экономических отношений и использованием для их осуществления национальных валют, подверженных обесцениванию (преимущественно доллара).

---

<sup>4</sup> Темниченко М.Ю. История становления и развития мировой валютной системы // Менеджмент в России за рубежом. 2000. № 5. URL: <http://www.mevriz.ru/articles/2000/5/912.html>

Развитие кризиса Бреттон-Вудской валютной системы можно разделить на следующие ключевые этапы: цена на золото на частных рынках устанавливается свободно в соответствии со спросом и предложением; временно запрещена конверсия доллара в золото для центральных банков; курсы валют не фиксированы и изменяются под воздействием спроса и предложения.

Таким образом, система твердых обменных курсов прекратила свое существование. После продолжительного переходного периода, в течение которого страны могли испробовать различные модели валютной системы, начала образовываться новая МВС, для которой было характерно значительное колебание обменных курсов.

Суть Бреттон-Вудской системы состояла в установлении стабильных, подвергающихся незначительным изменениям валютных курсов. Тем, что США долгое время покупали и продавали золото, т.е. создавали или уничтожали доллары, удалось стабилизировать цену золота на уровне 35 долл. за тройскую унцию и практически покончить с инфляцией, что было одним из главных положительных моментов в результатах деятельности Бреттон-Вудской системы. Однако существование Бреттон-Вудской системы было возможно лишь при высоком уровне доверия к доллару.

Надо заметить, что данный механизм не имел резкого отличия от прежнего «золотого стандарта», однако в нем уже имелось два основных вида резервов: золото и доллары. Другим положительным итогом функционирования Бреттон-Вудской системы было то, что при ней мировая экономика и торговля развивались бурными темпами. Это были годы «экономического чуда», когда колоссальные разрушения, причиненные войной, были ликвидированы, энергоносители существенно подешевели, произошла либерализация внешней торговли. Высокие темпы роста общественного продукта, производительности труда и мировой торговли фактически привели к победе над таким социально опасным явлением как безработица.

Однако в то же время с течением времени стало очевидно, что Бреттон-Вудская валютная система помимо всех ее достоинств, таила в себе и определенные недостатки. Доллар стал ярко выраженной лидирующей валютой. Это имело для США то преимущество, что экономическую политику не надо было привязывать к динамике курса доллара, т.е. можно было проводить ее независимо. Кроме того, *США извлекали выгоду и из того, что остальной мир финансировал, по сути, большую часть их государственного бюджета.* Поэтому американцам не нужно было жестко экономить, чтобы пользоваться преимуществами высокого уровня жизни.

На конец 1950 г. США имели 652 млн унций золота, а семь ведущих стран Европы (шесть стран, подписавших Римский договор, и Швейцария) — 95 млн унций. К 1971 г. американский запас сократился до 291,6 млн, а европейский увеличился до 481,7 млн унций. Основная часть этого гигантского перелива золота произошла в конце 50-х и начале 60-х гг.

Из анализа системы ясно, что золотовалютный стандарт имеет кризисный потенциал. Это связано с тем, что политика США определяется состоянием их резервов, а Европа стремится контролировать мировой уровень инфляции, ока-

зывая давление на структуру американского платежного баланса. В 60-х гг. позиции США и Европы в отношении мировой валютной системы находились в состоянии конфронтации, которую премьер-министр Великобритании Г. Вильсон назвал «валютной войной».

Риск состоял в том, что параметры системы могли достичь предельных значений, определяемых резервами и ценой золота, и вызвать кризис конвертируемости. Более высокая цена на золото — компенсирующая инфляцию военного и послевоенного периода — дала бы больше простора для маневра параметрами системы. Но в 60-е гг. повышение цены золота было исключено главным образом по политическим соображениям.

Проблемы валютной системы обострились в конце 60-х гг. в результате войны во Вьетнаме, которая в сочетании с войной с бедностью придала американской финансовой политике слишком большой расширительный (по отношению к денежной массе) импульс — с точки зрения не только Европы, но и самих США. Система фиксированных валютных курсов приводила к соответствующему высокому уровню инфляции в Европе, альтернативой чему были накопление резервов и массовые спекуляции. Особенно сильной критике система подвергалась в Германии за «импорт инфляции» в страны с активным сальдо платежного баланса.

Какое-то время удерживать систему в рабочем состоянии помогли паллиативы, в частности специальные права заимствования (SDR или СДР) — своего рода бумажное золото. Многие надеялись, что эти инструменты позволят создать более прочную основу для равновесия. С их помощью создан механизм сокращения дополнительного спроса на золото за счет экономии на нем. В 1965 г. США отменили требование 25%-ного золотого обеспечения по депозитам банков — членов Федеральной резервной системы (ФРС), а в 1968 г. по банкнотам ФРС. Таким образом, они упразднили внутреннее золотое обеспечение и высвободили оставшийся золотой запас для внешней конвертируемости.

Отказ от золотого обеспечения предоставил США возможность в большей мере ориентировать свою кредитно-денежную политику на увеличение денежной массы и, как оказалось впоследствии, ослабил давление на США по поддержанию стабильности цен. Темпы инфляции в США, составлявшие до 1965 г. в среднем менее 2 %, выросли в 1968 г. до 4,4, в 1969 г. — 5,4 и в 1970 г. — 5,9 %.

Европу перестали беспокоить низкий уровень американского золотого запаса и опасения, что в ответ на конверсию европейских валют в золото США изменят систему, ограничив обмен валют. При старом механизме Европа, столкнувшись с ростом инфляции в США, должна была накинуться на их золотой запас. Но одна лишь угроза этого в конце 60-х гг. опрокинула бы систему. Она превратилась в олигополию, в рамках которой страны не могли действовать, руководствуясь собственным краткосрочным интересом без учета реакции своих партнеров. Другим фактором послужило убеждение, что, если продлить существование системы еще на несколько лет, выпуск обеспеченных золотом специальных прав заимствования (СДР) защитит ее от разрушения.

В августе 1971 г. на *запрос о конверсии долларов в золото* со стороны Великобритании и других стран последовал отказ США. Золотое окошко было объявлено закрытым, и *доллар официально стал неконвертируемым*. Это поставило другие страны перед проблемой: продолжать фиксацию валютных курсов по отношению к неконвертируемому доллару, вводить общий плавающий курс к доллару или устанавливать независимые курсы валют к доллару и друг к другу<sup>5</sup>.

Когда западноевропейские девизные банки покупали доллары, чтобы поддержать курс своей валюты, то они, как правило, *вкладывали эти деньги в американские казначейские бумаги*. С 1969 г. положительный баланс американского бюджета стал превращаться в свою противоположность. *Возник громадный дефицит бюджета*, причем долг страны постоянно увеличивался. Когда в 1970 г. в США возникла угроза экономического застоя, то эта страна была просто вынуждена снизить процентную ставку на казначейские ценные бумаги, с 8% в январе 1970 г. до 3,3 % в марте 1971 г. При этом долг США другим странам возрос практически в два раза, достигнув величины 92 млрд долл., стал отрицательным и торговый баланс.

Европейские страны со своей стороны пытались тормозить инфляционные процессы принятием ограничительных мер, которые в свою очередь оказывали негативное воздействие на темпы экономического роста. Одновременно с ухудшением американского платежного баланса сальдо платежных балансов других стран существенно улучшилось. Возрастали и резервы центральных банков стран, особенно европейских.

В связи с тем, что производительность промышленности США в эти годы оказалась ниже, чем производительность европейской и японской промышленности, конкурентоспособность американских товаров на мировом рынке упала. Переоценка доллара стала очевидной. В результате, в мае 1971 г. было принято решение допустить свободное колебание курса западногерманской марки и голландского гульдена. Сохранять же систему твердых курсов оказалось уже невозможным.

В результате *15 августа 1971 г. США отказались от конвертирования долларов в золото*, а в декабре того же года объявили и о готовности девальвировать доллары при условии, что Япония и крупные страны Западной Европы также девальвируют свои национальные валюты.

На валютной конференции 1971 г. в рамках Смитсоновского соглашения США обязались повысить официальную цену на золото с 35 до 38 долларов за унцию, что было равносильно девальвации на 7,9 %. В свою очередь, Япония и европейские страны провели девальвацию своих валют на 7,66 %. В то же время были расширены до  $\pm 2,5$  % границы допустимого отклонения («плавания») валют относительно друг друга.

Таким образом, преимущество долларового стандарта состоит в его свободе от дестабилизирующих факторов золотовалютного стандарта, а его недо-

---

<sup>5</sup> Манделл Р. А. Эволюция международной валютной системы // Проблемы теории и практики управления. 2000. № 1. С. 47.

статок — в наличии в системе доминирующего влияния и отсутствии механизма ответственности, подобного условию конвертируемости.

Напротив, золотовалютный стандарт имел тот недостаток, что его стабильность зависела от точности и своевременности политики центрального банка, а достоинство состояло в том, что он делал страну резервной валюты ответственной за свою политику с помощью дисциплинирующего требования конвертируемости.

Правила игры требовали, чтобы *Европа поддерживала равновесие платежного баланса, а США — стабильность цен*. Но эти две цели не были независимы друг от друга. США придерживались экспансионистской для других стран кредитно-денежной политики. Обусловленное этим усугубление проблемы активных сальдо их платежных балансов вело к дополнительному *импорту инфляции в Европу*, которую многие пытались устранить с помощью политики стерилизации.

Однако такая политика не могла действовать в течение длительного времени. *Активное сальдо, которое автоматически ведет к увеличению денежной массы*, может быть временно компенсировано центральным банком путем продажи ценных бумаг или изменения резервных требований к банкам. Но такие действия вызывают тенденцию *к росту процентных ставок и ухудшают ситуацию с притоком капиталов*. При быстром наращивании резервов усиливается биржевая игра на повышение, центральному банку приходится отказаться от поддержки валютного курса. Именно так было при кризисе марки в мае 1971 г., когда Бундесбанк был вынужден скупать доллары со скоростью более 150 млн долл. в час. Подобное же явление произошло в начале 1973 г.

В феврале 1973 г. министр финансов США Джордж Шульц нашел решение в *девальвации доллара*. Его официальная цена была повышена до 42,22 долл. за унцию. Кроме того, изменены некоторые валютные курсы. Поскольку кредитно-денежная политика не изменилась в направлении ограничения денежной массы, девальвация лишь возбудила аппетиты биржевых спекулянтов. *Потоки спекулятивного капитала вызвали масштабный рост долларовых авуаров в остальном мире*. Так, в Японии валютные резервы (главным образом долларовые) взлетели с 2,6 млрд долл. на конец 1969 г. до 15,2 млрд долл. на конец 1972 г.; в Германии — соответственно с 2,7 млрд до 15,8 млрд долл. К весне 1973 г. система долларového стандарта пребывала в муках серьезного кризиса<sup>6</sup>.

Прошедшие при этом ревальвации ряда валют означали прекращение существования системы Бреттон-Вудса с ее фиксированными паритетами.

С начала 1973 г. мировая валютная система характеризовалась постоянным движением обменных курсов различных валют. Промышленно развитые страны, контролирующие примерно 3/4 мировой торговли, используют систему «плавающих» валютных курсов. Большинство развивающихся стран сохранили фиксированные курсы относительно доллара или другой ведущей валюты, дру-

---

<sup>6</sup> Манделл Р.А. Эволюция международной валютной системы // Проблемы теории и практики управления. 2000. № 2. С. 18.



гие — привязали свои валюты к СДР или по отношению к «корзине» наиболее стабильных валют.

Усилия по проведению реформы мировой валютной системы были направлены первоначально на компромиссное достижение «стабильных, но регулируемых по ценности» курсов.

*Энергетический кризис 1973 г. (цены на нефть возросли в 4 раза) привел к всплеску инфляции и такому дисбалансу платежей, что даже в промышленно развитых странах возврат к фиксированным паритетам был невозможен. С 1973 г. золото продается и покупается по ценам, складывающихся на специальных товарных биржах золота, а цена на золото перестала оказывать непосредственное влияние на мировую валютную систему.*

Фактически доллар стал играть роль, которую играло золото в валютной системе, основанной на золотомонетном стандарте. США впоследствии использовали статус доллара как резервной валюты для покрытия национальной валютой дефицита своего платежного баланса. *Экономическое превосходство США и слабость их конкурентов, выразившаяся в дефиците платежных балансов, особенно с США, и недостатке золотовалютных резервов, вызвали всеобщий спрос на доллары и породили «долларовый голод», что привело к усилению валютных ограничений в большинстве стран.*

Официальные валютные курсы носили в это время искусственный характер. Неустойчивость экономики, кризисы платежных балансов и усиление инфляции привели к снижению курсов валют к доллару в результате многочисленных девальваций. В то же время низкие курсы национальных валют Западной Европы и Японии были необходимы для поощрения экспорта и восстановления разрушенной войной экономики.

Таким образом, Бреттон-Вудская валютная система в течение четверти века способствовала росту мировой торговли и производства. Одновременно накапливались противоречия, ставшие причиной ее кризиса и разрушения. Доллар постепенно утрачивал монопольное положение в валютных отношениях, а марка ФРГ, швейцарский франк и японская иена стали широко использоваться в качестве международного платежного и резервного средства. Исчезла экономическая и валютная зависимость Западной Европы от США, характерная для послевоенных лет. Сформировались три мировых валютных центра — США, ЕС и Япония. Поскольку США используют доллар для покрытия дефицита платежного баланса, одновременно произошло огромное увеличение краткосрочной внешней задолженности США в виде долларовых накоплений иностранных банков — «долларовый голод» сменился «долларовым пресыщением». Избыток долларов в виде лавины «горячих» денег периодически обрушивался то на одну, то на другую страну, вызывая валютные потрясения и бегство от доллара.

В конце 60-х гг. наступил кризис Бреттон-Вудской валютной системы, сущность которого заключалась в противоречии между интернациональным и глобальным характером международных экономических отношений и использованием для их осуществления национальных валют, подверженных обесцениванию (преимущественно доллара).

*Причинами валютного кризиса стали:*

1. Мировой циклический кризис, охвативший экономики различных стран с 1969 г.

2. Усиление инфляции и различия в ее темпах в разных странах оказывали влияние на динамику курсов валют и создавали условия для курсовых перекосов, отрицательно влияло на мировые цены и конкурентоспособность фирм, поощряло спекулятивные перемещения «горячих» денег.

3. Хронический дефицит платежных балансов одних стран (особенно Великобритании, США) и активное сальдо других (ФРГ, Японии) усиливали резкие колебания валют в соответствующих направлениях.

4. Валютная система, основанная преимущественно на одной национальной валюте — долларе, пришла в противоречие с интернационализацией и глобализацией мирового хозяйства.

По мере ослабления экономических позиций США увеличивалось покрытие дефицита платежного баланса данной страны национальной валютой, приводящее к росту внешнего долга. В результате краткосрочная задолженность США возросла в 8,5 раз за 1949–1971 гг., а официальные золотые резервы сократились в 2,4 раза. В итоге была подорвана устойчивость основной резервной валюты. Положение усугублялось упорным отказом США до 1971 г. девальвировать свою валюту, а режим фиксированных паритетов и курсов усугублял курсовые перекосы.

В соответствии с Бреттон-Вудским соглашением центральные банки были вынуждены осуществлять валютную интервенцию с использованием доллара даже в ущерб национальным интересам. Тем самым США переложили на другие страны заботу о поддержании курса доллара, что обострило межгосударственные противоречия.

5. Поскольку США покрывают дефицит своего платежного баланса национальной валютой, часть долларов перемещается в иностранные банки, способствуя развитию рынка евродолларов (750 млрд долл., или 80 % объема еврорынка в 1981 г.). Рынок евродолларов, первоначально поддерживавший позиции американской валюты, поглощая избыток долларов, в начале 70-х гг. стал источником «горячих» денег, которые, переливаясь из страны в страну, обостряли валютный кризис.

6. Сыграли свою дезорганизующую роль и крупные транснациональные корпорации. Обладая огромными активами в разных валютах, они активно участвовали в валютных спекуляциях, придавая им грандиозный масштаб.

Кризис Бреттон-Вудской системы достиг кульминации весной и летом 1971 г., когда в его центре оказалась главная резервная валюта. Доллар США в массовом порядке конвертировался в золото и устойчивые валюты. Бесконтрольно кочующие евродоллары наводнили валютные рынки Западной Европы и Японии, вынуждая центральные банки скупать их для поддержания курсов в установленных МВФ пределах.

Кризис доллара вызвал политические выступления против валютной политики США, особенно со стороны Франции. Меры, предпринятые для спасения Бреттон-Вудской системы, не дали желаемого результата. *Введение «золо-*

того эмбарго» и дополнительной 10%-ной импортной пошлины, фактически означали начало торговой и валютной войн. Поиски выхода из кризиса завершились заключением Вашингтонского соглашения, которое предусматривало девальвацию доллара на 7,89 %, повышение официальной цены золота на 8,57 %, ревальвацию ряда валют, расширение пределов колебаний валютных курсов до 2,25 % и установление центральных курсов вместо паритетов, отмену 10%-ной таможенной пошлины в США.

Вашингтонское соглашение временно сгладило противоречия, но не устранило причины их появления. В феврале — марте 1973 г. валютный кризис вновь обрушился на доллар. 12 февраля 1973 г. была проведена повторная его девальвация на 10 % и повышена официальная цена золота на 11,15 % — до 42,22 долл. за унцию. Массовые продажи долларов привели к закрытию ведущих валютных рынков (со 2 по 19 марта 1973 г.), после чего был осуществлен переход к плавающим валютным курсам. Шесть стран ЕС отменили внешние пределы колебаний курсов своих валют к доллару и другим валютам, создав своеобразную европейскую валютную зону в противовес доллару.

Кризис Бреттон-Вудской валютной системы породил обилие проектов валютной реформы: от создания коллективной резервной единицы, выпуска мировой валюты, обеспеченной золотом и товарами, до возврата к золотому стандарту. Поиски выхода из валютного кризиса велись долго — вначале в академических, а затем в правящих кругах и различных комитетах. В 1972–1974 гг. «комитет двадцати» МВФ подготовил проект реформы мировой валютной системы.

Соглашение стран-членов МВФ в Кингстоуне (Ямайка) в январе 1976 г. и ратифицированное в апреле 1978 г. второе изменение Устава МВФ оформили принципы четвертой мировой валютной системы.

#### *Ямайская валютная система*

Основой этой системы являются плавающие обменные курсы и многовалютный стандарт.

*Переход к гибким обменным курсам предполагал достижение трех основных целей:* выравнивание темпов инфляции в различных странах; уравнивание платежных балансов; расширение возможностей для проведения независимой внутренней денежной политики отдельными центральными банками.

Основные характеристики Ямайской валютной системы:

1. Система полицентрична, т.е. основана не на одной, а на нескольких ключевых валютах.

2. Отменен монетный паритет золота.

3. Основным средством международных расчетов стала свободно конвертируемая валюта, а также СДР и резервные позиции в МВФ.

4. Не существует пределов колебаний валютных курсов. Курс валют формируется под воздействием спроса и предложения.

5. Центральные банки стран не обязаны вмешиваться в работу валютных рынков для поддержания фиксированного паритета своей валюты. Однако они осуществляют валютные интервенции для стабилизации курсов валют.

6. Страна сама выбирает режим валютного курса, но ей запрещено выражать его через золото.

7. МВФ наблюдает за политикой стран в области валютных курсов, страны-члены МВФ должны избегать манипулирования валютными курсами, позволяющего воспрепятствовать действительной перестройке платежных балансов или получать односторонние преимущества перед другими странами-членами МВФ.

Одним из основных компонентов Ямайского соглашения стала окончательная демонетизация золота, инициатором которой выступили США, стремившиеся сохранить за долларом роль ведущей международной валюты. Договоренности относительно демонетизации золота получили юридическое оформление в соответствующих поправках к уставу МВФ. Согласно этим поправкам, во-первых, в соответствии с ямайскими поправками члены МВФ не могут использовать золото для выражения стоимостного содержания своих денежных единиц, равно как и валютных паритетов. Во-вторых, упразднена единая для всех стран официальная цена золота в долларах США. В-третьих, ликвидирован государственный и межгосударственный контроль над мировыми рынками золота.

Золото было официально лишено статуса универсального стоимостного денежного эталона и стало рассматриваться в качестве обычного рыночного товара.

На первых порах были предприняты шаги, направленные на фактическое изъятие золота из официальных резервов. *Одну шестую часть золота*, которое находилось в распоряжении МВФ (777,5 т или 25 млн тройских унций), *возвратили странам-членам в обмен на их национальные валюты по прежней официальной цене*. Такое же количество золота было *продано в течение четырех лет*, с июня 1976 г. по май 1980 г., на свободном рынке путем регулярно проводившихся открытых аукционов по рыночной цене. Золотые аукционы устраивало на протяжении периода с мая 1978 г. по ноябрь 1979 г. и правительство США; на них оно продало около 500 т золота.

На рубеже 1970–1980-х гг. реализация золота из официальных резервов прекратилось. Поэтому, невзирая на соглашение о демонетизации золота, государственные органы и международные организации сохранили крупные централизованные золотые запасы.

За 1989–1999 гг. объем чистых продаж всеми странами составил 3,5 тыс. т. Продажа золота центральными банками и государственными органами во второй половине 1990-х гг. (за вычетом покупок): 1995 г. — 173 т, 1996 г. — 275 т, 1997 г. — 376 т, 1998 г. — 370 т, 1999 г. — 420 т и 2000 г. — 457 т<sup>7</sup>. Значительное количество золота (от 1/3 до 2/3 первоначального запаса) реализовали такие страны, как Австралия, Австрия, Аргентина, Бельгия, Канада, Нидерланды.

7 мая 1999 г. власти Великобритании объявили о намерении продать 415 т золота, т.е. большую часть своего золотого запаса, составлявшего 715 т, в том числе 125 т — путем проведения пяти аукционов в течение 1999–2000 гг. Кро-

---

<sup>7</sup> Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. 2002. № 5. С. 51.

ме того, в связи с проведением в Швейцарии в апреле 1999 г. референдума, отменившего золотое обеспечение швейцарского франка, правительство Швейцарии оповестило о продаже после 2000 г. на протяжении нескольких лет 1300 т золота, что составляет половину ее прежнего запаса.

МВФ 30 сентября 1999 г. принял решение о продаже по рыночной стоимости путем операций «своп» с центральными банками государств-членов до 14 млн тройских унций (435 т) золота. Цель этой продажи — получение ресурсов для облегчения долгового бремени наиболее бедных стран и предоставления им финансовой помощи. На протяжении периода с декабря 1999 г. по апрель 2000 г. МВФ осуществил семь таких сделок с Бразилией и Мексикой, в ходе которых он продал 12,944 млн тройских унций золота на общую сумму 3,7 млрд долл. В каждом случае это золото немедленно возвращалось Фонду по той же цене в погашение долговых обязательств соответствующих стран перед ним, так что общая величина золотого запаса МВФ осталась прежней. Полученная Фондом в итоге разница в размере 3 млрд долл. между балансовой стоимостью золота (около 47 долл. за унцию) и его рыночной оценкой направлена на указанные цели.

По состоянию на конец 2000 г. эти запасы (включая накопления международных организаций) в физическом исчислении составляли, по данным МВФ, 33 тыс. т. Самыми крупными запасами обладают США (наконец 2000 г. — 8,1 тыс. т, или 27,5 % общей величины запаса всех стран) и страны — участницы ЕС (12,5 тыс. т, соответственно, 42,4 %).

Переход на рыночную цену золота привел к существенному его увеличению в стоимостном выражении. На конец 2000 г. из-за понижения цены размер мировых золотых запасов сократился по сравнению с показателем 1980 г. в 2,2 раза, но все же превышал уровень 1970 г. в 6,6 раза. Однако доля золота в общем объеме государственных ликвидных резервов существенно понизилась — с 39,9 % в 1970 г. до 2,1 % в 2000 г. при оценке по официальной цене и, соответственно, с 41,5 до 11,5 % — по рыночной цене. Понижение цены золота в 1996–1999 гг. в условиях мирового кризиса свидетельствовало о том, что золото в известной мере теряет и роль страхового финансового актива. По своему положению оно постепенно приближается к другим сырьевым товарам, динамика цен которых определяется хозяйственной конъюнктурой: в периоды экономических спадов — понижается, в условиях подъема — растут. Восстановление роли золота как реально функционирующих мировых денег в современных условиях невозможно. Оно противоречило бы объективным процессам эволюции мирохозяйственной сферы, для которых характерны интенсивное развитие международного экономического обмена, формирование транснационального капитала, глобализация хозяйственной деятельности.

Важную роль играют специальные права заимствования — СДР. В рамках Ямайской валютной системы они являются одним из официальных резервных активов. Вторая поправка к Уставу МВФ закрепила замену золота СДР в качестве масштаба стоимости.

Во-первых, единица СДР должна была бы стать единым *стоимостным эталоном* — общепринятым средством для установления паритетов национальных денежных единиц.

Специальные права заимствования — резервные валюты в дополнение к существующим долларovým резервам.

Если страна испытывает дефицит платежного баланса, она может обменять свои Специальные права заимствования на валюту, указанную МВФ, без обязательства соблюдения каких-либо специальных условий в области ее экономической политики. Поэтому ее дефицит финансируется не самими СДР, а валютой, на которую они обмениваются.

Первоначально (с 1970 г.) стоимость СДР фиксировалась в золоте (единица СДР = 0,888671 г чистого золота), что соответствовало золотому содержанию доллара того периода, но с 1 июля 1974 г. ее определяют относительно «корзины» 16-ти валют в соответствии с долей страны в мировом экспорте. С января 1981 г. валютная корзина была ограничена пятью валютами тех стран, на которые приходится наибольшая доля экспорта в мировой торговле — доллар США, марка ФРГ, японская иена, французский франк, английский фунт стерлингов. С 1999 г. марка ФРГ и французский франк заменены евро.

На период 2001–2005 гг. состав корзины СДР и исходные удельные веса входящих в нее валют установлены такими: доллар США — 45 %; евро — 29 %; японская иена — 15 %; фунт стерлингов — 11 %. Статья IV (раздел 2(в)) Устава МВФ предусматривает возможность поддержания странами-членами стоимости их валют по отношению к СДР.

С 1 октября 2016 г. китайский юань официально вошел в состав специальных прав заимствования Международного валютного фонда. Юань входит в состав официальных валютных резервов: по данным МВФ, 38 из 130 ЦБ мира уже включили юань в состав своих резервов. Доля юаня в золотовалютных резервах центральных банков составила менее 1,1 %, что меньше, чем доли австралийского и канадского долларов. На доллар США приходится 63,4 % мировых резервов, на евро — 20,2 %, на британский фунт и иену — по менее 5 %, а на канадский и австралийский доллары — немногим менее 2 %.

В таблице 1.2 представлен состав корзины СДР МВФ до и после 1 октября 2016 г.

Таблица 1.2

Состав корзины СДР МВФ до и после 1 октября 2016 г., %

Валюта	До 1 октября 2016 г.	После 1 октября 2016 г.
Доллар США	41,9	41,73
Евро	37,4	30,93
Японская иена	9,4	8,33
Фунт стерлингов	11,3	8,09
Юань	0,0	10,92

Источник: International Monetary Fund. IMF's Executive Board Completes Review of SDR Basket, Includes Chinese Renminbi. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/faq/sdrfaq>.

Итоги функционирования СДР с 1970 г. свидетельствуют о том, что они далеки от мировых денег. Характер эмиссии СДР неэластичный и не связан с реальными потребностями международных расчетов. Первая эмиссия осуществлена в 1970–1972 гг. на сумму 9,3 млрд СДР, вторая — в 1979–1981 гг. на 12,1 млрд. Из общей суммы 21,4 млрд СДР (34 млрд долл.) на счета стран-членов зачислено 20,6 млрд, на счет МВФ зачислено 0,8 млрд. В 1997 г. внесена поправка в Устав МВФ, дающая право выпустить еще 21,4 млрд СДР.

Вопреки замыслу СДР не стали эталоном стоимости, главным международным резервным и платежным средством. СДР в основном применяются в операциях МВФ как коэффициент пересчета национальных валют.

Во-вторых, речь идет о функции СДР в качестве *средства образования государственных международных ликвидных резервов*: активы в СДР должны были бы заменить в этой роли накопления в иностранных валютах, преобладающая часть которых приходится на американские доллары. С этой целью в 1979–1980 гг. была предпринята попытка образовать в рамках МВФ особый механизм — так называемый «обменный счет» (или «счет замещения» — Substitution Account). Предполагалось, что с помощью этого механизма страны будут конвертировать свои избыточные долларовые авуары в активы, выраженные в СДР. Функционирование «обменного счета» могло бы способствовать реальному вытеснению долларов из мирохозяйственного оборота средствами в СДР. Однако усилия по созданию такого механизма завершились неудачей в — первую очередь из-за позиции США, стремящихся сохранить за долларом роль международной валюты.

В качестве международного платежного средства СДР используются в ограниченном круге межгосударственных операций. Накопление СДР формально выгодно, так как они более стабильны, чем национальные валюты, и имеют международные гарантии. Кроме того, МВФ выплачивает процентные ставки за хранение (использование) СДР сверх распределенных странам лимитов. Чтобы повысить привлекательность хранения СДР, ставки на счетах увеличены с 1 % в 1970 г. до средневзвешенных рыночных ставок пяти ведущих стран с 1974 г. Что касается фактического исполнения единицей СДР роли стоимостного эталона: если в 1980 г. к СДР были «привязаны» валютные единицы пятнадцати стран, то на конец апреля 2001 г. таких стран насчитывалось лишь четыре.

С момента начала функционирования механизма СДР (с 1 января 1970 г.) по 30 апреля 2001 г. общий объем операций в СДР составил 433,1 млрд СДР (по курсу на 30 апреля 2001 г. — 548,2 млрд долл.) При этом на расчеты стран-участниц между собой, а также с другими «уполномоченными держателями» в конечном итоге пришлось только 172,4 млрд СДР (218,2 млрд долл.), или 39,8 % общей суммы, в том числе на сделки «по взаимной договоренности», в которых СДР наиболее последовательно реализуют себя в качестве средства компенсации дефицитного сальдо платежных балансов, — 119,6 СДР (151,4 млрд долл.), т.е. 27,6 % всей величины переводов в СДР.

Выпуск СДР осуществлялся сериями:<sup>8</sup>

Годы	Сумма, млрд СДР
В начале 1970-х гг.	9,3
В 1979–1981 гг.	12
В августе 2009 г.	161,2
В сентябре 2009 г.	21,5
За 2009 г.	182,7
В 2021 г. до ноября 2021 г. готовится пятое размещение	455–460
Итого: 2021 г. ожидается	650

Российская квота в капитале МВФ равняется 2,5 %. Это означает, что Российской Федерации в случае пятого размещения достанется СДР на сумму 16,25 млрд долл. По отношению к общей величине золотовалютных резервов РФ (580,5 млрд долл. на 9 апреля 2021) это 2,8 %. Выпущенные СДР попадут на баланс ЦБ РФ, но использовать он их сможет только в межгосударственных расчетах.

По классификации МВФ страна может выбрать следующие режимы валютных курсов: фиксированный (по отношению к одной валюте, к СДР, корзине валют), плавающий (валюты США, Канады, Великобритании, Японии, Швейцарии и ряда других стран) или смешанный (характерно для стран, входящих в ЕВС, курсы валют совместно «плавают» по отношению к любой другой валюте, не входящей в систему ЕВС).

В целом развитые страны имеют курсы валют, находящиеся в чистом или групповом плавании. Развивающиеся страны обычно фиксируют курс собственной валюты к более сильной валюте или определяют его на базе скользящего паритета.

Функционирование Ямайской валютной системы противоречиво. Ожидания, связанные с введением плавающих валютных курсов, исполнились лишь частично. Одной из причин является разнообразие возможных вариантов действий стран-участниц, доступных им в рамках этой системы. Режимы обменных курсов в своем чистом виде не практикуются в течение длительного периода. *Другой причиной является сохранение долларом США лидирующих позиций в Ямайской валютной системе.*

В ответ на нестабильность Ямайской валютной системы страны Европейского союза создали собственную международную (региональную) валютную систему в целях стимулирования процесса экономической интеграции. Предложения о ней прослеживаются еще с конца 50-х гг. Так, уже в Римском договоре содержались положения о политике стран, направленной на достижение равновесия общего платежного баланса и поддержание доверия к валютам, о ее координации на основе сотрудничества правительств и центральных банков.

Механизм валютных курсов (МВК) в рамках Европейской валютной системы (ЕВС) теоретически был симметричным по отношению к членам сооб-

---

<sup>8</sup> International Monetary Fund (IMF) — [www.imf.org](http://www.imf.org).



щества, но на практике «инфляционным якорем» стала немецкая марка. Другие участники ЕВС, напротив, должны были уделять приоритетное внимание внешнему равновесию, регулируя кредитно-денежную политику в зависимости от положения своих валют по отношению к пределам колебаний валютного курса. МВК имел все характерные признаки валютной зоны, привязанной к марке и кредитно-денежной политике Германии.

Аналогия с долларовой системой очевидна. Долларовый стандарт был глобальной системой, стандарт марки — региональной. Германия, имея одну треть масштабов экономики США, располагает и одной третью ее стабилизационного потенциала. Огромные денежные трансферты в Германию (и из нее) оказали давление на уровень цен и заставили Бундесбанк реагировать с помощью повышения процентных ставок и увеличения разницы в ставках процента (по отношению к США). Предоставленная сама себе (т.е. в условиях нейтральной кредитно-денежной политики) марка испытала бы временный существенный рост курса на наличном рынке по отношению ко всем валютам. При этом она подверглась бы значительному дисконту на форвардном рынке, что отражает как разницу процентных ставок, так и будущую слабость.

Однако последствия большинства масштабных экономических явлений, как правило, выходят за рамки отдельной страны. Германские проблемы, вызванные объединением, были уникальными. В частности, нарушение равновесия было невиданным по размерам со времени роста цен на нефть в 70-х гг. и сконцентрированным в одной стране. Одним из подходов к его преодолению со стороны Германии могло бы быть повышение курса ее валюты по отношению к доллару и другим валютам. Но это подорвало бы ее полезность как главной валюты сообщества и зависило бы стоимость немецкой рабочей силы (особенно в восточных землях) в долгосрочной перспективе. Да и Франция воспротивилась бы решительному изменению курса марки и настаивала бы на пропорциональном повышении курса франка. Если бы Германия была более крупной страной, необходимый масштаб корректировок реальных валютных курсов был бы пропорционально меньшим.

При *сохранении в неизменном виде положения с денежной массой в Европе* рост государственных расходов Германии, финансируемых за счет увеличения задолженности, привел бы к некоторому повышению процентных ставок в Европе и курса экио. Цены на внутренние товары в Германии несколько поднялись бы и снизились в остальной Европе, а цены на международные товары остались бы неизменными. Кредитно-денежная политика на общеевропейском уровне смягчила бы влияние нарушения равновесия в экономике Германии, обусловленного объединением, на всех участников ЕВС. Это привело бы к более высокому по сравнению с желательным уровню инфляции для Бундесбанка и дефляции для его партнеров, но придало бы более сбалансированное равновесие механизму фиксированных валютных курсов. Это было бы равновесие, установленное независимым советом директоров Европейского центрального банка, в котором распределение власти среди участников пропорционально масштабам их экономик.

Кризис МВК (сентябрь 1992 г.) иллюстрирует основной дефект системы. Привязка к марке действует до тех пор, пока нарушения равновесия не слишком велики и возникают вне Германии. Нарушения внутри Германии могут быть нейтрализованы, только если она будет проводить политику в интересах всей Европы, а не одной себя. Создаваемый вместо нее Европейский валютный союз как раз и направлен на устранение этого недостатка<sup>9</sup>.

Реформа базового стандарта мировых валютных система представлена в табл. 1.3.

Таблица 1.3

Эволюция базового валютного стандарта мировых валютных систем

Парижская МВС С 1867 г.	Гэнуэсская МВСз С 1922 г.	Бреттон-Вудская МВС С 1944–1946 гг.	Ямайская МВС С 1976–1978 гг.
Разновидности золотого стандарта			Стандарт СДР
Золотомонетный	Золотодевизный	Функционирование золота как наднациональной валюты	Демонетизация золота
Свободная конвертируемость валют в золото	Ограничение конвертируемости валют в золото через девизы — инвалюты, разменные на золото	Только доллар США конвертировался в золото в Казначействе США для центральных банков стран — членов МВФ	

Источник: Красавина Л.Н. Реформы мировых валютных систем: ретроспективный и актуальный анализ // Деньги и кредит. 2017. № 4. С. 14.

## 1.2. Валютные правления в современном мире

По термину «валютное правление» (currency board) в отечественной литературе называют его «валютным советом», «валютным комитетом» или «валютной палатой». В переводной литературе синонимом валютного правления является «валютное управление». Валютным правлением является учреждение, эмитирующее банкноты и монеты, которые при предъявлении первого требования свободно конвертируются по фиксированному курсу обмена в иностранную валюту или другой внешний резервный актив. Обычно валютное правление не принимает депозиты правительства или коммерческих банков, однако если это происходит, то они должны не менее чем на 100% покрывать внешними резервами.

В табл. 1.4. и 1.5 представлены агрегированные балансы канонического валютного правления и типичного центрального банка. В пассивах центрального банка числятся наличные деньги в обращении, а также обязательные резервные отчисления и избыточные резервы банков (расчетные остатки).

Валютное правление также имеет на пассивных счетах банкноты и монеты в обращении, но дел с банками оно не ведет, в результате чего банковские резервы отсутствуют. Активы центрального банка составляют иностранные резервы и внутренние активы, включая ценные бумаги правительства.

<sup>9</sup> Манделл Р. А. Эволюция международной валютной системы // Проблемы теории и практики управления. 2000. № 2. С. 20.

## Баланс центрального банка

Активы	Пассивы
Иностранные резервы	Наличные деньги в обращении
Внутренние активы	Банковские резервы
Денежная база	Денежная база

Источник: Моисеев С. Р. Валютные правления в современном мире // Бизнес и Банки. 2002. № 33 (615).

С. 5.

## Баланс валютного правления

Активы	Пассивы
Иностранные резервы	Наличные деньги в обращении
Денежная база	Денежная база

Источник: Моисеев С. Р. Валютные правления в современном мире // Бизнес и Банки. 2002. № 33 (615).

С. 5.

Такая структура баланса центрального банка отражает особенности его операций: проведение валютных интервенций и выполнение функции кредитора последней инстанции и финансового агента правительства. Валютное правление в качестве активов держит только иностранные резервы, которые служат обеспечением денежной эмиссии. Отсутствие внутренних активов говорит о том, что оно не может кредитовать ни правительство, ни банки. Фактически валютное правление представляет собой некий автоматический механизм конвертации иностранной валюты в национальные денежные средства и обратно.

За всю мировую экономическую историю система валютного правления существовала приблизительно в семидесяти странах. В 40-х гг. валютное правление действовало одновременно в пятидесяти странах, включая Новую Зеландию, Сингапур, Малайзию, Филиппины, Бирму, Индию, Израиль, Иорданию, Ирак, Египет и др. Сегодня оно функционирует только в нескольких маленьких государствах и зависимых территориях. Валютное правление было признано наиболее подходящей денежной системой для многих стран Восточной Европы и Третьего мира, его популярность начала стремительно расти. Открытость, транспарентность, простота — делают привлекательным валютное правление с практической точки зрения.

Говоря об условиях перехода на систему валютного правления в 1980–1990-х гг. в разных странах, следует отметить их общую схожесть (табл. 1.6).

Современное валютное правление в значительной мере отличается от своей классической модели, в результате чего на свет появились такие термины, как «квазивалютное правление», «модифицированное валютное правление». В современном мире функции валютного правления существенно расширились. Страны, использующие в настоящее время валютное правление, больше не являются колониями, и в сферу их интересов попало обеспечение стабильности национального банковского сектора, платежной системы и международного потока капитала.

## Организация валютных правлений

История создания	Гонконг	Аргентина	Эстония	Литва	Болгария	Босния и Герцеговина
Годы учреждения денежных властей	1935	1935	1990	1990	1991	1997
Наименование денежных властей	Обменный фонд	Центральный банк Аргентины	Банк Эстонии	Банк Литвы	Болгарский Национальный банк	Национальный банк Боснии и Герцеговина
Годы создания валютного правления	1983	1991	1992	1994	1997	1997
Официальная причина введения валютного правления	Восстановление доверия к денежной системе	Макроэкономическая стабилизация	Макроэкономическая стабилизация	Макроэкономическая стабилизация	Макроэкономическая стабилизация	Послевоенная реорганизация
Предыдущий валютный режим	Плавающий валютный курс	Плавающий валютный курс	Участие в рублевой валютной зоне	Плавающий валютный курс	Плавающий валютный курс	Смешанный режим

Источник: Моисеев С.Р. Валютные правления в современном мире // Бизнес и Банки. 2002. № 33 (615). С. 5.

Гонконг в 1983 г. внедрил валютное правление для восстановления доверия к национальным деньгам. Босния и Герцеговина в 1997 г. находилась в процессе послевоенной перестройки финансовой системы.

Эстония и Литва в начале 90-х гг. вышли из рублевой зоны СССР, а Аргентина (1991 г.) и Болгария (1997 г.) реализовали программы макроэкономической стабилизации. Для всех стран валютное правление являлось средством борьбы с экономическими трудностями.

В мире имеется еще несколько стран или зависимых территорий с таким институтом, которые представлены в табл. 1.7.

Таблица 1.7

## Модифицированные валютные правления

Территория или страна	Население, тыс. чел.	ВВП, млрд долл.	Год создания валютного правления	Валютный курс
Бермудские о-ва	62	1,9	1915	Бермудский долл. = 1,00 долл.
Бруней-Даруссалам	320	5,4	1952	Брунейский долл. = сингапурскому долл.

Территория или страна	Население, тыс. чел.	ВВП, млрд долл.	Год создания валютного правления	Валютный курс
Каймановы о-ва	39	0,93	1972	Кайманов долл. = 1,20 долл.
Джибути	450	0,53	1949	177,72 франков Джибути = 1,00 долл.
Фолклендские о-ва	2,8	–	1899	Фолклендский фунт = 1,00 брит. фунт ст.
Фарерские о-ва	41	0,7	1940	Фарерская крона = датской кроне
Гибралтар	29	0,5	1927	Гибралтарский фунт = 1,00 брит. фунт ст.

Источник: Моисеев С.Р. Валютные правления в современном мире // Бизнес и Банки. 2002. № 33 (615). С. 6.

Среди представленных стран самой крупной страной является султанат Бруней-Даруссалам и Джибути.

Длительное время Бруней находился под властью британского протектората на острове Борнео, а его денежная система с 1952 г. подчинялась правилам валютного правления Малайзии.

В 1967 г. валютное правление Малайзии было разделено на несколько национальных правлений, среди которых было правление Брунея.

В стране ввели соотношение 1:1 эквивалент сингапурского доллара — брунейский доллар. По соглашению между Брунеем и Сингапуром валюты обеих стран могут свободно обращаться на территории друг друга. Фактически Бруней обладает бивалютной денежной системой. Тем не менее, главный принцип функционирования валютного правления является обеспечение денежной эмиссии, остается в силе (на 70 %). Каждый брунейский доллар обеспечен семьюдесятью центами сингапурского доллара.

Другим образованием в духе валютного правления является Восточнокарибская валютная зона. Она представляет собой пример международного валютного союза с общими денежными властями.

В октябре 1983 г. восемь бывших британских колоний учредили Восточнокарибский Центральный банк, по своей экономической сути являющийся валютным правлением. В настоящее время он выполняет функции единых денежных властей для островов Ангилья, Антигуа и Барбуда, Доминика, Гренада, Монтсеррат, Сент-Ките и Невис, Сент-Люсия и Сент-Винсент, а также Гренадины.

Таблица 1.8

### Структура баланса валютных правлений

Статья баланса	Гонконг	Аргентина	Эстония	Литва	Болгария	Босния и Герцеговина
Обязательства						
Объем обеспеченных обязательств	Беспроцентные долговые сертификаты	Денежная база	Наличные деньги в обращении	Наличные деньги в обращении	Совокупные денежные обязательства	Совокупные денежные обязательства

Статья баланса	Гонконг	Аргентина	Эстония	Литва	Болгария	Босния и Герцеговина
Наличные деньги в обращении	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Банковские резервы Правительственные депозиты	Да	Да	Да	Да	Да	Да
	Нет	Нет	Да	Да	Нет	Да
Позиция в ВФ	Нет	Нет	Да	Да	Нет	Да
Эмиссия ценных бумаг	Да	Нет	Да	Нет	Нет	Нет
<b>Активы</b>						
Валютные резервы	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Золото	Нет	Да	Да	Да	Да	Нет
Позиция в ВФ	Нет	Нет	Да	Да	Нет	Да
Обратное репо	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	Нет

Источник: Моисеев С. Р. Валютные правления в современном мире // Бизнес и Банки 2002. № 33 (615). С. 6.

Перед Восточнокарибским Центральным банком поставлена задача «поддерживать стабильность восточнокарибского доллара и целостность банковской системы для поощрения сбалансированного экономического развития членов валютного союза».

Соглашение о Восточнокарибской валютной зоне включает в себя всего три пункта. Во-первых, Центральный банк эмитирует единую валюту, свободно обращающуюся среди членов союза. Во-вторых, он держит общий пул золото-валютных резервов членов союза. И в-третьих, центральные денежные власти осуществляют единую денежно-кредитную политику в валютном союзе.

Правила функционирования валютных правлений во всех странах представленных в табл. 1.8 на начальной стадии совпадали.

Денежные обязательства (наличные деньги в обращении и счета банков, т.е. денежная база) полностью покрывались иностранными активами. Исключение составляет Гонконг, где обеспечению подлежат только беспроцентные долговые сертификаты.

С классической точки зрения валютное правление, проводя только одну операцию, конвертирует внутренние деньги в резервную валюту по заранее оговоренному обменному курсу. Однако современные валютные правления расширили круг операций. Теперь в него помимо конверсионных сделок входят регулирование ликвидности и кредитование банковского сектора.

В настоящее время Эстония, Литва официально вступили в зону евро.

Первоначально валютное правление Литвы фиксировало обменный курс к доллару США. Однако уже в 1997 г. было ясно, что из-за меняющихся макроэкономических условий и перспективы членства Литвы в ЕС якорную валюту необходимо пересмотреть. План перехода на новую валюту состоял из двух стадий: привязки лита к корзине из доллара и евро, а затем фиксации непосредственно к евро. Однако российский кризис 1998 г. нарушил эти планы. Завершая

общественность о стабильности денежной системы, банк Литвы сформулировал три принципа привязки лита к евро:

- переориентация без девальвации или ревальвации;
- отказ от возможной привязки лита к корзине из двух валют и непосредственная фиксация к евро;
- предварительное извещение общества о смене валютного режима.

В марте 2001 г. был принят новый Закон о Банке Литвы, закрепивший изменения, а в апреле того же года был пересмотрен Закон о конвертируемости лита. Чтобы избежать завышения коммерческими банками комиссионных по валютным операциям во время переходного периода, Банк Литвы ограничил их размер. Экономика спокойно восприняла процесс изменений, и 2 февраля 2002 г. доллар сменили на евро по рыночному курсу, объявленному Европейским Центральным Банком.

Глава Болгарского Национального банка в 1999 г. объявил о том, что решение о переходе страны на общеевропейскую валюту принято окончательно, и оно является неизбежным в свете присоединения к европейскому экономическому пространству. В 2000 г. болгарский парламент внес поправки в Валютный закон, согласно которому в преддверии денежной реформы снимались ограничения на движение капитала между резидентами и европейскими нерезидентами.

Европейский Центральный банк считает, что после того, как все географические «соседи» Боснии и Герцеговины войдут в зону евро, за ними неизбежно последуют эта страна.

Что касается валютного правления Гонконга, то его будущее связано с введением полной конвертируемости китайского юаня и обретение им статуса стабильной валюты сделает гонконгский доллар «лишней» валютой. В результате с карты мира исчезнут все экономически весомые валютные правления. Их уделом будут преимущественно мелкие островные государства<sup>10</sup>.

### **1.3. Европейская валютная система**

#### **1.3.1. Теория оптимального валютного пространства (ОВП)**

Одной из основных характеристик современного мирового хозяйства является усиление интеграционных процессов, формирование экономических блоков, участие стран в различных межгосударственных соглашениях. Все это обусловлено переходом от модели замкнутого национального хозяйства к экономике открытого типа, функционирующей на основе активного включения стран в экономическое сотрудничество.

Создание Европейского валютного союза (ЕВС) можно назвать одним из самых значимых событий в истории международной валютно-финансовой системы.

С 2002 г. двенадцать европейских государств (Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Финляндия, Франция) вступили в завершающую стадию формирования

---

<sup>10</sup> Моисеев С. Р. Валютные правления в современном мире // Бизнес и Банки 2002. № 33 (615). С. 5–7.

Европейского валютного союза: в наличное обращение была введена единая европейская валюта евро.

Процесс формирования Европейского валютного союза представляет собой особый интерес для изучения, поскольку зона евро, будучи одной из неотъемлемых частей ЕС, производя 16 % мирового ВВП и обеспечивая около 20 % мировой торговли, оказывает огромное влияние на развитие мирового хозяйства и, несомненно, определяет его перспективы.

Валютный союз не является соглашением исключительно технического характера. Особую актуальность *в становлении ЭВС приобретает выработка единого макроэкономического механизма, основанного на частичной утрате странами-участницами союза своего суверенитета и передаче некоторых функций наднациональным органам.*

Построение ЭВС заняло не один десяток лет: идея европейской валютной интеграции была озвучена в 1970 г., однако ее практическая реализация была завершена к концу 1990-х гг., что свидетельствует об исключительной сложности и неоднозначности данного явления. Споры о жизнеспособности Европейского валютного союза не утихали с момента подписания Маастрихтского договора.

В настоящее время в конструкции Европейского валютного союза отмечается ряд недостатков: отсутствие централизованного органа с заемными резервами, слабый контроль в финансовой сфере, неясная и непоследовательная политика ЕЦБ, отсутствие координационного механизма для фискальной политики, жесткие критерии по государственному долгу и бюджетному дефициту.

Теоретическое обоснование возможности построения валютного союза с единой денежной единицей дал лауреат Нобелевской премии Роберт Манделл, сформулировав в 1961 г. *теорию оптимального валютного пространства*<sup>11</sup>. Впоследствии свой вклад в развитие этой теории внесли МакКиннон (1963 г.) и Кенен (1969 г.).

Нынешние процессы формирования валютных зон и объединений находятся в русле теории оптимального валютного пространства.

В 1961 г. Р. Манделл теоретически *обосновал возможность и целесообразность отказа группы стран от национальных денежных знаков в пользу единой валюты.* Эта теория послужила основой созданного в 1999 г. Европейского экономического и валютного союза.

В 1961 г. Р. Манделл работал экономистом в специальном исследовательском подразделении Международного валютного фонда. В статье, где он сформулировал свою теорию, Манделл цитировал знаменитого экономиста XIX в. Джона Стюарта Милля, который называл варварством желание стран сохранять собственную валюту: «Балканизация валютных систем мешает деньгам исполнить свою главную функцию, чтобы сделать торговые отношения, весь товарооборот удобным». Интересно, что статья Р. Манделла несколько раз отвергалась различными экономическими журналами, прежде чем была опубликована

---

<sup>11</sup> Mundell R. Theory of Optimum Currency Areas // American Economic Review, 1961. Quoted from «Optimum Currency Areas» IMF. Washington (D.C.). 1997. p. 24.



в «Американском экономическом обозрении» в 1961 г. Его идеи претворились в жизнь через 40 лет.

Что представляет собой оптимальное валютное пространство? Под ним понимается группа государств, которые договорились путем координации действий своих центральных банков *проводить согласованную курсовую политику с целью ограничения взаимных колебаний курсов национальных валют.*

Цель такой курсовой политики:

- уменьшение зависимости от негативных последствий глобализации валютного рынка;
- эффективное использование национальной валюты в интересах национальной экономики;
- развитие взаимных торговых и экономических отношений;
- содействие передвижению капитала между странами;
- обеспечение экономического развития.

Сама идея оптимального валютного пространства появилась в результате дискуссии о преимуществах фиксированного валютного курса, по сравнению с гибким. Милтон Фридман высказывал мнение о том, что для страны предпочтительнее иметь плавающий курс национальной валюты и проводить собственную денежную политику, направленную на стабилизацию цен либо занятости. Р. Манделл же выделил условия, при которых регион или страна могут выиграть от присоединения к валютному союзу. На одну чашу весов при этом ставилось явное преимущество по сокращению транзакционных издержек (эти издержки особенно важны, если валюта не обменивается свободно), а также исключению рисков от колебаний валютных курсов, а на другую — цена отказа от таких важных инструментов экономической политики, как предложение денег (получение сеньоража) и валютный курс.

Единая валюта позволяет снизить ценовую неопределенность, что улучшает распределительный эффект ценового механизма. П. Де Гроуи<sup>12</sup> отмечает, что «несмотря на сложность количественного измерения, можно утверждать, что в конечном счете это улучшит благосостояние». Издержки от участия в валютном союзе менее очевидны. К примеру, рассмотрим валютное пространство, которое сформировано двумя государствами — страной А и страной В. Страна В специализируется на производстве стали, страна А — на производстве зерна. Допустим, что спрос на сталь растет, а на зерно — падает, иными словами, возникает *асимметричный шок*, платежный баланс страны А становится дефицитным. Вполне возможно, что такая ситуация имела бы менее значительные последствия, если каждое государство проводило бы собственную денежную политику.

При гибком валютном курсе девальвация валюты страны А по отношению к валюте страны В снизила бы уровень реальной заработной платы и восстановила бы уровень занятости.

---

<sup>12</sup> International money: postwar trends and theories/Paul De Grauwe. Oxford: Oxford University Press, 1996. XV. 268 p.

Очевидно, что решение об участии государства в том или ином валютном соглашении должно было определяться разницей между выгодами и издержками. «Оптимальность» же валютного пространства должна была заключаться в том, чтобы воздействие асимметричных шоков в экономике было бы минимальным. Асимметричный шок, по определению Р. Манделла, — разновидность рецессии, охватывающей только некоторые из группы торгующих друг с другом стран<sup>13</sup>.

*Основные положения теории ОВП Р. Манделла*

Теория ОВП принимает уровни цен и заработной платы неизменными, поэтому возникает необходимость использования гибких валютных курсов для устранения дестабилизирующих международных шоков в экономике. В связи с этим теория формулирует два основных вопроса. Во-первых, если цены и заработная плата фиксированы, существуют ли еще какие-нибудь механизмы устранения шоков? Во-вторых, насколько эффективны эти механизмы по сравнению с гибкими валютными курсами?

Асимметричные шоки в теории ОВП рассматриваются на примере двух стран.

*Сценарий до введения единой валюты.*

- Во Франции возникает спрос на товары из Германии.
- Совокупный спрос растет в Германии и снижается во Франции.
- В экономике Франции начинается рецессия, в экономике Германии — бум.
- Во Франции увеличивается безработица, в Германии — снижается.
- Происходит изменение валютного курса (немецкая марка растет в цене, поскольку покупается больше немецких товаров).
- В торговом балансе Франции возникает дефицит.

*Решение 1. Гибкие цены и заработная плата.*

- В случае с гибкими ценами и заработной платой после шока экономика возвращается в равновесное положение.
- Если цены и заработная плата неизменны, может возникнуть необходимость в девальвации валюты (однако это невозможно в валютном союзе).
- В противном случае для поддержания заработной платы на прежнем уровне потребуется увеличить процент безработицы во Франции.

*Решение 2. Девальвация.*

- Страна, подверженная влиянию шока (Франция), может искусственно девальвировать свою валюту для улучшения конкурентных позиций, однако это вызовет нестабильность в экономике.
- Такой вариант решения невозможен, если государства используют единую валюту.
- Эффект от такого решения определяется ожиданиями — как только девальвируется валюта, по мере изменения ожиданий, доверие к ней на рынках падает.

Таким образом, девальвация не решает проблему структурной перестройки.

---

<sup>13</sup> Mundell R. A theory of optimum currency areas//Columbia university, 1961. <http://www.columbia.edu>.

### *Решение 3. Мобильность трудовых ресурсов.*

– Если трудовые ресурсы мобильны, то после шока они могут перетекать в страну с более высокими издержками на оплату труда, что снизит уровень заработной платы в этой стране.

– Если мобильность трудовых ресурсов отсутствует, то Германия будет вынуждена увеличить заработную плату.

### *Решение 4. Перераспределение бюджетных средств.*

– Налаженная система перераспределения бюджетных фондов между участниками ОВП может застраховать их от воздействия асимметричных шоков.

– Без перераспределения бюджетных средств, страна, подверженная влиянию шока (Франция), будет иметь бюджетный дефицит, а другая страна (Германия) получит профицит бюджета.

– Увеличение государственного заимствования поднимет реальную процентную ставку, что повлечет рост курса французского франка, и, соответственно, снижение конкурентоспособности французской экономики.

### *Разные предпочтения инфляции и безработицы.*

– Страны выбирают разные позиции на кривой Филлипса, показывающей возможное сочетание между уровнем безработицы и инфляции.

– В теории, введение единой денежной единицы в валютном союзе снизит, к примеру, инфляцию во Франции и увеличит в Германии, поскольку обе страны будут стремиться к одному уровню инфляции.

– Современная же макроэкономическая теория утверждает, что в долгосрочном периоде кривая Филлипса вертикальна, выходя из точки естественного уровня безработицы. Таким образом, в долгосрочном периоде уровень инфляции может быть любым, независимо от уровня безработицы.

– Франция должна будет принять более низкий уровень инфляции независимо от увеличения уровня безработицы, поэтому снижение инфляции нельзя рассматривать как издержки от присоединения к валютному союзу. Тем не менее, не стоит забывать, что Франция будет вынуждена увеличить налоги либо бюджетный дефицит.

### *Роль рынков труда.*

– Возможно, что рост производительности труда будет ниже во Франции, чем в Германии. Такая ситуация может вызвать ряд проблем, особенно если в обеих странах будут возникать требования о равном повышении заработной платы, т.е. французская промышленность станет менее конкурентоспособной.

– В случае, когда государства независимы друг от друга, жесткие требования о не снижении заработной платы во Франции со стороны профсоюзов могут быть нарушены за счет девальвации национальной валюты, удорожания импорта и, таким образом, снижения реальной заработной платы.

– Такой выход из ситуации неприменим в валютном союзе, соответственно эффект от использования валютного курса как инструмента экономической политики зависит от того, насколько профсоюзы учитывают изменения в номинальной и реальной заработной плате.

– Для ОВП нежелательны ни большая централизация профсоюзов, ни полное отсутствие таковой. Оптимален компромиссный вариант.

– Для стран, где рынки труда заметно отличаются друг от друга, издержки на создание валютного союза могут быть слишком высоки. Колебания предложения по-разному могут отражаться на ценах и заработной плате, что затруднит применение экономических мер при фиксированном валютном курсе.

*Различия в уровнях экономического роста и торговых балансах.*

– Валютный союз может сдерживать быстро развивающиеся страны.

– В быстро развивающихся странах растет импорт, т.е. возникает угроза торгового баланса. Избежать осложнения ситуации возможно, девальвируя национальную валюту, однако такой механизм невозможен в валютном союзе.

– Страна будет вынуждена проводить дефляционную политику, что замедлит рост ее экономики.

*Основоположники теории ОВП подчеркивали, что группа государств будет скорее тяготеть к сохранению экономического и валютного суверенитета, если:*

– это достаточно большая территория;

– страны подвержены влиянию асимметричных шоков;

– мобильность трудовых ресурсов и капитала ограничена;

– нет возможности распределения трансфертов между государствами посредством фискальной системы;

– отсутствует механизм поддержания стабильных курсов валют по отношению друг к другу.

Как отмечает Р. МакКиннон: «теория Манделла предполагает, что оптимальное валютное пространство должно быть небольшим по размеру и однородным по составу, нежели чем большим и гетерогенным»<sup>14</sup>.

Таким образом, если *трудовые ресурсы и капитал мобильны* внутри валютного союза, то *влияние асимметричных шоков ограничено*. Свободное передвижение рабочей силы позволит органу, проводящему денежную политику, отбросить проблему безработицы и сконцентрироваться на стабильности цен. Если мобильность факторов отсутствует, то возникает дилемма — преследовать цель ценовой стабильности или поддержания существующего уровня занятости.

Позднее Р. МакКиннон писал, что понижение курса национальной валюты будет иметь только инфляционные последствия. Получалось, что для компенсации асимметричных шоков необходимо вводить изменения, независимые от валютного режима<sup>15</sup>. Следуя разработкам Манделла, в 1969 г. Питер Кенен заявил, что *диверсифицированное промышленное производство в странах — потенциальных участниках может предотвратить или, по крайней мере, уменьшить действия асимметричных шоков*. Он объяснял это тем, что шок затронет лишь одну отрасль, в целом же его эффект, по закону больших чисел будет незначителен<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> McKinnon R. Optimum Currency Areas and the European Experience // National Bureau of Economic Research, 2001. <http://www.nber.org>

<sup>15</sup> European monetary integration: past, present and future/ edited by Eric J. Pentecost and Andre van Poeck — Cheltenham: Edward Elgar, 2001. XVI. 229 p.

<sup>16</sup> McKinnon R. Optimum Currency Areas and the European Experience // National Bureau of Economic Research, 2001. <http://www.nber.org>

Р. Манделл частично отошел от своих ранних утверждений о критериях ОВП и в работе «Нетрадиционные аргументы в пользу единой валюты» (1973 г.) показал, что именно *общая валюта может смягчить последствия асимметричных шоков*. Основным принципом его новых идей было то, что *торгующие друг с другом страны при наличии общей денежной единицы распределяют между собой негативный шок, так как у них есть взаимные требования на выпускаемые их производством товары*.

Говоря о причинах, которые могут препятствовать государству во вступлении в валютный союз, МакКиннон выделил две основные:<sup>17</sup>

1. *Слабая финансовая система*. Правительству необходима достаточная свобода действий в проведении денежной политики для получения дополнительного сеньоража, что невозможно в валютном союзе. Иными словами, если в государстве есть собственный центральный банк, правительство становится основным заемщиком на внутреннем рынке капиталов, поскольку у него есть инструменты воздействия на размер процентов по долгу, деноминированному в национальной валюте. Более того, в этом случае центральный банк сохраняет за собой право предоставлять заемные резервы национальным коммерческим банкам.

2. *Отсутствие достаточно стабильной валюты*. Стабильный общий денежный стандарт предполагает выполнение условий:

- продолжительная успешная фиксация национальных валют, позволяющая стабилизировать их покупательную способность;
- привязка большинства стран, особенно торговых партнеров, к одному и тому же стандарту.

Таким образом, *суть теории ОВП сводится к анализу издержек и выгод для участников валютного соглашения*. Основным недостатком валютного союза, с точки зрения автора, является отказ от проведения независимой экономической политики. Выигрыш от участия в валютном союзе приравнивается к экономическому эффекту, возникающему после введения единой валюты.

### 1.3.2. Этапы создания Европейского валютного союза

В процессе валютной интеграции государства, входящий в ЕС, могли следовать трем возможным вариантам формирования валютного союза: «шоковый» и постепенный (этот подход подразделяется на рыночный и институциональный).

«Шоковый» вариант исключает подготовительный период и *предполагает одномоментную фиксацию курса и перевод национальных валют в общую*. Такой подход был использован при объединении Восточной и Западной Германии в 1989–1990 гг.

*Рыночный подход предполагает параллельное хождение общей валюты и национальных валют*. Колебания курса национальных валют по отношению к общей определяются размерами инфляции в каждом государстве. Если единая валюта будет стабильна, то *постепенно национальные валюты будут выведены*

---

<sup>17</sup> McKinnon R. Optimum Currency Areas and the European Experience // National Bureau of Economic Research, 2001. <http://www.nber.org>

*из обращения.* Основным двигателем процесса выступают рыночные механизмы. Недостаток такого варианта интеграции заключается в том, что единая валюта не обязательно будет принята в обращение, кроме того, возникает угроза «двойного стандарта» и отсутствия органа, контролирующего выпуск единой валюты.

*Институциональный подход* имеет политическую основу, так как в этом случае необходимо *создание наднациональных институтов*, которые будут определять ход реформ. Именно он и был выбран в качестве базовой модели построения Европейского валютного союза.

Преимущество институционального подхода в том, что на ранних этапах сохраняется политический суверенитет, а *центральные банки отдельных государств создают прочную базу сотрудничества*. Главный недостаток подхода — неопределенность в сроках валютной интеграции, что может привести к затягиванию переходного процесса. Кроме того, этот вариант может привести к значительным экономическим издержкам и длительным экономическим реформам, так как по сути своей выражает волю политиков, а не следует объективным экономическим предпосылкам. Для его реализации необходим надежный экономический стабилизационный и координирующий механизм.

Важность координации макроэкономической политики объясняется эффектом, который возникает при распространении последствий денежной или фискальной политики одного государства на другие страны-партнеры. В этом случае возникает риск нерационального использования экономических инструментов.

Очевидно, что обе страны выигрывают от повышения занятости и роста объемов промышленного производства, однако при этом издержки в виде дефицита бюджета и счета текущих операций несет исключительно страна-инициатор.

Понятие валютного союза в его современной интерпретации впервые появилось в докладе Вернера (1970 г.), который ставил цель создания экономического и валютного союза к 1980 г. Этому предложению не суждено было претвориться в жизнь из-за коллапса в 1971 г. Бреттон-Вудской международной валютной системы. Нефтяной кризис 1973–1974 гг. еще больше подорвал планы Европейской интеграции. Тем не менее Германии, Бельгии, Нидерландам и Люксембургу удалось поддерживать совместное плавание по отношению к американскому доллару, известное как «валютная змея». Несмотря на кратковременное участие Великобритании, Франции и Италии в соглашении, «валютная змея» послужила прологом к созданию Европейской валютной системы.

По завершению нефтяного кризиса к концу 1970-х гг. идея валютной интеграции вновь зазвучала на политической арене Европы, и в 1979 г. была учреждена Европейская валютная система.

Основными характеристиками новой системы были:

- фиксация валютных курсов (с возможностью коррекции);
- расчетная денежная единица ЭКЮ;
- создание Европейского фонда валютного сотрудничества.

ЭКЮ определялась как «корзина» валют стран-участников Европейского союза и состояла из определенного количества французских франков, немецких марок и т.д. (табл. 1.9).

Европейский механизм валютных курсов был корректируемым с возможностью колебаний валютных курсов на 2,25 % вокруг центрального паритета.

Страны-участники механизма валютных курсов обязаны были проводить интервенции, когда курс достигал указанного выше значения (интервенции проводились одновременно центральными банками двух стран, курсы национальных валют которых изменялись по отношению друг к другу).

Предполагалось, что государства должны были проводить стабилизирующую макроэкономическую политику, если индикатор отклонения их валюты превышал установленный рубеж. Государства-участники механизма валютных курсов, по договоренности, могли изменять паритеты валют.

Европейский фонд валютного сотрудничества обеспечивал распределение кредитов между центральными банками в случае ослабления национальных валют. Резервы фонда формировались за счет отчислений 20 % валютных резервов стран ЕС<sup>18</sup>.

Таблица 1.9

Европейская денежная единица ЭКЮ в октябре 1997 г.

	Сумма в ЭКЮ	Вес в ЭКЮ, %	Паритет/ЭКЮ
Бельгийский франк	3,43100	8,71	39,396
Британский фунт	0,08784	11,71	–
Датская крона	0,19760	2,71	7,2858
Немецкая марка	0,62420	32,68	1,91007
Голландский гульден	0,21980	10,21	2,15214
Французский франк	1,33200	20,79	6,40608
Греческая драхма	1,44000	0,49	–
Ирландский фунт	0,00855	1,08	0,792214
Итальянская лира	151,800	7,21	–
Португальский эскудо	1,39300	0,71	195,792
Испанская песета	6,88500	4,24	162,493

Источник: European economic integration/ edited by Frank McDonald, Stephen Dearden. Harlow: Longman, 1999. 3<sup>rd</sup>ed. XVIII, 438 p, il.

Период трансформации механизма валютных курсов в валютный союз можно разделить на пять этапов:

1979–1983 гг. — пробная фаза, характеризуется большими различиями в экономических условиях стран.

<sup>18</sup> European monetary integration: past, present and future / ed. by Eric J. Pentecost and Andre van Poeck. Cheltenham: Edward Elgar, 2001. XVI. 229 p.

1983–1987 гг. — фаза консолидации, немецкая марка выделяется как «ключевая» валюта, вокруг которой формируется общая экономическая политика.

1987–1990 гг. — фаза переориентации, характеризуется асимметричной работой механизма валютных курсов, возникает очевидная потребность в проведении общей политики.

1990–1993 гг. — кризис, спровоцированный отменой контроля за движением капитала и проведением разной денежной политики в объединившейся Германии и других странах-участниках механизма валютных курсов.

1993–1999 гг. — завершающая фаза, характеризуется расширением границ целевых зон валютного курса до 30 % спреда, реализацией критериев конвергенции для подготовки к Европейскому валютному союзу.

На протяжении всех этапов главной целью механизма валютных курсов было создание зоны стабильных валютных курсов и снижение инфляции в странах ЕС. Особенно успешно проходила финансовая интеграция до 1990 г., а фазы 2 и 3 отличались значительным снижением инфляции с 11 % в 1982 г. до 3 % в 1990 г.<sup>19</sup>

В 1980-х гг. проявилась тенденция к уходу от стабилизации валютных курсов в пользу стабилизации уровня цен. Конвергенция в уровнях инфляции была достигнута в основном за счет привязки валютных курсов к курсу немецкой марки. Роль немецкой экономики в становлении Европейской валютной системы можно было сравнить с ролью США в Бреттон-Вудской системе<sup>20</sup>.

Великобритания предпочла плавающий валютный курс, сохранив свободу движения капиталов и независимую денежную политику, в остальных странах возросло политическое давление в направлении создания валютного союза с целью поддержания стабильности валютных курсов.

Позднее планы создания валютного союза получили новые стимулы для развития:

1. «Единый Европейский Акт» 1987 г. закреплял необходимость введения единой валюты для достижения полноценного эффекта от Единого рынка, формирование которого должно было быть завершено к 1992 г.

2. Объединение Германии способствовало интеграционным настроениям в Европе, так как другие члены союза прекрасно понимали, что это поможет не допустить доминирующего положения Германии, и форсировали процесс<sup>21</sup>.

В 1992 г. был подписан Маастрихтский договор, подготовленный на основе доклада Делора 1989 г. Договор обозначил переход к новой стратегии западноевропейской интеграции. От координации действий национальных правительств государства Европейского Союза (ЕС) перешли к формированию общей политики, одним из важнейших направлений которой сразу же стало сотрудничество в валютной сфере.

---

<sup>19</sup> European monetary integration: past, present and future / ed. by Eric J. Pentecost and Andre van Poeck. Cheltenham: Edward Elgar, 2001. XVI. 229 p.

<sup>20</sup> McKinnon R. The rules of the game: international money in historical perspective / R. McKinnon // Journal of economic literature, 1993. 31, issue 1, pp.1–44.

<sup>21</sup> EMU explained: the impact of the Euro/ edited by Noah Barkin and Adam Cox. London: Kogan Page, 1998. 2<sup>nd</sup> ed. XIII. 242 p.



В соответствии с Маастрихтским договором, устанавливался трехступенчатый план:

1. Введения единой валюты.
2. Учреждения центрального банка ЕС.
3. Перехода права на проведение экономической политики от национальных правительств к наднациональным органам.

Первый этап — с 1 июля 1990 г. до 31 декабря 1993 г. — характеризовался либерализацией движения капиталов внутри ЕС, завершением формирования единого внутреннего рынка, разработкой мер по сближению макроэкономических показателей стран-членов.

Во время второго этапа — с 1 января 1994 г. до 31 декабря 1998 г. реализовывались программы стабилизации бюджетов, цен и иных показателей, соблюдение которых является обязательным для достижения экономической конвергенции. Было завершено формирование правовой и институциональной базы европейского валютного союза путем учреждения *Европейского валютного института* (ЕВИ), разработкой будущей *Европейской системы центральных банков* (ЕСЦБ) во главе с *Европейским центральным банком* (ЕЦБ). ЕВИ не обладал правом принятия решений, но отвечал за вопросы технической подготовки к валютному союзу. На 31 декабря 1998 г. были определены фиксированные курсы евро к валютам стран ЭВС (табл. 1.10).

Таблица 1.10

Необратимо зафиксированный курс евро к валютам стран ЭВС

Страна	Валюта	Курс к евро
Австрия	ATS	13,7603
Бельгия	BEF/LUF	40,3399
Германия	DEM	1,95583
Ирландия	IPТ	0,787564
Италия	ITL	1936,27
Испания	ISP	166,386
Португалия	PTE	200,482
Нидерланды	NLG	2,20371
Финляндия	FIM	5,94573
Франция	FRF	6,55957

Источник: Капустин М.Г. Единая денежная единица евро: проблемы и прогнозы. Минск: НТЦ «АПИ». 1999. 53 с.

Заключительный, третий этап с 1 января 1999 г. ознаменовался началом работы ЕЦБ. Участники союза стали проводить согласованную валютную политику, в безналичный, а с 1 января 2002 г. в наличный оборот была запущена единая европейская валюта евро.

Национальные валюты государств зоны евро прекратили хождение с 1 июля 2002 г. Участниками Европейского валютного союза с 1999 г. стали: Австрия, Бельгия, Ирландия, Испания, Италия, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Финляндия, Франция, ФРГ. Греция присоединилась к ним с 2002 г.

Основой функционирования европейской системы центральных банков (ЕСЦБ) является двухуровневая банковская система. К первому уровню относят Европейский центральный банк (ЕЦБ), учрежденный на базе Европейского валютного института, начавшего действовать с 1 января 1994 г. во Франкфурте-на-Майне.

Центральные (национальные) банки 15 государств-членов ЕС составляют второй уровень этой системы. ЕСЦБ, управляется руководящими органами: Советом управляющих ЕЦБ (Governing Council), Правлением ЕЦБ (Executive Board), и Генеральным советом (General Council).

ЕЦБ является ключевым элементом Евросистемы и гарантом выполнения поставленных перед ней задач, действуя самостоятельно или через национальные банки. Он проводит независимую финансовую политику, определяет учетные ставки в зоне евро, котировку евро по отношению к другим валютам и располагает общим ликвидным резервом в 50 млрд евро.

Определение валютного курса евро по отношению к валютам стран-участниц ЕС, не входящим в зону евро, осуществляется в соответствии с механизмом валютных курсов-II (ERM II). Пределы отклонения валютных курсов от центральных паритетов с евро установлены в 15 % по примеру поздней Европейской валютной системы. В зависимости от степени интегрированности страны в зону евро, могут быть установлены более узкие пределы колебаний. Также отклонения курсов могут быть скорректированы для страны, готовящейся к вступлению в зону евро, или выполнившей все, за исключением одного, критерии конвергенции. Центральные паритеты ERM II рассчитываются ЕЦБ, который может оказывать сильное влияние на валютный курс той или иной страны, проводя независимую политику исключительно в интересах стран еврозоны<sup>22</sup>. За ЕЦБ закреплено право инициировать конфиденциальную процедуру пересмотра центральных паритетов.

#### *Критерии конвергенции*

Маастрихтским договором были определены пять финансово-экономических требований для участия в валютном союзе:

- 1) дефицит государственного бюджета не должен превышать 3 % ВВП;
- 2) государственный долг не должен превышать 60 % ВВП;
- 3) темпы инфляции не должны превышать более чем на 1,5 процентных пункта аналогичный усредненный показатель трех государств, в которых отмечается наименьший рост цен;
- 4) процентные ставки по долгосрочным кредитам не должны превышать более чем на 2 процентных пункта соответствующий средний показатель для трех государств, с самым низким уровнем инфляции;
- 5) обменный курс национальной валюты в течение двух лет до введения евро не должен выходить за пределы колебаний, установленные механизмом обменных курсов, действующим в Европейской валютной системе  $\pm 15\%$ .

---

<sup>22</sup> EMU explained: the impact of the Euro/ edited by Noah Barkin and Adam Cox. London: KoganPage, 1998. 2<sup>nd</sup>ed. XIII. 242 p.

Основная цель критериев конвергенции — обеспечить жизнеспособность валютного союза через установление бюджетной и финансовой дисциплины.

В отношении двух первых критериев, которые являются основными, Мaaстрихтский договор демонстрирует гибкий подход. Так, дефицит государственного бюджета может превышать трехпроцентный уровень, если «это превышение носит исключительный и временный характер и его величина незначительно превышает справочное значение». То же касается и требований к государственному долгу: его величина может быть выше 60 % ВВП, если «этот показатель уменьшается и стабильно приближается к справочному значению»<sup>23</sup>.

Жесткие ограничения инфляции несли в себе потенциальные потери как для стран с очень высокой инфляцией, так и для стран, где уровень инфляции был низким.

Критерий колебания валютных курсов исключал возможность манипулирования с целью получения конкурентных преимуществ.

Ограничения подвергались резкой критике со стороны экономистов, так как государства с большим соотношением государственного долга к ВВП были склонны проводить инфляционную политику, тем самым, снижая реальную стоимость долга. Помимо этого, под сомнение ставились значения критериев в 3 и 60 %, которые считались произвольными и противоречащими реальной ситуации. На протяжении 1991–1996 гг. среднее соотношение долга и ВВП увеличивалось из-за рестриктивной бюджетной и денежной политики<sup>24</sup>.

Государства-участники валютного союза могли выполнить критерии конвергенции, а впоследствии нарушить их. Во избежание такого развития событий в 1997 г. был принят «Пакт стабильности и роста», обеспечивающий юридические гарантии соблюдения бюджетной дисциплины государствами-членами валютного союза.

Пакт включает три основных пункта, обязательных к выполнению странами-участниками:

- *формирование сбалансированного бюджета;*
- *размещение депозита в ЕЦБ в размере до 0,5 % ВВП, если бюджетный дефицит превысит трехпроцентный уровень;*
- *неприменение санкций, если ВВП страны в течение одного года падает более, чем на 2 %, а также при стихийных бедствиях и катастрофах.*

Программа введения евро содержала следующие этапы:

*1 этап. 1 января — 31 декабря 1998 г.* — этап создания экономического и валютного союза, определение первой группы стран, принимающей участие в нем. Запланировано упразднение Европейского валютного института и учреждение Европейского центрального банка (ЕЦБ) во Франкфурте-на-Майне (Германия). Было принято решение, что определять и осуществлять единую денежную политику в рамках ЭВС и отвечать за эмиссию евро будет Европейская

---

<sup>23</sup> Козырин А.Н. Европейский валютный союз: преимущества для единой Европы и российский интересы // Финансы. 1998. № 9. С. 53–55.

<sup>24</sup> European monetary integration: past, present and future / ed. by Eric J. Pentecost and Andre van Poeck. Cheltenham: Edward Elgar, 2001. XVI. 229 p.

система центральных банков (ЕЦБ), состоящая из Европейского центрального банка и национальных центральных банков (НЦБ) государств — членов ЭВС.

Степень выполнения маастрихтских критериев странами ЕС показана в табл. 1.11.

Таблица 1.11

Выполнение странами маастрихтских критериев на момент начала функционирования зоны евро

Страна	Дефицит гос. бюджета, % ВВП	Государственный долг, % ВВП	Уровень инфляции, %	Процентная ставка по долгосрочным кредитам, %
Пропускной критерий	3	60	2,7	7,8
Австрия	2,5	66,1	1,1	5,6
Бельгия	2,1	122,2	1,4	5,7
Германия	2,7	61,3	1,4	5,6
Ирландия	-0,9	66,3	1,2	6,2
Испания	2,6	68,8	1,8	6,3
Италия	2,7	121,6	1,8	6,7
Люксембург	-1,7	6,7	1,4	5,6
Нидерланды	1,4	72,1	1,8	5,5
Португалия	2,5	62	1,8	6,2
Финляндия	0	55,8	1,3	5,9
Франция	3	58	1,2	5,5
Великобритания	1,9	53	1,8	7
Греция	4	107,7	5,2	9,8
Дания	-0,7	59,5	1,9	6,2

Источник: Иванов И. Старт зоны евро // МЭиМО. 1999. № 1. С.3–11.

Первым президентом ЕЦБ стал голландец В. Дуйзенберг, возглавлявший Европейский валютный институт с 1997 г.

*2 этап. 1 января 1999 г. — 31 декабря 2001 г.* Курсы национальных валют планировалось жестко привязать к евро, а безналичные расчеты и операции проводить в новой валюте.

*3 этап.* Начался с 1 января 2002 г. Евро эмитировался Европейским центральным банком для использования в виде национальной валюты всех государств Европейского экономического и валютного союза, и начиналось его обращение в виде банкнот и монет.

Евро был введен в безналичный оборот с 1 января 1999 г. в одиннадцати государствах — членах ЕС: Австрии, Бельгии, Германии, Ирландии, Испании, Италии, Люксембурге, Нидерландах, Португалии, Финляндии и Франции.

*Четвертый этап формирования ЭВС начался с 1 января 2002 г.,* когда в качестве законного платежного средства евро был введен в 12 странах ЕС: Австрии, Бельгии, Финляндии, Франции, Германии, Греции, Ирландии, Италии, Люксембурге, Нидерландах, Португалии, Испании. Кроме того, евро является денежной единицей и в ряде государств, не входящих в ЕС: Андорре, Ватикане, Монако и Сан-Марино.

Три государства — члена ЕС, не перешедшие на евро: *Великобритания, Дания и Швеция,*

1 мая 2004 г. в него вступили в ЕС 10 стран: Эстония, Латвия, Литва, Мальта, Польша, Словакия, Словения, Чешская республика, Венгрия, Кипр. В настоящее время ЕС объединяет 26 стран, исключая Великобританию.

Еврозона — это валютный союз 19 стран ЕС. Евро (€) является единой официальной валютой в 19 странах (Австрия, Бельгия, Кипр, Эстония, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Латвия, Литва, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Португалия, Словакия, Словения, Испания) из 26 стран ЕС и служит конкретным доказательством европейской интеграции. Эти страны составляют Экономический и Валютного союз (ЭВС).

Евро ежедневно используют около 340 000 000 человек, что делает его второй наиболее популярной валютой в мире. Преимущества единой валюты очевидны для тех, кто путешествует в разные страны ЕС или совершает в Евро-союзе покупки.

Государства-члены Европейского валютного союза практически полностью лишились пространства для маневров в экономической политике.

Принятие решений по проведению денежной политики передавалось на наднациональный уровень, а фискальная политика должна была соответствовать бюджетным требованиям. Такое положение дел могло привести к конфликту целей ЕС (низкая инфляция) и национальных правительств (снижение уровня безработицы).

Критерии конвергенции имели широкую трактовку на практике. Особенно это проявилось в отношении показателей государственного долга Италии и Бельгии, их значение превысило 60 % рубеж в два раза.

Показатель бюджетного дефицита Франции умело был представлен удовлетворяющим уровню в 3 % благодаря своеобразному бухгалтерскому учету. Все эти «огрехи», не помешали вступить вышеупомянутым странам в Европейский валютный союз. В очередной раз была продемонстрирована политическая природа межгосударственного соглашения.

Первоначально в 1999 г. ЕЦБ установил 3%-ную ставку для депозитов в евро, затем ставка была снижена до 2,5 % для стимулирования экономического роста, а в 2000 г. ее уровень поднялся до 3,5 % из-за увеличения инфляции в зоне евро. До конца 2000 г. ставка рефинансирования возросла до 4,75 %. Изменения процентной ставки частично подтверждали различия в экономическом развитии стран Европейского валютного союза и противоречия, возникшие на основе единой денежной политики.

Например, такой уровень процентных ставок совершенно не удовлетворял интересы Испании и Италии, где безработица достигала соответственно 17 и 12 %. Ирландия предпочла бы более высокий уровень ставок, так как в 2000 г. ее инфляция достигла 6 %<sup>25</sup>. Получалось, что решение проблемы инфляции в целом по зоне евро усугубляло не менее острую проблему безработицы. Все эти

---

<sup>25</sup> European monetary integration: past, present and future / ed. by Eric J. Pentecost and Andre van Poeck. Cheltenham: Edward Elgar. 2001. XVI. 229 p.

факты демонстрировали, что назрела необходимость формирования серьезного централизованного бюджета и развития гибкого рынка труда. Стал очевидным факт: будущее Европейского валютного союза будет зависеть от успеха структурных реформ и равномерного распределения между странами выигрышей и потерь от участия в союзе.

Возможность достижения уровня развития в Центрально-Восточной Европе западноевропейских стран в большой степени зависит от объема инвестиций и скорости технологических изменений и может быть привязана к большому разрыву между внутренним сбережением и инвестициями. Взаимодействие с ЕС приоритетно для стран ЦВЕ. Евросоюз является важнейшим торговым партнером, на него приходится, к примеру, от 45 % (Болгария) до 69,4 % (Словения) импорта этих стран и от 38 % (Литва) до 72,9 % (Венгрия) их экспорта. Вступление в ЕС должно принести странам ЦВЕ существенные выгоды: увеличение объемов торговли, снижение транзакционных издержек, финансовая помощь из ЕС в виде трансфертов, капитальные вложения. По данным исследования расширения ЕС на восток, возможный выигрыш восточноевропейских стран будет примерно в три раза больше, чем выигрыш ЕС, соответственно 30,1 и 11,2 млрд евро.

Вхождение в ЕС всех стран ЦВЕ умножит риски и обострит противоречия, существующие в данный момент в Евросоюзе, так как возрастет число претендентов на получение дотаций из общеевропейского бюджета. Кроме того, расширение ЕС может ухудшить конкурентные позиции фирм Евросоюза на мировых рынках товаров и услуг. Отрицательный эффект могут почувствовать на себе и некоторые направления экономической политики ЕС. Например, сфера аграрной политики распространится на государства, конкурирующие со странами ЕС в качестве экспортеров сельскохозяйственного сырья и продовольствия. В развитых странах Западной Европы ожидается приток избыточной рабочей силы из стран ЦВЕ.

Приоритетными направлениями в ближайшие годы должны стать макроэкономическая стабилизация (денежная и фискальная политика, режим валютного курса), структурные реформы (особенно важные для экономики стран ЦВЕ) и интенсивное развитие финансового сектора, как неременного условия органичного включения стран ЦВЕ в Европейский валютный союз.

Изучение исторического опыта может служить своеобразной основой для видения перспектив Европейского валютного союза, несмотря на то, что до сих пор не было создано ни одного прецедента валютной интеграции, аналогичного по своей значимости и масштабам. Европейский проект уникален тем, что политически независимые государства отказались от национальных валют в пользу единой валюты и согласились на проведение единой денежной политики. Во многом валютное объединение стало возможным благодаря политическому взаимодействию.

## 1.4. Современное состояние мировой валютной системы

Для того чтобы рассмотреть особенности современной валютной системы, необходимо перечислить основные элементы, которые составляют основу любой валютной системы.

Во-первых, это определенный *набор международных платежных средств* (национальная, иностранная и коллективная международная валюта). Если говорить о национальных валютах в конце XX и в начале XXI в., то их спектр очень широк. Это и традиционные основные валюты мира: в первую очередь доллар США, а также евро, английский фунт стерлингов, японская иена. Вместе с тем, нельзя забывать, что на территории почти 17 % суши используют рубли, 33 % населения используют юань и индийской рупии, а также международные валюты (СДР и евро). Если говорить сегодня о каком-то доминирующем положении доллара в мировой валютной системе, то речь идет именно о международных расчетах. Курсами этих основных валют (доллар США, евро, английский фунт стерлингов, японская иена) определяется современное состояние мирового валютно-финансового рынка. Однако периодически на мировой валютный рынок оказывают мощное воздействие не только курсы этих основных валют, но и более «локальные» валюты. Например, во время мирового финансового кризиса самое пристальное внимание было приковано к валютным рынкам Юго-восточной Азии, поскольку валюты многих стран этого региона обесценивались в 1,5–2,0 раза, а также к валютным рынкам Латинской Америки и особенно бразильскому реалу.

Однако заметим, что главенствующую роль в системе международных экономических отношений играет по-прежнему американский доллар.

Ко второму элементу валютной системы относят *режим обмена валют*, включая валютные курсы и валютные паритеты. Говоря о валютном курсе или котировке валют, надо заметить, что котировку проводят как государственные учреждения, так и крупнейшие коммерческие банки. При этом различают официальную котировку, по которой проводятся все валютные операции государства, а также свободную рыночную котировку валют, которая, как правило, очень незначительно колеблется относительно официального курса и зависят от платежеспособности банков, их оборота, вида деловых отношений между ними.

Если же говорить о методе определения курса валюты, то в принципе любой валютный курс определяется соотношением обмена двух денежных единиц на валютном рынке, фиксирующееся в зависимости от спроса и предложения национальной валюты.

*Под конвертируемостью понимают способность национальной валюты обмениваться на иностранные валюты в любой форме и во всех видах операций без ограничений.* В период действия золотого стандарта автоматически становилась конвертируемой та валюта, которая могла тем или иным образом обмениваться на золото. Однако после демонетизации золота, отмены золотого содержания всех валют *конвертируемость стали понимать исключительно как способность национальной валюты к свободному обмену на другие валюты по действующему валютному курсу.* Так, если доллар США является конверти-

руемой валютой, то это означает, что американцы и граждане других стран, обладая долларами, могут беспрепятственно рассчитываться ими по экспортно-импортным сделкам, депонировать их в банках, продавать доллары за любую другую валюту.

Такими возможностями не располагают физические и юридические лица страны, не имеющей конвертируемой валюты. При этом надо заметить, что конвертируемость национальной валюты в современном мире провозглашается государством после оформления ее соответствующими законодательными актами. Законом определяется, на какие иностранные валюты может обмениваться национальная валюта, может ли она быть объектом купли-продажи на валютных рынках, каким субъектам валютного рынка разрешено в ограниченном или неограниченном количестве совершать те или иные операции, связанные с обменом национальной валюты на другие валюты.

Конвертируемость может быть полной или ограниченной (частичной). При этом *ограниченная конвертируемость допускает, как правило, существование лишь внешней конвертируемости, предполагающей свободное использование ее только иностранными физическими и юридическими лицами и только в текущих, а еще чаще во внешнеэкономических операциях.*

Если же государство вообще запрещает свободный валютный обмен, т.е. проведение каких-либо операций, связанных с обменом национальной валюты на иностранные валюты, без предварительного на то разрешения уполномоченных органов валютного регулирования, такая валюта вообще считается неконвертируемой, несмотря на то, что фактически банками этой страны совершаются разнообразные операции с валютой.

Необходимо заметить, что страны-участницы МВФ обязаны вводить тот или иной режим конвертируемости своей национальной валюты только после согласования соответствующего решения с МВФ. В таком случае МВФ становится своего рода гарантом конвертируемости какой-либо конкретной валюты перед всем миром, а также принимать на себя обязательство помогать стране поддерживать конвертируемость в случае резкого ухудшения ее платежного баланса.

В настоящее время в экономически высокоразвитых странах валюты являются свободно конвертируемыми. Это США, Канада, Япония и т.д. Еще примерно 100 государств имеют валюту с ограниченной конвертируемостью.

Таким образом, степень конвертируемости валюты находится в прямой зависимости от экономического потенциала страны, масштабов ее внешнеэкономической деятельности, устойчивости внутреннего денежного обращения, степени развития национальных товарных, денежных рынков и рынков капитала.

Говоря о конвертируемости валют в современной валютной системе, необходимо заметить, что в 1976 г. МВФ ввел дополнительное понятие «*свободно используемая валюта*». Под это понятие попадают лишь полностью конвертируемые валюты, которые к тому же фактически используются в международных расчетах, операциях международных валютных рынков и накапливаются в валютных резервах стран мира.



Еще одним элементом современной валютной системы является механизм обеспечения валютно-платежными средствами международного оборота. Вводятся и начинают широко использоваться самые различные формы расчетов, появляются все новые инструменты в международной торговле.

В 1981–2015 гг. наиболее часто для привязки курсов национальных валют использовался доллар США (его удельный вес изменялся в пределах от 29 % в 1993 г. до 48 % в 2015 г. в общем количестве денежных единиц с привязанным курсом). Среди стран, выбравших доллар США в качестве якорной валюты, преобладают страны Карибского бассейна, имеющие с США тесные экономические связи (Барбадос, Доминиканская Республика и др.), а также нефтедобывающие страны (Оман, Саудовская Аравия, Катар и др.), что объяснимо традиционным использованием американского доллара в качестве валюты цены на мировом рынке нефти. Помимо этих стран, почти во всех географических частях мира есть те, которые используют американский доллар в качестве якорной валюты.

Евро же для этой цели используют только европейские государства, не присоединившиеся к зоне евро, но поддерживающие с ней активное торгово-экономическое сотрудничество (Черногория, Дания и др.), а также африканские страны, входящие в зону французского франка (Чад, Того и др.). При этом доля единой европейской валюты (ранее совокупная доля немецкой марки и французского франка) в общем количестве стран с привязанным валютным курсом не превышала 28 % (2015 г.).

Случай использования фунта стерлингов как якорной валюты в рассматриваемые годы был зафиксирован МВФ лишь единожды в Гамбии в 1981 г. Практика привязки курсов национальных денежных единиц по отношению к японской иене и юаню в современной истории отсутствует.

Мировые валюты выступают интернациональной мерой стоимости в официальном секторе и в случае осуществления монетарными властями или/и правительственными органами различных стран и регионов мира заимствований на международных рынках в этих валютах. Выпуск международных государственных облигаций осуществляется, как правило, в целях пополнения международных резервов, а также в случае неспособности разместить облигации, номинированные в местной валюте на местном рынке.

Заимствования в иностранных валютах в 1999–2016 гг. увеличились в абсолютном измерении с 558,6 до 1 200,7 млрд долл. США. В относительном же измерении, несмотря на отсутствие постоянного тренда, их доля за тот же период снизилась с 83,1 до 74,3%. При этом диверсификация валютной структуры международных государственных облигаций заметно сократилась. Доля доллара США возросла почти на 15 п.п. и достигла в 2016 г. 78,4 %. Удельный вес единой европейской валюты, хоть и превышал в 2004 и 2009 гг. 20 %, составил в 2016 г. 16,4 % (15,5% в 1999 г.). Совокупная же доля прочих иностранных валют сократилась в четыре раза до 5,2 %<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Кудряшова И.В. Современные мировые валюты: роль в официальном секторе // Финансы и кредит. 2018. Т. 24, № 2. С. 79–94.

Таким образом, предпочтения субъектов мирового хозяйства в выборе якорных валют и денежных единиц для номинирования международных государственных облигаций имеют схожую структуру, которая в последние 35 лет изменилась незначительно.

Мировая валюта выступает средством платежа в официальном секторе, если используется за пределами страны/региона, ее эмитирующей, в процессе валютных интервенций, а также при проведении своп-сделок<sup>27</sup>.

Начиная с 2008 г. Банк Китая также стал проводить своп-сделки. К концу 2016 г. он подписал соглашения об обмене национальной валюты с финансовыми органами 36 стран или регионов (в том числе зоны евро, Великобритании, Венгрии, Сингапура, России, Республики Беларусь и др.) на общую сумму 663,5 млрд юаней (около 100 млрд долл. США)<sup>28</sup>.

Для современной валютной системы свойственно наряду с традиционными видами денежных расчетов, расчеты с помощью электронных денег. Кредитные карточки получили самое широкое распространение. При этом надо заметить, что по карточкам осуществляются расчеты в самых разных денежных единицах, причем самые современные кредитные карточки позволяют проводить и обмен валют, т.е. реально способствуют развитию международных валютных отношений.

Для современного мира с его огромным качественным разнообразием свойственно *стремление унифицировать* механизм международных валютных отношений, привести его в какую-то четкую и стройную систему. При этом используются самые различные способы. Во-первых, это самого разного рода межгосударственные соглашения. Во-вторых, это какие-то внутригосударственные нормативные документы, которые придают национальной валютной системе более стройный характер, а также максимально приближают ее к требованиям международных соглашений.

*Европейская валютная система* — это международная (региональная) валютная система — совокупность экономических отношений, связанная с функционированием валюты в рамках экономической интеграции; государственно-правовая форма организации валютных отношений стран «Общего рынка» с целью стабилизации валютных курсов и стимулирования интеграционных процессов. Европейская валютная система — подсистема мировой валютной системы (Ямайской). Особенности западноевропейского интеграционного комплекса определяют структурные принципы ЕВС, отличающиеся от Ямайской валютной системы.

Резервная валюта является валютой, которая выполняет функции международного платежного и резервного средства, служит базой для определения

---

<sup>27</sup> Kenen P.B. The Role of the Dollar as an International Currency. New York, Group of Thirty, 1983, 40 p.

<sup>28</sup> Kholopov A.V. Macroeconomic implications of the exchange rate regime. Vestnik MGIMO Universiteta. 2015. no. 6. pp. 205–215. (In Russ.) URL: [http://www.vestnik.mgimo.ru/sites/default/files/pdf/022\\_mirovaya\\_ekonomika\\_holopovav\\_0.pdf](http://www.vestnik.mgimo.ru/sites/default/files/pdf/022_mirovaya_ekonomika_holopovav_0.pdf).

валютного курса в других странах, а также широко используется для проведения валютной интервенции с целью регулирования национальной валюты.

Статус резервной валюты дает стране — эмитенту валюты определенные преимущества:

1) предоставляет возможность покрытия дефицита платежного баланса национальной валюты (что происходит сейчас с торговым балансом США);

2) содействует укреплению позиций национальных корпораций в конкурентной борьбе на мировом рынке.

Предпосылки для приобретения статуса резервной валюты:

1) господствующие позиции страны в мировом производстве;

2) лидерство в экспорте товаров, капиталов и в золотовалютном резерве страны;

3) широкая сеть кредитно-финансовых институтов, в том числе за рубежом;

4) организованный и емкий рынок ссудных капиталов.

Рассмотрим конкурентные преимущества доллара США и евро (табл. 1.12).

Таблица 1.12

#### Конкурентные преимущества доллара США и евро

доллар США	евро
Доли валют в мировой торговле: доллар — 81,08 %, евро — 6,64 %	Евро — коллективная валюта, доллар — валюта одного государства
Доли валют в международных валютных резервах: доллар — 60,7 %, евро — 24,2 %	Внешняя политика США не вызывает доверие у кредиторов
Структура валютный корзины sdr: доллар — 41,73 %, евро — 30,93 % (с октября 2016 г.)	Доли валют в платежных операциях: доллар — 38,12 %, евро — 34,69 %

Источник: Каназаров Д.К., Гордячкова О.В. Доллар США и Евро: конкурентные преимущества резервных валют и борьба за лидерство // Интерактивная наука. 2017. № 2.

Как видно из таблицы 1.12, наибольшую долю в мировой торговле, международных валютных резервах, в платежных операциях, а также в структуре валютной корзины SDR занимает долл. США. Кроме того, доля ВВП США в структуре мирового ВВП составляет около 20 %.

Данный фактор влияет на выбор кредиторов, которые предпочитают держать деньги в наиболее «популярной» валюте, что еще больше усиливает величину курса валюты. Кроме того, США — это единое федеративное государство, поэтому регулировать величину курса доллара через регулирование национальной экономики легче, чем воздействовать на величину евро через регулирование «союзной» экономики.

С другой стороны, этот же фактор имеет обратный эффект, в связи с тем, что евро — это коллективная валюта европейских стран, входящих в еврозону, поэтому ухудшение экономического состояния одного из государств еврозоны имеет меньшее влияние, чем ухудшение экономики единого государства США

на доллар. Кроме того, внешняя политика США не вызывает доверие у кредиторов, в связи с тем, что США регулярно участвуют в военных операциях<sup>29</sup>.

Начиная с периода золотого стандарта, сквозь Бреттон-Вудскую и Ямайскую валютную систему в международных отношениях красной нитью идет борьба за мировую эмиссию денег, используемых другими странами в виде резервов, обеспечивающих национальную экономическую безопасность. Исторически доказав свою состоятельность, основной мировой резервной валютной является доллар США. Однако с появлением европейской валютной системы эмиссионная борьба серьезно обострилась, поскольку однополярное устройство мировой экономики, где деньги воспринимаются как средство глобального регулирования прав и свобод граждан<sup>30</sup>.

В таблице 1.13 представлены факторы, влияющие на курс доллара США и евро.

Таблица 1.13

Этапы борьбы доллар США и евро как основной резервной валюты

Политическое событие	Дата	Влияние на курс валют
Информационная война доллара и евро	1985–1991 гг.	Доллар США остается господствующей резервной валютой мира
Информационная атака рынка Германии	1998 г.	Курс доллара по отношению к немецкой марке и российскому рублю возрос
Война НАТО против Югославии	1999 г.	Курс евро после начала агрессии начал резко падать и достиг 81 цента
Введение наличной евровалюты	2002 г.	С этого момента начался постепенный рост европейской валюты, а с апреля 2002 г. больше никогда не опускался ниже \$0,87
Военная агрессия США против Ирака	2003 г.	С начала 2003 г. к концу мая того же года курс евро к доллару вырос уже на 13 % и приблизился к уровню 1,1736
Нестабильная ситуация в Европе	2005 г.	На международных валютных рынках доллар достиг наивысшей отметки по отношению к евро за последние полтора года
Открытие иранской нефтяной биржи с расчетами в евро	2006 г.	Вследствие данных событий, курс доллара все же подвергся ослаблению
Предложение президента России В. В. Путина о создании российской нефтегазовой биржи, торгующей за рубли	2006 г.	Данный фактор также повлиял на постепенный рост евро по отношению к доллару

<sup>29</sup> Гусар С.А. Валютная пара «евро-доллар» и ее роль в формировании новой глобальной международной валютной системы // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=23265444> (дата обращения: 26.11.2016).

<sup>30</sup> Панарин И.Н. Крах доллара и распад США. URL: [https://www.techbook.ru/book.php?id\\_book=1071](https://www.techbook.ru/book.php?id_book=1071) (дата обращения: 26.05.2021).

Политическое событие	Дата	Влияние на курс валют
Призыв Председателя Правительства РФ к отказу от доллара как основной резервной валюты на экономическом форуме в Санкт-Петербурге	2007 г.	Заявление повлияло на рост курса евро в ноябре 2007 г. курс евро к доллару США достиг до \$1,4874
Предложение отказа от доллара во взаиморасчетах между странами-членами ШОС	2009 г.	Данный фактор повлиял на постепенное «оздоровление» курса евро к доллару, после продолжительного спада, который длился почти год (с июля 2008 г. по апрель 2009 г.)
Предложение руководителя Ливии М. Каддафи использовать «золотой динар» в масштабах Африки (в т.ч. при осуществлении нефтяных транзакций)	2011 г.	С июля 2010 г. по май 2011 г. евро к доллару вырос на \$0,2878, или 24 %, и составил на конец данного периода \$1,4837, однако с этого момента курс евро резко начал падать, в том числе и вследствие данного фактора

Источник: Каназаров Д.К. Доллар США и Евро: конкурентные преимущества резервных валют и борьба за лидерство // Интерактивная наука. 2017. № 2. С. 200.

Из представленной таблицы 1.13 видно, что в борьбе за статус основной резервной валюты мира США и Евросоюз использовали различные политические воздействия для повышения валютного курса своей национальной валюты, сохранения ее устойчивости и спасение национальной экономики в целом.

Основными инструментами политического воздействия явились информационная атака и военные операции.

Рассмотрим современное состояние доллара США и евро.

С введением в наличное обращение денежной единицы евро начался постепенный рост валюты по отношению к доллару США.

Возможными причинами столь нестабильного курса евро к доллару, являются:

1. Политика ЕЦБ: Европейский центральный банк продолжает печатать все новые евро, чтобы «залить» ими кризис в южных странах Евросоюза, а 4 сентября 2014 г. было объявлено о снижении ключевой ставки с 0,1 % до рекордно низкого уровня в 0,05 %. Решение ЕЦБ опустить свою ставку заставило курс евро к доллару США «просесть». Дело в том, что политика «дешевых денег» отпугивает иностранных инвесторов, не желающих довольствоваться небольшими процентами.

2. Снижение ключевой ставки также было призвано решить проблемы Греции, однако, негативно повлияло на курс евро<sup>31</sup>.

3. Санкции против России: введение таковых частично спровоцировало сужение рынка сбыта европейских товаров. Это явление неминуемо повлекло падение ВВП. Соответственно санкции оказали негативное влияние на курс европейской валюты.

<sup>31</sup> Полетаев А.А. От еврозации к долларизации: перспективы замещения евро долларом США в еврозоне. URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=23405156> (дата обращения: 25.05.2021).

4. Укрепление позиции доллара: за последний год американская экономика значительно укрепилась, поэтому и курс доллара вырос. Статистика показывает, что во времена роста евро, доллар начинает снижаться, а вот при росте доллара, евро снижается.

5. Референдум о членстве Великобритании в Европейском союзе: итоги референдума привели к «бегству капитала» из Великобритании, что сказалось не только на курсе национальной валюты страны — фунте стерлингов, но и на курсе евро.

Однако стоит отметить, что в настоящее время мы наблюдаем, как евро постепенно вытесняет доллар. Доллар занимает неоправданно высокую долю, которую сложно преодолеть. По мнению аналитиков, сейчас только евро в среднесрочной перспективе может изменить сложившуюся экономическую ситуацию, конечно, при поддержке других стран<sup>32</sup>.

На данный момент, несмотря на все перспективы развития евро, лидирующей валютой, остается доллар. Помимо пессимистичных прогнозов, свидетельствующих о постепенном падении и ослаблении доллара.

*Перспективы доллара как ведущей мировой валюты:*

Негативные факторы:

1. Тенденция снижения доли США в мировом ВВП, доли \$ в мировых валютных резервах с 71 % в 1999 г. до 61 % в 2010 г и в валютной корзине 44 % в 2005–2010 гг. до 41,73 % в 2016 г.

2. Медленное послекризисное восстановление промышленности и внутреннего спроса, углубляющийся хронический дефицит федерального бюджета.

3. Уменьшение экспорта товаров и услуг и увеличение их импорта, что определяет тенденцию сохранения дефицита счета текущих операций ПБ.

4. Нарастивание долга федерального правительства для покрытия бюджетного и внешнеторгового дефицита. (более 17 трлн долл.). Выпуск казначейских обязательств, эмиссия долларов.

Позитивные факторы:

1. Сохранение значительного, хотя и снижающего экономического и валютного потенциала США (доля в мировом ВВП составляет 20,4 %, золотые резервы самые значительные 8,1 тыс. т.)

2. Использование доллара в качестве мировой валюты: как интернациональной меры стоимости (валюта цены в международных контрактах), международного платежного средства и резервного средства.

3. Значительный спрос на доллары на мировых рынках.

4. Огромный масштаб долларизации экономики ряда стран.

5. Интерес стран, имеющих долларовые резервы и портфель правительственных бумаг США статус доллара в МВФ как свободно используемой валюты.

Д.И. Кондратов в своей работе<sup>33</sup> отметил: «Еще один признак начинающего заката доллара — это заявление крупнейших международных организа-

---

<sup>32</sup> Ваградян С.А. Противостояния двух мировых валют: доллара и евро // Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития. URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=21618843> (дата обращения: 25.05.2021).

<sup>33</sup> Кондратов Д.И. Актуальные подходы к реформированию мировой валютной системы // Экономический журнал ВШЭ. 2015. Т. 19, № 1 С. 141.

ций (ООН, МВФ), касающиеся необходимости отказа от доллара в пользу специально разработанной глобальной резервной валюты.

Развитие большей части тенденций началось под воздействием второй крупнейшей экономики мира — Китая, который, согласно имеющимся прогнозам, догонит США по основным экономическим показателям к 2016 г. Уже теперь примерно 70 тыс. китайских компаний используют в трансграничных сделках национальную валюту.

Так, например, экономист М. Снайдер приводит ряд примеров двух- и многосторонних соглашений последнего времени, подрывающих позиции доллара как мировой резервной валюты<sup>34</sup>.

1. В начале 2012 г. Китай и Япония заключили соглашение, согласно которому в двусторонних торговых сделках они будут чаще использовать свои собственные валюты, а не доллары. Если до сих пор для взаимной конвертации юаня и иены Китаю и Японии приходилось прибегать к долларovým резервам, то теперь они могут осуществлять конвертацию своих валют напрямую без участия доллара.

2. Страны БРИКС также планируют перейти к использованию национальных валют в торговле друг с другом. В марте 2013 г. было объявлено о двух соглашениях, цель которых — создать кредитные механизмы для финансирования в национальных валютах бизнеса и взаимной торговли этих стран. Ожидается, что данные соглашения позволят существенно расширить торговлю в рамках БРИКС, объемы которой возрастают последние годы ежегодным темпом в 28 %, но все еще далеки от потенциала.

3. Российско-китайское валютное соглашение. Россия и Китай более года используют национальные валюты во взаимной торговле. Лидеры обеих стран активно выступают за создание новой глобальной резервной валюты и намерены потеснить господство доллара в международной торговле.

4. Укрепление позиций юаня в странах Африки. Став крупнейшим торговым партнером стран этого континента с 2009 г., Китай проводит активную политику, направленную на экспансию своей валюты. В настоящее время значительная часть взаимной торговли между Китаем и странами Африки осуществляется в юанях. Ожидается, что к 2016 г. этот объем возрастет до 768 млрд юаней (100 млрд долл.)

5. Соглашения Китая с ОАЭ и Саудовской Аравией. С первой из них Китай договорился, что в нефтяных сделках каждая из стран будет использовать собственную национальную валюту, что подрывает систему нефтедолларов и создает прецедент для других стран Ближнего Востока. Китай, являясь крупнейшим импортером нефти из Саудовской Аравии, продолжает наращивать объемы не только торговли, но и строительства мощностей по переработке сырой нефти в этой стране»<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> Snyder M. Reasons Why the Dollars Reign as the World Reserve Currency is About to End, Seeking Alpha, May 1. Available at: <http://www.seekinalpha.com/article>.

<sup>35</sup> Каназаров Д.К. Доллар США и Евро: конкурентные преимущества резервных валют и борьба за лидерство // Интерактивная наука. 2017. № 2. С. 200.

Существует вероятность включения в многовалютный стандарт фунта стерлингов и японской иены, которые традиционно используются как мировые валюты.

В связи с развитием полицентризма и регионализма в глобализирующейся мировой экономике формируются условия для интернационализации использования региональных и национальных валют. В мире функционируют более 100 региональных торгово-экономических объединений, в которых используются региональные валюты или разрабатываются проекты их введения, в том числе в форме международных валютных единиц, история которых насчитывает примерно 80 лет, начиная с мирового экономического кризиса 1929–1933 гг.

Так, Банк международных расчетов использовал условный золотой франк для оценки своего баланса. Валютой многостороннего клиринга — Европейского платежного союза (1950–1958 гг.) — служил эпунит, наделенный таким же золотым содержанием, как и доллар США в тот период. В Европейском экономическом сообществе с 1979 г. функционировала европейская валютная единица — ЭКЮ, с 1999 г. была заменена евро — единой европейской валютой. Евро — вначале региональная валюта — в результате успешной конкуренции с долларом стал второй по значению мировой валютой<sup>36</sup>.

Таким образом, мировая валютная система прошла длительный путь развития, прежде чем она приняла современный вид.

В табл. 1.14 представлена эволюция мировой валютной системы.

Таблица 1.14

### Эволюция мировой валютной системы

Критерии	Парижская валютная система с 1867 г.	Генуэзская валютная система с 1922 г.	Бреттонвудская валютная система с 1944 г.	Ямайская валютная система с 1976–1978 гг.	Европейская валютная система с 1979 г. (региональная)	Экономический и валютный союз ЕС с 1999 г.
1. База	Золотомонетный стандарт	Золотодевизный стандарт	Золотодевизный стандарт	Стандарт СДР	Стандарт ЭКЮ (1979–1988 гг.); евро (с 1999 г.)	Евро
2. Использование золота как мировых денег	Золотые паритеты Золото как резервно-платежное средство Конвертируемость валют в золото			Официальная демонетизация золота	Объединение 20 % официальных золото-долларовых резервов. Использование золота для частичного обеспечения эмиссии ЭКЮ, переоценка золотых резервов по рыночной цене.	
	Конвертируемость доллара США в золото по официальной цене					

<sup>36</sup> Красавина Л.Н. Концептуальные подходы к реформированию мировой валютной системы // Деньги и кредит. 2010. № 5. С. 52.



Критерии	Парижская валютная система с 1867 г.	Генуэзская валютная система с 1922 г.	Бреттон-вудская валютная система с 1944 г.	Ямайская валютная система с 1976–1978 гг.	Европейская валютная система с 1979 г. (региональная)	Экономический и валютный союз ЕС с 1999 г.
3. Режим валютного курса	Свободно колеблющиеся курсы в пределах золотых точек	Свободно колеблющиеся курсы без золотых точек (с 30-х гг.)	Фиксированные паритеты и курсы ( $\pm 0,75$ ; $\pm 1$ %)	Свободный выбор режима валютного курса	Совместно плавающий валютный курс в пределах $\pm 2,25$ %, $\pm 15$ % с августа 1993 г. (европейская валютная змея»), с 1999 г. только для 4 стран, не присоединившихся к зоне евро	Плавающий валютный курс
4. Институциональная структура	Конференция	Конференция, совещания	МВФ — орган межгосударственного валютного регулирования	МВФ, Совещания «в верхах»	Европейский фонд валютного сотрудничества (1979–1993 гг.); Европейский валютный институт (1994–1998 гг.); Европейский центральный банк (с 1 июля 1998 г.)	Европейский центральный банк (с 1 июня 1998 г.)

Источник: Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учеб. для вузов / под ред. Л.Н. Красавиной. 3-е изд. М.: Финансы и статистика, 2008. С. 58.

### Контрольные вопросы

1. В чем сущность мировой валютной системы? Какие элементы ее образуют?
2. Дайте определение золотого стандарта и опишите его историю.
3. В чем общие черты и различия Генуэзской и Парижской валютных систем?
4. Каковы были ключевые элементы Бреттон-Вудской валютной системы?
5. Каким образом в рамках Бреттон-Вудской валютной системы страна могла предохранить себя от неожиданного прилива или отлива краткосрочного спекулятивного капитала?
6. Каковы причины и формы проявления кризиса Бреттон-Вудской валютной системы?
7. В чем отличия Ямайской валютной системы от Бреттон-Вудской валютной системы?
8. Сравните мировые валютные системы. В чем их различия? Какие их преимущества и недостатки?
9. Дайте характеристику современной валютной системы и ее основных элементов.
10. Какова роль МВФ в мировой валютной системе и каковы ее цели?
11. В чем заключаются функции валютного правления в современной мировой валютной системе?
12. Каковы проблемы современной мировой валютной системы?

13. В чем заключается сущность европейской валютной системы и каковы ее основные параметры?

14. Назовите основные характеристики Европейской валютной системы.

15. Назовите этапы создания Европейского валютного союза.

16. Назовите основные положения теории оптимального валютного пространства Р. Манделла.

17. Как влияет экспансивная фискальная политика на экономику иницирующей страны, а также на экономику торговых партнеров в условиях абсолютной мобильности капитала?

18. В чем заключаются требования конвергенции основных макроэкономических показателей и каковы эти показатели?

19. Назовите пять финансово-экономических требований для участия в валютном союзе согласно Маастрихтского договора.

20. Какова основа функционирования европейской системы центральных банков (ЕСЦБ).

## ТЕСТЫ

1. Выделите основные принципы современной Мировой валютной системы:

а) золотодевизный стандарт,

б) стандарт специальных прав заимствования (СДР),

в) демонетизация золота,

г) фиксированный валютный курс,

д) плавающий валютный курс,

е) свободный выбор странами режима валютного курса,

ж) долларовый стандарт,

з) институциональная структура:

1) Международный валютный фонд (МВФ),

2) Европейский центральный банк,

3) Всемирный банк (ВБ).

2. Выделите основные принципы Европейского Экономического и Валютного союза:

а) основа — СДР,

б) основа — доллар США,

в) основа — евро,

г) режим фиксированного валютного курса,

д) режим плавающего валютного курса,

е) свободный выбор странами режима валютного курса,

ж) институциональная структура:

1) Международный валютный фонд (МВФ),

2) Европейский центральный банк,

3) Всемирный банк (ВБ).

3. Выделите черты, присущие СДР:

1 вариант: укажите верные ответы;

2 вариант: укажите неверные ответы.

3.1. Эмитент:

- а) МВФ,
- б) Всемирный банк,
- в) Европейский центральный банк.

3.2 Порядок эмиссии и распределения:

- а) в зависимости от изменения золотовалютных резервов стран,
- б) в заранее установленной сумме на определенный период,
- в) распределяется пропорционально взносу страны в капитал эмитента.

3.3. Сфера использования в:

- а) официальном секторе,
- б) частном секторе,
- в) обоих секторах.

3.4. Укажите состав валютной корзины, определяющей условную стоимость СДР до 2000 г.:

- а) доллар США,
- б) фунт стерлингов,
- в) французский франк,
- г) марка ФРГ,
- д) японская иена,
- е) евро,
- ж) юань.

3.5. Укажите состав валютной корзины, определяющей условную стоимость СДР после 2000 г.:

- а) доллар США,
- б) фунт стерлингов,
- в) французский франк,
- г) марка ФРГ,
- д) японская иена,
- е) евро,
- ж) юань.

## 2. ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ЕГО ФОРМИРОВАНИЕ

### 2.1. Валютный курс и его разновидности

Валютный курс, как один из важнейших элементов валютной системы, представляет собой цену денежной единицы одной страны, выраженной в денежных единицах других стран. Стоимостной основой валютного курса выступает покупательная способность валют. Его отклонение от стоимостной основы зависит от спроса и предложения валюты.

Если рассматривать валюты как специфический товар, то они, как и любой другой товар, имеют цену. Поскольку цену валюты невозможно определить в той же валюте, то их цена выражается в других валютах: рубль — в долларах, доллара — в евро и т.д.

*Одним из наиболее важных понятий, используемых на валютном рынке, является содержание валютного курса.*

*Валютный (обменный) курс (exchangerate) — цена единицы национальной валюты, выраженная в единицах иностранной валюты.*

Валютный курс как базовое соотношение цен двух валют может устанавливаться законодательно или определяться в процессе их взаимной котировки.

Котировку валют осуществляют государственные и крупные коммерческие банки. При этом *курс национальной денежной единицы может определяться в форме прямой котировки, когда за единицу принимается иностранная валюта. Валюта, которая покупается или продается, т.е. торгуемая, называется базовой (торгуемой), а валюта, которая служит для оценки торгуемой валюты, называется валютой котировки.*

Может использоваться обратная (косвенная) котировка, когда за единицу принимается национальная денежная единица и выражается в единицах иностранной валюты, т.е. это обратная схема прямой котировки.

*Валютная котировка (currency quotation) — определение валютного курса на основе избранных рыночных механизмов.*

*Прямая котировка — выражение валютного курса единицы иностранной валюты через определенное количество единиц национальной валюты.*

*Косвенная котировка — выражение валютного курса единицы национальной валюты через определенное количество единиц иностранной валюты.*

*Кросс-курс (cross-rates) — это курс обмена между двумя валютами, выраженный через третью. Расчет кросс-курса для валютных пар, где доллар является базой котировки для обеих валют, обратные котировки.*

По классификации, одобренной МВФ в 1982 г., все валюты стран мира в зависимости от степени свободы изменения их курсов делятся на валюты с фиксированным курсом, валюты с ограниченно гибким курсом и валюты с плавающим курсом.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> Киреев А.П. Международная экономика. В 2 ч. Ч. 2 : Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование : учеб. пособие для вузов. М.: Междунар. отношения, 2001. С. 49.

Классификация валютных курсов

Критерий	Виды валютного курса
1. Способ фиксации	Плавающий
	Фиксированный
	Смешанный
2. Способ расчета	Паритетный
	Фактический
3. Вид сделок	Срочных сделок
	Спот-сделок
	Своп-сделок
4. Способ установления	Официальный
	Неофициальный
5. Отношение к паритету покупательной способности валют	Завышенный
	Заниженный
	Паритетный
6. Отношение к участникам сделки	Курс покупки
	Курс продажи
	Средний курс
7. По учету инфляции	Реальный
	Номинальный
8. По способу продажи	Курс наличной продажи
	Курс безналичной продажи
	Оптовый курс обмена валют
	Банкнотный

*Фиксированный валютный курс* (pegged/fixed exchange rate) — официально установленное соотношение между национальными валютами, допускающее временное отклонение от него в одну или другую сторону не более чем на 2,25 %. Курс может фиксироваться одним из следующих способов:

1. Фиксация курса к одной валюте (single currency peg) — привязка курса национальной валюты к курсу наиболее значимых валют международных расчетов.

2. Использование валюты других стран в качестве законного платежного средства.

3. Валютное правление (currency board) — фиксация курса национальной валюты к иностранной, причем выпуск национальной валюты полностью обеспечен запасами иностранной (резервной) валюты.

4. Фиксация курса общей валюты к одной зарубежной валюте.

5. Фиксация курса национальной валюты к валютам других стран — главных торговых партнеров. В этих случаях денежные власти стран поддерживают запасы иностранных валют, к которым фиксирован их курс, на полную сумму национальной валюты, выпущенной в обращение, что иногда позволяет считать этот тип фиксации курса разновидностью валютного правления.

б. Фиксация курса к валютному композиту (currency composite peg) — привязка курса национальной валюты к курсам коллективных денежных единиц, таким как СДР, или к различным корзинам валют стран — основных торговых партнеров. Удельный вес валют в корзинах, составляемых для фиксации курса, обычно отражает удельный вес стран, использующих эту валюту во внешней торговле товарами и услугами и движении капитала данной страны.

*Ограниченно гибкий валютный курс* (limited flexible exchange rate) — официально установленное соотношение между национальными валютами, допускающее небольшие колебания валютного курса в соответствии с установленными правилами. Такой курс может устанавливаться следующими основными способами:

1. Ограниченно гибкий курс к одной валюте (limited flexible vis-a-vis single currency) — поддержание колебаний валютного курса в определенных пределах (7,25 %) от официально зафиксированного паритета к какой-либо одной иностранной валюте.

2. Ограниченно гибкий курс в рамках совместной политики (limited flexible within cooperative arrangements) — совместное плавание национальных валют в пределах 2,25 % от центрального расчетного курса.

*Плавающий валютный курс* (flexible/floating exchange rate) — курс, свободно изменяющийся под воздействием спроса и предложения, на который государство может при определенных условиях оказывать воздействие путем валютных интервенций. Обычно плавающим считается валютный курс, который может изменяться в любых пределах, причем эти пределы законодательно не устанавливаются. Известны его следующие разновидности.<sup>38</sup>

1. *Корректируемый валютный курс* (adjusted exchange rate) — курс, автоматически изменяемый в соответствии со сменой определенного набора экономических показателей. Текущий валютный курс может автоматически изменяться, например вслед за изменением уровня инфляции в данной стране и стране основного торгового партнера.

2. *Управляемо — плавающий валютный курс* (managed floating exchange rate) — курс, устанавливаемый центральным банком, а не валютным рынком, но с частым его изменением. Причем эти изменения не носят автоматического характера и принимают во внимание такие широкие макроэкономические показатели, как состояние платежного баланса страны, объемы международных резервов, развитие параллельного рынка валюты.

3. *Независимо плавающий валютный курс* (independently floating exchange rate) — курс, определяемый на основе соотношения спроса и предложения на валюту на валютном рынке при невмешательстве государства в этот процесс. Государство в лице денежных властей может также торговать на валютном рынке, осуществляя валютные интервенции с целью сглаживания слишком сильных колебаний курса национальной валюты.

---

<sup>38</sup> Киреев А.П. Международная экономика. В 2-х ч. - Ч. II. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. Учебное пособие для вузов. - М.: Международные отношения, 2001. — С. 51.

Общая тенденция в эволюции способов определения валютных курсов заключается в настоящее время в увеличении количества стран, которые используют различные виды плавающих курсов, и сокращении количества стран, придерживающихся политики фиксированного валютного курса.

Фиксация курса, как правило, носит односторонний характер: факт фиксирования малой страной курса своей валюты к валюте большой страны означает только то, что власти малой страны средствами денежной политики обязываются защищать и поддерживать курс, но никоим образом не означает, что его также будут поддерживать власти большой страны. Единственное исключение — взаимные обязательства по поддержанию курсов в странах ЕС.

*Механизмы курсообразования при плавающем режиме* валютного курса делятся на:<sup>39</sup>

– *чистое плавание* (clean floating) — курсообразование без вмешательства центрального банка в валютный рынок;

– «*грязное плавание*» («dirty floating») — курсообразование при активных интервенциях центрального банка на валютном рынке.

Индекс реального валютного курса показывает его динамику с поправкой на темпы инфляции в обеих странах. Если темп инфляции у себя в стране превышает зарубежный, то реальный валютный курс национальной валюты будет выше номинального. В зависимости от того, к какой именно валюте котируется национальная валюта, динамика движения валютного курса может быть различной.

Для того чтобы оценить динамику валютного курса не по отношению к какой-либо одной иностранной валюте, а по отношению ко многим валютам, рассчитывают *эффективный валютный курс*. В практических целях в расчет принимается динамика движения валют тех стран, которые являются основными торговыми партнерами данной страны, поскольку на их валюты предъявляют основной спрос национальные импортеры и в их валютах получают платежи национальные экспортеры.

*Номинальный валютный курс* (nominal exchange rate) — курс между двумя валютами, цена единицы иностранной валюты, выраженная в единицах национальной валюты. Когда используется термин «валютный курс», то речь идет о номинальном обменном курсе.

Установление курса национальной денежной единицы в иностранной валюте в данный момент называется валютной котировкой.

*Реальный валютный курс* (real exchange rate) — номинальный валютный курс, пересчитанный с учетом изменения уровня цен в своей стране и в той стране, к валюте которой котируется национальная валюта.

Для выяснения реального обменного курса цену корзины иностранных товаров переводят в национальную валюту по номинальному курсу и делят на цену корзины таких же местных товаров.

---

<sup>39</sup> Киреев А.П. Международная экономика. В 2 ч. Ч. 2 : Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование : учеб. пособие для вузов. М.: Междунар. отношения, 2001. С. 52.

### Реальный валютный курс

Реальный валютный курс характеризует соотношение, в котором товары одной страны могут быть проданы в обмен на товары другой страны.

В общем виде *реальный валютный курс характеризует соотношение цен на товары за рубежом и в данной стране, выраженных в одной валюте*. Другими словами, реальный валютный курс — это относительная цена товаров, произведенных в двух странах. Реальный валютный курс  $R$  определяется как:

$$R = \frac{eP^*}{P},$$

где  $e$  — номинальный валютный курс (здесь и далее количество национальной валюты на единицу иностранной);  $P^*$  — уровень цен за рубежом (в иностранной валюте);  $P$  — уровень внутренних цен (в национальной валюте).

Реальный валютный курс оценивает конкурентоспособность страны на мировых рынках товаров и услуг. Увеличение данного показателя, или реальное обесценение, означает, что товары и услуги за рубежом стали относительно дороже, и, следовательно, потребители как внутри страны, так и за рубежом предпочтут отечественные товары иностранным. Снижение данного показателя, или реальное удорожание, напротив, свидетельствует о том, что товары и услуги данной страны стали относительно дороже, и она теряет конкурентоспособность.

Существуют и иные подходы к оценке реального валютного курса. Он может определяться как отношение цен товаров, пригодных для международного обмена (tradables), к которым относится продукция сельского хозяйства, нефть, автомобили, промышленное оборудование и т.п., к цене товаров, не являющихся объектом международной торговли (nontradables), к которым относится жилье и большинство услуг.

$$R = \frac{eP_t}{P_n},$$

где  $e$  — номинальный валютный курс;  $P_t$  — цена товаров, пригодных для международного обмена (в иностранной валюте);  $P_n$  — цена товаров, не являющихся объектом международной торговли (в национальной валюте).

Этот показатель также оценивает международную конкурентоспособность страны. Снижение  $R$ , или реальное удорожание, отражает рост внутренних издержек при производстве товаров, пригодных для межстранового обмена.

Иногда  $R$  определяется как отношение издержек на оплату труда в единице продукции за рубежом к данному показателю внутри страны.

$$R = \frac{eW^*}{W},$$

где  $e$  — номинальный валютный курс;  $W^*$  — удельные издержки на оплату труда за рубежом (в иностранной валюте);  $W$  — удельные издержки на оплату труда внутри страны (в национальной валюте). Чем выше этот показатель, тем дешевле производство товаров внутри страны и выше конкурентоспособность.



*Номинальный эффективный валютный курс* — (nominal effective exchange rate) индекс валютного курса, рассчитанный как соотношение международной валютой и валютами других стран, взвешенными в соответствии с удельным весом этих стран в валютных операциях данной страны.

В расчете номинального эффективного валютного курса значительную роль играют экспертные оценки. По методологии МВФ, для его составления, нужно, прежде всего, выбрать базовый год, к которому будут пересчитаны все индексы валютных курсов, затем выбрать способ усреднения валютного курса за год, определить, какие страны можно считать главными торговыми партнерами данного государства, вычислить удельный вес каждой из них в торговом обороте этого государства, рассчитать индексы среднегодовых обменных курсов номинальной валюты к валютам стран — главных торговых партнеров по отношению к базовому году и взвесить их по удельному весу этих стран в торговом обороте данной страны.

В результате *номинальный эффективный валютный курс* покажет усредненную динамику движения курса национальной валюты по отношению уже не к одной, а к нескольким, наиболее важным для данного государства, валютам.

Однако номинальный эффективный валютный курс отражает изменение не только стоимости самих валют, но и уровней цен в каждой из стран. Чтобы определить реальные тенденции эффективного валютного курса, в нем, как и в случае с реальным валютным курсом, учитывают движение цен или показателей издержек производства как в своей стране, так и во всех принимаемых в расчет зарубежных странах.

*Реальный эффективный валютный курс* — (real effective exchange rate) — номинальный эффективный валютный курс с поправкой на изменение уровня цен или других показателей издержек производства, показывающий динамику реального валютного курса данной страны к валютам стран — основных торговых партнеров.

Индекс реального эффективного валютного курса является основным показателем, характеризующим обобщенную динамику и направление движения курсов основных валют, и может служить основанием для ориентировочных выводов о тенденциях их развития. Кроме того, *он является основным показателем, характеризующим конкурентоспособность стран на мировом рынке*. Если реальный эффективный курс национальной валюты повышается, то конкурентные позиции страны на мировом рынке ухудшаются: экспорт становится дороже, и сокращаются его размеры, импорт, напротив, будет дешевле, и размеры его растут. Величина роста реального эффективного валютного курса по сравнению с периодами, когда экономика страны находилась в относительно благоприятном состоянии, показывает размер девальвации национальной валюты, необходимый для восстановления ее международной конкурентоспособности и достижения сбалансированности платежного баланса.

#### *Примеры расчета валютных курсов*

Например 1. *Расчет кросс-курса для валют с прямыми котировками к доллару США*, где доллар является валютой котировки для обеих валют.

Например, нам необходимо найти *кросс-курс фунта стерлинга к евро* — GBP/EURO. Правило расчета такой дроби через долларовые курсы этих валют приводит нас к следующей формуле:  $GBP/EURO = (GBP/USD) / (EURO/USD)$ . Если  $GBP/USD = 1,6620$ , а  $EURO/USD = 1,3900$ , то кросс-курс GBP/EURO составит  $1,6620/1,3900 = 1,1957$  с округлением до пункта.

В этом случае правило указывает, что *если доллар является валютой котировки для обеих валют, то для нахождения их кросс-курса необходимо разделить долларовые курсы этих валют*. Следует обратить внимание при выборе числителя и знаменателя на стоимостные характеристики доллара США по отношению к данным валютам, чтобы не получилось, что более дорогая валюта арифметически дешевле.

Требуется найти кросс-курс канадского доллара и швейцарского франка CAD/CHF. Попробуем вывести формулу получения соотношения CAD/CHF в виде написания дроби CAD/CHF путем использования долларовых курсов канадского доллара и швейцарского франка:  $CAD/CHF = (USD/CHF) / (USD/CAD)$ . Если  $USD/CHF = 0,9000$ , а  $USD/CAD = 1,1000$ , то кросс-курс CAD/CHF составит  $0,9000/1,1000 = 0,8182$  с округлением до пункта, т.е. котировку *более дорогой валюты делим на котировку более дешевой валюты*.

Таким образом, если доллар США является базой котировки для обеих валют, то для нахождения их кросс-курса следует разделить долларовые курсы этих валют.

Пример 2. Требуется найти кросс-курс фунта стерлинга к рублю — GBP/RUB. Вновь используем правило расчета дроби GBP/RUB на основе долларовых курсов этих валют. Здесь курс GBP/USD является прямой котировкой, а курс USD/RUB — обратной котировкой:  $GBP/RUB = GBP/USD \times USD/RUB$ . Приняв, что курс  $GBP/USD = 1,5720$ , а курс  $USD/RUB = 75,00$ , получим кросс-курс фунта стерлингов к рублю GBP/RUB:  $1,5720 \times 75 = 117,7$ .

Таким образом, следующее правило расчета кросс-курсов гласит: если доллар является базой котировки только для одной из валют, то необходимо перемножить долларовые курсы этих валют.

*Спот-курс (spotrate)* — курс, по которому обмениваются валюты в течение не более двух рабочих дней с момента достижения соглашения о курсе.

*Форвардный курс (forwardrate)* — согласованный курс, по которому обмениваются валюты в определенный момент в будущем, более чем через три дня после достижения соглашения о курсе.

На изменение валютного курса влияет множество факторов, управляющих спросом и предложением. Так, например, рост экономики будет увеличивать спрос на все виды товаров и услуг, в том числе и импортные. Увеличение импорта приведет к увеличению спроса на иностранную валюту.

Данные способы применяются для расчета среднего кросс-курса, однако в реальности любые курсы котируются банками в виде двусторонней котировки bid и offer. Например, клиенту банка, имеющему счет в рублях, требуется купить 100 тыс. фунтов стерлингов для оплаты контрактных поставок, и он хочет знать, какая сумма в рублях будет списана с его счета.

Банк прокотирует ему курс фунта стерлингов к рублю в виде двусторонней котировки: GBP/RUB = 57,00/62,00. Поскольку базовой валютой является фунт стерлингов, то по стороне bid (левая часть котировки) банк будет покупать фунты стерлингов против рубля, а по стороне offer (правая часть котировки) продавать фунты.

Соответственно, клиент купит у банка 100 тыс. фунтов стерлингов по курсу 62,00 (стороне offer), заплатив за них 6200 тыс. р.

*Форвардные операции* (forward operations, или сокращенно, fwd) — это сделки по обмену валют по заранее согласованному курсу, которые заключаются сегодня, но дата валютирования (т.е. выполнение контракта) отложена на определенный срок в будущем.

Например, если 14 марта заключена конверсионная сделка спот, то датой валютирования будет второй рабочий день после дня заключения, т.е. 18 марта (15 и 16 марта — выходные дни). Если, *в отличие от сделки спот*, 14 марта заключена 3-месячная форвардная сделка, то дата валютирования, придется на 14 марта + 3 месяца.

Форвардные операции делятся на два вида: сделки *аутрайт* (outright) — единичная конверсионная операция с датой валютирования, *отличной от даты спот*; сделки своп (swap) — *комбинация двух противоположных конверсионных операций с разными датами валютирования*.

Как правило, форвардные операции заключаются на срок до 1 года, и им соответствуют стандартные периоды в 1, 2, 3 месяца, 6 месяцев и год с прямыми датами валютирования (straightdates или flatdates). Однако клиентам банка часто необходимо заключить форвардные контракты, даты валютирования которых не будут совпадать со стандартными сроками (например, сделка аутрайт на 40 дней). В этих случаях считается, что сделки имеют *с ломаной датой*, следует принимать во внимание, что рынок таких операций менее ликвиден, нежели рынок сделок со стандартными сроками, и может быть сложно найти для нее контрагента для закрытия операции и уравновешения валютной позиции.

*Форвардные операции широко применяются для страхования валютных рисков, а также для спекулятивных операций*. Например, внешнеторговые организации, имеющие платежи и поступления в разных валютах, используя форвардные контракты, способны *застраховать риск изменения валютных курсов*.

Например, нефтедобывающее предприятие России, как правило, экспортирует нефть и нефтепродукты за рубеж в обмен на доллары США, в то же время оно периодически вынуждено закупать необходимые трубы, буровые установки и комплектующие в Германии за евро.

Таким образом, предприятие имеет экспортные поступления в одной валюте, а платежи — в другой. Если предприятие хорошо знает график продаж нефти и закупок труб, оно может застраховаться от риска возможного изменения курса доллара к евро в неблагоприятную сторону, заключив контракт на покупку евро за доллары на момент совершения закупок немецкого оборудования. При этом, зная заранее обменный курс, предприятие в состоянии просчитать свои будущие издержки и наметить правильную инвестиционную и ценовую политику.

В форвардных сделках применяется специальный *форвардный курс*, который обычно отличается от *курса спот*. Порой встречается точка зрения, согласно которой форвардный курс отражает ожидания участников рынка, касающиеся будущего курса, и является индикатором значения курса *спот* через определенный период времени. С другой стороны, многие задают себе вопрос, почему курс спот и форвардный валютный курс должны различаться и почему, заключив конверсионную сделку на споте, нельзя по такому же курсу заключить конверсию с датой валютирования через 3 месяца.

Существует множество объяснений факту различия курса спот и форвардного курса, однако главной причиной является разница в процентных ставках по депозитам в двух валютах.

Предположим, что форвардный курс и курс спот доллара США к швейцарскому франку составляют  $USD/CHF = 1,5000$ , тогда как процентные ставки по 3-месячным депозитам в долларах составляют 4 % годовых, а процентная ставка по 3-месячным депозитам в франках равна 6 % годовых (в данном гипотетическом примере мы абстрагируемся от сторон bid и offer).

Некая компания имеет 1 000 000 долларов, которые на 3 месяца высвобождены из производственного оборота. Она решает разместить их в депозит в какой-либо банк на 3 месяца для получения процента.

Если разместить 1 000 000 долларов в 3-месячный депозит в банке, процентный доход составит 10 000 долларов.

Таким образом, через 3 месяца компания будет иметь основную сумму и начисленные проценты в размере 1 010 000 долларов.

Однако процентные ставки по 3-месячным депозитам в франках выше. Если инвестор обратится в свой банк и сконвертирует 1 000 000 долларов во франки на условиях спот по курсу  $USD/CHF = 1,5000$ , он получит 1 500 000 франков:  $1\,000\,000 \cdot 1,5000 = 1\,500\,000$  франков.

1 500 000 франков, инвестированные в 3-месячный депозит под 6 % годовых, принесут компании процентный доход, равный 22 500 франков.

Всего основная сумма депозита (принципал) и начисленные проценты составят 1 522 500 франкам.

Если верно предположение, что *курс спот и форвардный курс равны*, то, рассчитав доходность депозитов в долларах и франках, компания заключит два контракта:

- продаст 1 000 000 долларов на споте по курсу 1,5000 (см. выше);
- заключит одновременно форвардный контракт (сделку аутрайт) на продажу 1 522 500 франков за доллары (т.е. покупка долларов обратно) через 3 месяца на день окончания депозита по такому же курсу 1,5000:  $(1\,522\,500/1,5000 = 1\,015\,000\ USD)$ .

Как мы видим, операция по обмену долларов на франки, инвестированию в депозит во франках и обратная конвертация по такому же курсу принесли инвестору дополнительный доход в 5000 долларов:  $1\,015\,000\ USD - 1\,010\,000\ USD = 5\,000\ USD$ .

На самом деле, если бы соблюдалось равенство форвардного курса и курса спот, владельцы долларов ринулись бы обменивать их на франки и класть на

депозиты во франках, отчего курс доллара США к швейцарскому франку мгновенно бы рухнул (или до долларового уровня упали бы процентные ставки по депозитам в франках), т.е. исчезла бы возможность для безрискового получения прибыли.

Форвардный курс равняется курсу спот только при условии равенства процентных ставок в валютах на данный период.

Для нашего гипотетического примера 3-месячный форвардный курс доллара к франку должен быть на самом деле выше курса спот на некоторую величину, позволяющую нивелировать разницу в процентных ставках при совершении обратной конверсии в будущем на условиях форварда.

## 2.2. Факторы, определяющие номинальный курс

На основе теории ППС можно прогнозировать изменения номинального обменного курса в условиях, когда экономика находится на уровне потенциального выпуска и цены проявляют гибкость. Основываясь на предпосылке о неизменности реального валютного курса, номинальный валютный курс может быть представлен как относительный уровень цен на товары и услуги. Валютный курс евро к доллару, например, выражается как отношение цен в Германии ( $P_{Герм.}$ ) к ценам в США ( $P_{США}$ ):

$$e = \frac{P_{Герм.}}{P_{США}}.$$

Увеличение предложения денег в Германии или его уменьшение в США обуславливают пропорциональное обесценение евро по отношению к доллару (рост  $e$ ). Уменьшение предложения денег в Германии или его увеличение в США, напротив, приводят к пропорциональному удорожанию евро (падение  $e$ ).

Рассмотрим факторы, вызывающие краткосрочные колебания валютного курса. К ним относятся изменения уровня совокупного выпуска в результате роста или падения совокупного спроса, различия в уровне процентных ставок в разных странах, состояние баланса текущих операций, ожидания экономических агентов относительно будущих изменений валютного курса, предвыборные кампании, политические убийства и т.п.

Рост совокупного выпуска в результате, например, увеличения государственных расходов, может привести к обесценению национальной валюты, особенно если он сопровождается наращиванием импорта.

Валютные курсы остро реагируют на информацию о состоянии баланса текущих операций. Хорошо известно, что дефицит баланса текущих операций служит показателем роста спроса на иностранную валюту, так как происходит переориентация на покупку товаров и услуг в иностранной валюте. Реакция валютного рынка на официальное сообщение о дефиците баланса текущих операций выражается в обесценении национальной валюты.

Валютные курсы чрезвычайно чувствительны к ожиданиям экономических агентов относительно их будущей динамики. При прогнозировании валютных курсов необходимо принимать во внимание размеры планируемого дефицита госбюджета и способы его покрытия, политику Центрального банка в отношении будущего роста денежной массы. Если правительство запланирова-

ло значительный дефицит бюджета, и эмиссионный способ его покрытия неизбежен, или кредитно-денежная политика Центрального банка носит расширительный характер, скорее всего можно ожидать обесценения национальной валюты, поскольку декларируемая политика неизбежно приведет к инфляции.

Колебания валютного курса зависят также от ожидаемых мер правительства в отношении частной собственности, налогов, торговых и валютных ограничений. В случае фиксированного валютного курса от степени доверия правительству зависит деятельность спекулянтов на валютном рынке. Если они убеждены, что правительство не имеет достаточных резервов для поддержки слабеющей валюты, спекуляции против этой валюты усилятся, что ускорит ее девальвацию.

На рис. 2.1 представлена зависимость от значений номинального и реального валютного курса ВВП РФ за период 2001–2017 гг., млрд долл. США.

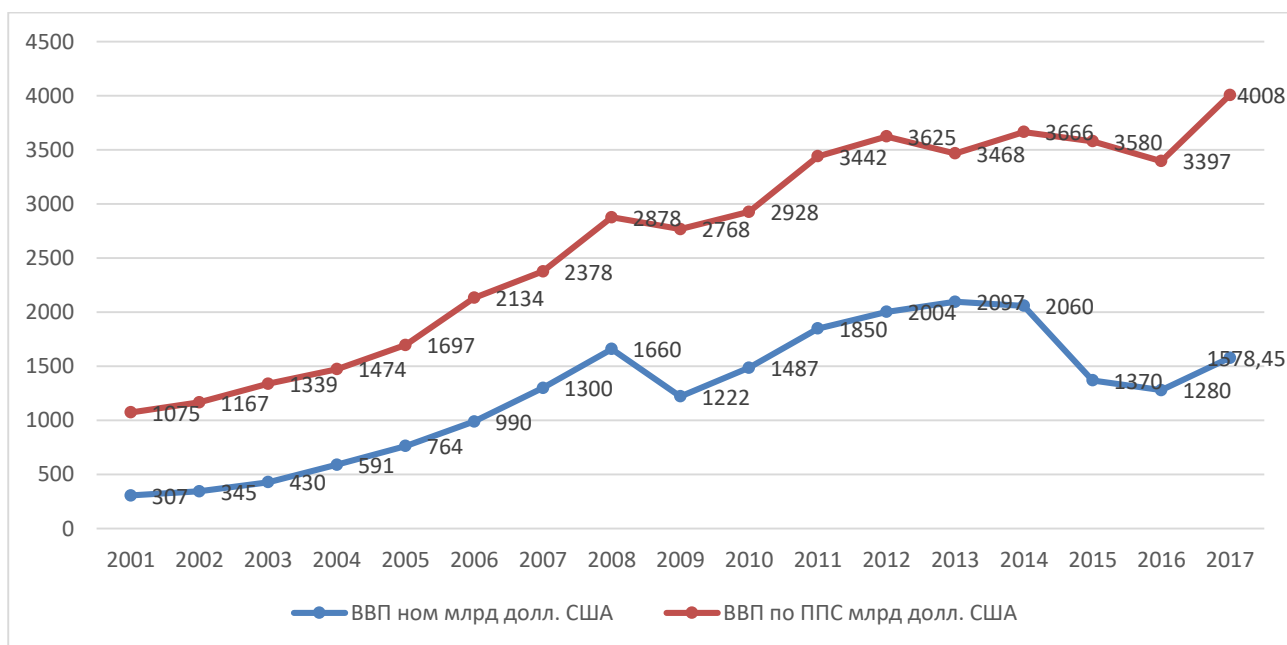


Рис. 2.1. Динамика номинального и реального ВВП за период 2001–2017 гг., млрд долл. США

Источник: составлено автором по данным Росстата. URL: <https://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 23.06.2021)

На стоимостное значение ВВП по текущему курсу и ВВП<sub>ппс</sub> (по паритету покупательной способности российской валюты) повлияли значения номинального (текущего) и реального российского валютного курса. Волатильность валютных курсов отражала изменения различных макроэкономических факторов, которые определялись воздействием мировых финансовых кризисов 2008–2009 гг. и 2014–2016 гг. На рис. 2.2 представлена динамика зависимости ВВП рассчитанного по номинальному валютному курсу от влияния мировых финансовых кризисов.

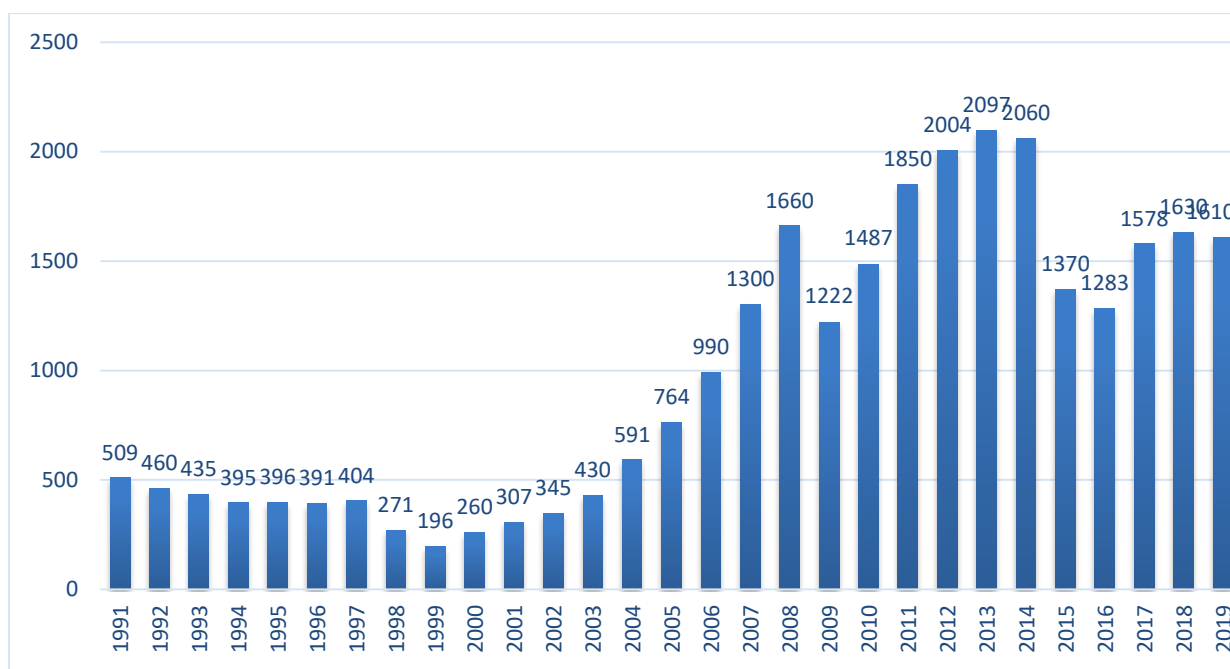


Рис. 2.2. Влияние мировых финансовых кризисов на ВВП по текущему курсу  
 российского рубля

Источник: составлено автором по данным Росстата. URL: <https://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 23.06.2021)

Экономисты с давних пор пытаются понять законы, по которым происходит формирование валютных курсов национальных денежных единиц. Существующие в этой области многочисленные теории, модели и концепции позволяют приблизиться к пониманию частных аспектов проблемы. Практические задачи прогнозирования валютных курсов требуют учета и взаимоувязки всего спектра экономических факторов, влияющих на курсообразование. Знание этих законов позволило бы прогнозировать динамику валютных курсов, а это, в свою очередь, помогло бы правительствам предотвращать кризисные ситуации, а экономическим агентам — минимизировать хозяйственные потери.

### *Западные теории регулирования валютного курса*

#### *1. Теория регулируемой валюты*

Эта теория имеет два основных направления: 1) стабилизация, которая достигается через маневрирование содержанием чистого золота денежной единицы; 2) соблюдение условия, что нейтральный валютный курс является курсом, который соответствует равновесию национальной экономики.

#### *2. Теория ключевых валют*

Данная теория регулирования заключается в том, что происходит разделение на ключевые, на твердые, а также на мягкие валюты, которые не играют значимой роли в существующих международных экономических отношениях. Кроме того, согласно данной теории валютной политике государств необходимо ориентироваться на доллар, а также необходимо поддерживать американский доллар в качестве резервной валюты. Причем даже в том случае, если это противоречит собственным национальным интересам государств.

### *3. Теория фиксированных паритетов и курсов*

Эта теория считает изменение валютного курса неэффективным средством, предназначенным для регулирования платежного баланса по причине того, что реакция внешней торговли на колебания цен недостаточна. Специалисты, которые придерживаются данной теории, рекомендуют режим фиксированных равенств сторон, при этом допуская изменение этих паритетов только, если существует фундаментальное неравновесие платежного баланса. Кстати именно эта теория стала основой Бреттон-Вудской валютной системы.

### *4. Теория плавающих валютных курсов*

Целью этой теории является объяснение преимуществ режима плавающего вида валютного курса по отношению к фиксированному виду валютного курса. Такими преимуществами являются автоматическое выравнивание платежного баланса, возможность сдерживания валютных спекуляций, достаточно свободный выбор методов ведения национальной экономической политики государства без какого-то либо внешнего давления, стимулирование мировой торговли. Кроме того, валютный рынок определяет соотношение курсов валют гораздо лучше, чем государство.

### *5. Нормативная теория*

Теория рассматривает существующий валютный курс в качестве дополнительного инструмента предназначенного для регулирования экономики. При этом рекомендуется использовать режим гибкого курса, который при этом контролируется государством. Согласно этому курсу, основой валютный курс в качестве дополнительного инструмента валютного курса, являются различные паритеты и соглашения, которые усыновлены международными органами.

### *6. Теория паритета покупательной способности*

Для определения валютного курса, нужно учитывать уровень цен двух стран. При этом уровень цен зависит от того, сколько денег находится обращении. Основным направлением этой теории является поиск так называемого курса равновесия, который, мог бы поддерживать уравновешенность платежного баланса.

*Паритет покупательной способности, ППС (purchasing power parity, PPP)* — равенство покупательной способности различных валют при неизменном уровне цен в каждой из стран.

Покупательная способность национальной валюты каждой страны зависит от уровня ее внутренних цен.

Доктрина паритета покупательной способности/силы (ППС) как важнейший элемент теории валютного курса остается единственной концепцией, призванной трактовать закономерности его динамики. Однако в последние годы в ее рамках оказалось невозможным объяснить как краткосрочные, так и среднесрочные колебания валютных курсов. Их изменчивость значительно возросла при переходе к плавающему режиму. При этом уровень цен в развитых странах в последние два десятилетия был относительно стабильным. Такое положение создало проблемы для доктрины ППС, исходящей из тесной взаимосвязи валютных курсов и внутренних цен. Стало очевидным, что доктрина ППС не мо-



жет объяснить не только краткосрочную, но и среднесрочную и долгосрочную динамику валютных курсов.

Это было вызвано резким усилением неустойчивости курсов валют в 1980–1990-е гг. Стандартные отклонения (корень из дисперсии) квартальных изменений немецкой марки, иены, французского франка и фунта стерлингов по отношению к доллару США составили в указанный период 5–6 % при разбросе от 5,14 (французский франк) до 5,70 % (японская иена)<sup>40</sup>. Стандартные отклонения квартальных изменений реального эффективного курса этих валют были ниже — в среднем 3–4 %. Эффективный курс отражает колебания валюты конкретной страны по отношению к валютам основных торговых партнеров. Весами при его расчете служат доли стран-партнеров во внешнеторговом обороте.

Колебания реальных эффективных курсов валют развитых стран свидетельствуют о существенных краткосрочных изменениях стоимостных объемов внешней торговли. Расхождение между двусторонним и эффективным курсами указывают на важную роль движения капиталов в усилении подвижности курсов.

## 2.3. Теории паритета покупательной силы

### 2.3.1. Теория абсолютного паритета покупательной силы

Основоположником теории абсолютного паритета покупательной силы считается Г. Кассель, который обобщил разработки, проведенные Д. Рикардо<sup>41</sup>. Историки экономической науки связывают появление теории ППС с идеями, высказанными в 1801–1803 гг. Дж. Уитли<sup>42</sup>. В эти годы английский фунт не разменивался на золото. В таких условиях не мог не возникнуть вопрос о стоимостной основе валютного курса.

По Г. Касселю, готовность заплатить известную цену за иностранные денежные знаки определяется тем, что за границей они имеют покупательную силу в отношении товаров и услуг<sup>43</sup>. Поэтому частное от деления покупательной силы двух валют называется паритетом покупательной силы (способности). Но при инфляции новый курс будет равен старому, умноженному на соотношение темпов обесценения денег в двух странах. Таким образом, Г. Кассель предложил два способа расчета ППС — абсолютный и относительный.

Теория абсолютного ППС — (absolute PPP theory) обменный курс между валютами двух стран равен соотношению уровней цен в этих странах.

$$k(t) = P(t) / P_0(t), \quad (1)$$

$k(t)$  — валютный курс,  $P(t)$  и  $P_0(t)$  — уровень цен внутри страны и за границей,  $t$  — момент времени.

Соотношение (1) предполагает действие так называемого закона одной цены.

---

<sup>40</sup> Missa M., Masson P., Swoboda A., Jadresic E., Mauro P., Berg A. Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. IMF.Advancescopy, April 2000.

<sup>41</sup> Филаточев И.В. Концепции «открытой экономики»: интернационализация и макроэкономическая политика государства. М., 1991. С. 66.

<sup>42</sup> Einzig P. History of Foreign Exchange. L., 1970. P. 204.

<sup>43</sup> Cassel G. The Present Situation of Foreign Exchanges // Economic Journal. 1916. March. P. 62–65 ; Кассель Г. Инфляция и валютный курс. М.: Эльф-пресс, 1995. С. 23.

Закон одной цены (law of one price) — в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в различных странах имеет одинаковую цену, если она выражена в одной и той же валюте.

Формула (1) отражает закон формирования валютного курса в статике. Однако этот закон может быть легко переведен в динамическую форму:

$$k^* = P^* - P_0^*, \quad (2)$$

где  $k^* = (dk/dt)k$  — темп прироста валютного курса,  $P^* = (dP/dt)/P$  и  $P_0^* = (dP_0/dt)/P_0$  — темпы инфляции (темпы роста цен) внутри страны и за границей.

Многие аналитики подчеркивают, что закон одной цены в чистом виде действует только при наличии идеального равновесия во внешнеторговой сфере страны — торговый баланс должен быть равен нулю<sup>44</sup>. Как правило, это условие нереалистично. Попытки эмпирической проверки теории абсолютного паритета покупательной силы (способности) показали ее неоднозначность. В целом эта теория не подтверждается, но в то же время на определенных исторических участках развития она соответствует реальности. В частности, Я. Френкел оценил коэффициенты регрессионного уравнения  $k = \alpha(P/P_0)^\sigma$ , где  $\alpha$  и  $\sigma$  — параметры регрессии. Результаты его расчетов на основе ежемесячной статистики валютных курсов и оптовых цен с февраля 1921 г. по май 1925 г. показали, что курсы немецкой, французской, английской и американской валют в основном подчинялись закону абсолютного паритета покупательной силы (1).

В настоящее время специалисты сходятся во мнении, что закон одной цены (1) выполняется лишь в долгосрочном аспекте. Действительно, сбои в работе данного закона приводят к несовпадению номинальных и реальных (дефлированных) валютных курсов, причем на одних участках времени номинальный курс оказывается выше реального, а на других — ниже<sup>45</sup>. Но в ряде случаев указанный закон все же может эффективно использоваться и для исследования краткосрочных эффектов.

Таким образом, теория абсолютного паритета покупательной силы (ППС) имеет как теоретическое, так и практическое значение, однако ее применение требует осторожности.

Полезная сторона теории абсолютного ППС заключается в том, что она четко указывает способ укрепления курса национальной валюты — снижение внутренней инфляции и укрепление покупательной способности национальной валюты внутри страны. Однако в своем изначальном виде теория абсолютного ППС практически неприменима по тем же причинам, что и закон одной цены: трудно составить корзину из совершенно одинаковых товаров, продаваемых в разных странах; транспортные расходы и государственные ограничения на торговлю делают конкуренцию на мировом рынке несовершенной.

---

<sup>44</sup> Филатов И.В. Концепции «открытой экономики»: интернационализация и макроэкономическая политика государства. М., 1991. С. 67.

<sup>45</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М., 2000. С. 51–53.

### 2.3.2. Теория относительного паритета покупательной силы

*Теория относительного ППС (relative PPPtheory)* — изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах.

Теория относительного паритета покупательной силы берет начало в работах Г. Касселя и утверждает, что валютный курс определяется не столько абсолютными ценами, сколько их относительными изменениями<sup>46</sup>:

$$k(t) = k(0)I(t) / I_0(t), \quad (3)$$

где  $k(0)$  — некий равновесный валютный курс в начальный момент времени,  $I(t)$  и  $I_0(t)$  — индексы цен внутри страны и за границей; остальные обозначения — прежние.

Если в качестве  $k(0)$  в модели (3) использовать номинальный валютный курс в начальный момент времени, то и само соотношение (3) будет всего лишь динамическим аналогом уравнения (1). Таким образом, если не привязываться к каким-то особым схемам расчета равновесного курса в (3), то теории абсолютного и относительного паритета покупательной силы следует признать эквивалентными. По-видимому, именно этим и обусловлен факт редкого упоминания в научной литературе теории относительного паритета покупательной силы.

Абсолютный ППС рассчитывается как соотношение индексов потребительских цен двух стран, которое определяет равновесие их валютных курсов. Для расчета относительного ППС выбирается период в прошлом, в котором, как считается, имел место равновесный валютный курс, а затем определяется изменение относительных цен, обусловившее новое соотношение валют.

Если «валюта страны оказывается ниже паритета покупательной силы, то возникает специальная выгода покупать эту валюту и употреблять деньги на покупку товаров в данной стране»<sup>47</sup>.

Г. Кассель был далек от мысли абсолютизировать значение ППС и справедливо отмечал ряд факторов, предопределяющих колебания валютного курса выше или ниже ППС. К их числу относятся 1) ограничения во внешней торговле; 2) спекулятивные валютные операции; 3) ожидания будущего движения валютного курса.

Существенные уточнения в теорию ППС Дж. Кейнсом. По его мнению, ППС есть феномен бумажно-денежного обращения, поскольку при золотом стандарте основой валютного курса является золотой стандарт<sup>48</sup>.

Главную проблему теории ППС Дж. Кейнс видел в оценке покупательной силы денег по отношению к товарам и услугам, не вовлеченным во внешнюю торговлю. Применение теории ППС ко всей массе обращающихся в национальной экономике товаров, как он считал, основываться на следующей предпосылке: динамика внутренних цен товаров, не являющихся предметом международной торговли, в долгосрочном плане должна соответствовать движению цен на объекты международной торговли. ППС, рассчитанный по отношению ко всей

<sup>46</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М., 2000. С. 49.

<sup>47</sup> Кассель Г. Инфляция и валютный курс. М.: Эльф-пресс. 1995. С. 26.

<sup>48</sup> Кейнс Дж. Трактат о денежной реформе. М., 1925. С. 2.

товарной массе, обращающейся в национальной экономике, может не отражать с большой точностью движение валютных курсов, но в любом случае он будет учитывать изменение покупательной силы денег. «Когда колебания паритетов покупательной силы значительно отличаются от колебаний валютных курсов, — писал Дж. Кейнс, — это свидетельствует об уже наступившем или готовящемся наступлении изменении относительных цен двух групп товаров: тех, которые являются объектом международного оборота, и тех, которые таковыми не являются»<sup>49</sup>.

Для Дж. Кейнса значение теории ППС заключалось, прежде всего, в том, что покупательная сила валюты рассматривается в ней как более серьезный фактор макроэкономики, чем изменение валютного курса. Это объясняется тем, что внутренняя покупательная сила быстрее реагирует на денежную политику страны. Его общий вывод состоял в том, что даже несмотря на существенные недочеты теория ППС нашла практическое подтверждение.

Одна из важных особенностей сравнения ППС и реального валютного курса была отмечена Б. Балассой и П. Самуэльсоном<sup>50</sup> и получила название «эффекта Балласы-Самуэльсона». При расчете ППС учитываются цены как товаров, так и услуг. Расхождения в уровне производительности труда между странами при производстве товаров больше, чем при оказании услуг. В странах с высокой производительностью труда складывается относительно более высокий уровень заработной платы и соответственно цен и услуг. Из этого следует, что валюта страны с более высокой производительностью будет переоценена по сравнению с ППС, причем разрыв между ППС и равновесным валютным курсом будет носить устойчивый характер. Данный вывод имел большое значение для дальнейшего развития доктрины ППС. Поскольку в большинстве конкретных случаев курсы, рассчитанные на базе теории относительного ППС, отклоняются от текущих рыночных курсов, то возникла идея о том, что в случае отклонения от ППС валюты оказываются «переоцененными» или «недооцененными».

*Переоцененная/недооцененная валюта* — валюта, реальный курс которой растет быстрее/медленнее, чем курс, рассчитываемый на основе ППС.

Если курс национальной валюты падает медленнее, чем должен был бы на основе соотношения темпов инфляции, то считается, что национальная валюта переоценена или, что то же самое, что иностранная валюта недооценена. Если, напротив, курс национальной валюты падает быстрее, чем должен был бы на основе соотношения темпов инфляции, то считается, что национальная валюта недооценена или, что то же самое, что иностранная валюта переоценена. Оценка курса национальной валюты на предмет ее недооцененности и переоцененности имеет серьезные практические последствия: переоцененность национальной валюты даже по отношению к такому весьма условному расчетному показателю, как ППС, обычно рассматривается как фактор, вредящий экспорту и приводящий к росту дефицита платежного баланса.

---

<sup>49</sup> Кейнс Дж. Трактат о денежной реформе. М., 1925. С. 50.

<sup>50</sup> Balassa B. The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal // The Journal of Political Economy. 1964. December ; Samuelson P. Theoretical Notes on Trade Problems. Review of Economics and Statistics. 1964. № 23.

Теория относительного ППС является серьезным инструментом прогнозирования и оценки валютного курса в следующих случаях:

– при прогнозировании на долгосрочную перспективу на основе имеющихся длинных серий статистических данных о номинальном валютном курсе и расчетных данных о ППС, позволяющих установить многолетнюю корреляцию между курсом и ППС;

– при прогнозировании в условиях высокой инфляции, основанной преимущественно на монетарном факторе — резком увеличении денежной массы в обращении, когда структурные изменения в экономике не являются ярко выраженными;

– при расчете ориентировочного валютного курса, на который должны ориентироваться другие макроэкономические оценки, для определения реальной международной стоимости национальных товаров и услуг.

### 2.3.3. Монетаристская теория абсолютного паритета покупательной силы

Приняв монетаристскую гипотезу о том, что темпы инфляции определяются темпом роста денежной массы, уравнение (2) можно переписать в следующем виде<sup>51</sup>:

$$k^* = M^* - M_0^*, \quad (4)$$

где  $M^* = (dM/dt)M$  и  $M_0^* = (dM_0/dt)M_0$  — темпы прироста национальной и иностранной денежной массы; остальные обозначения — прежние.

Фактически формула (4) представляет собой монетаристскую версию теории абсолютного паритета покупательной силы, хорошо известную в финансовой теории. Надо сказать, что если модель (1) имеет ограниченную область применения, то модель (4) представляется еще более условной. Это особенно отчетливо проявляется, когда одна из рассматриваемых валют является лишь внутренне конвертируемой. Типичными примерами подобной ситуации могут служить российский рубль и израильский шекель<sup>52</sup>. В подобной ситуации более правомерна следующая версия (4):

$$k^* = M^* - \mu_0 dt, \quad (5)$$

где  $\mu_0$  — темп роста поступлений в страну конвертируемой валюты; остальные обозначения прежние.

В основе модели (5) лежит положение о том, что следует рассматривать темп роста не всей иностранной денежной массы, а лишь той, которой располагают агенты внутреннего рынка. Действительно, было бы совершенно абсурдно привязывать курс «рубль/доллар» к росту общемировой долларовой массы. Значительно более логична привязка к долларовой массе, циркулирующей в экономике России, что и предполагает уравнение (5). Вместе с тем совершенно очевидно, что такая модификация исходной монетарной модели (4) по сути дела означает принципиальный пересмотр самого денежно-ценового механизма формирования валютных курсов.

---

<sup>51</sup> Первозванский А.А. О соотношении между темпом инфляции и обменным курсом // Экономика и математические методы. 1998. № 4. С. 165.

<sup>52</sup> Там же. С. 166.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что на разных этапах существования мировой валютной системы функции мировых денег выполняли золото, а также национальные валюты ряда ведущих западных стран. Такие валюты получили название резервных, поскольку главным образом именно в них государства хранят свои валютные накопления. Помимо этого, резервные валюты широко применяются для установления стоимости и оплаты внешнеторговых контрактов, в них номинируются основная масса мировых финансовых активов, они выступают инструментом валютных интервенций и «якорем» денежно-кредитной и курсовой политики многих стран.

В табл. 2.2 представлены экономические функции резервных валют, которые выполняют функции мировых денег — активов, используемых для обслуживания международных экономических отношений.

Таблица 2.2

### Экономические функции резервных валют

Функция	Частный сектор	Государственный сектор
Средство обращения	Валюта платежа в международных контактах	Инструмент валютных интервенций
Мера стоимости	Валюта цены в международных контактах	Номинальный якорь денежно-кредитной политики
Средство сбережения	Валюта номинала финансовых активов	Валюта размещений официальных резервов

Источник: Кондратов Д.И. Актуальные подходы к реформированию мировой валютной системы // Экономический журнал ВШЭ. 2015. Т. 19, № 1. С. 131.

## 2.4. Валютный рынок

Международный обмен товаров, услуг и капиталов вовлекает в свою орбиту валютный рынок. Импортёры обменивают национальную валюту на валюту той страны, где они покупают товары и услуги. Экспортёры, в свою очередь, получив экспортную выручку в иностранной валюте, продают ее в обмен на национальную валюту. Инвесторы, вкладывая капитал в экономику той или иной страны, испытывают потребность в ее валюте.

*Валютный рынок — это особый рынок, на котором осуществляются валютные сделки, т.е. обмен валюты одной страны на валюту другой страны по определенному номинальному валютному курсу.*

*Курс национальной денежной единицы может определяться как в форме прямой котировки, когда за единицу принимается иностранная валюта, так и в форме обратной котировки, когда за единицу принимается национальная денежная единица.* Использование обратной котировки позволяет сравнивать валютный курс национальной валюты с иностранными валютами на любом валютном рынке.

Когда цена единицы иностранной валюты в национальных денежных единицах растет, говорят об обесценении (удешевлении) национальной валюты. И наоборот, когда цена единицы иностранной валюты в национальных денежных единицах падает, говорят об удорожании национальной валюты.

Мировой валютный рынок, функционирующий круглосуточно с понедельника до пятницы, связывает воедино национальные валютные рынки с по-

мощью современных средств коммуникации, таких как телефон, телеграф, компьютерные сети.

Участниками валютного рынка выступают коммерческие и Центральные банки, валютные биржи, брокерские агентства, международные корпорации.

Валютный рынок выполняет ряд следующих функций:

– валютный рынок, прежде всего, обеспечивает валютно-кредитное и расчетное обслуживание экспортно-импортных операций, а также валютные операции, связанные с инвестированием капитала за пределы национальной экономики;

– валютный рынок предоставляет возможности хеджирования, т.е. страхования валютных рисков;

– валютный рынок позволяет осуществлять валютные спекуляции, т.е. играть на будущей цене валюты.

Одним из самых больших валютных рынков выступает *рынок спот*, или рынок немедленной поставки валюты (в течение 2 рабочих дней).

Экономические агенты также могут воспользоваться услугами срочного (форвардного) валютного рынка. Если участнику валютного рынка потребуется купить иностранную валюту через определенный промежуток времени, он может заключить так называемый срочный контракт на покупку этой валюты.

*К срочным валютным контрактам относятся форвардные контракты, фьючерсные контракты и валютные опционы.*

Как форвардный, так и фьючерсный контракт представляют собой соглашение между двумя сторонами об обмене фиксированного количества валюты на определенную дату в будущем по заранее оговоренному (срочному) валютному курсу. Оба контракта обязательны к исполнению.

Различие между ними состоит в том, что форвардный контракт заключается вне биржи, а фьючерсный контракт приобретается и продается только на валютной бирже с соблюдением определенных правил посредством открытого предложения цены валюты голосом.

*Валютный опцион* — это контракт, который предоставляет право (но не обязательно) одному из участников сделки купить или продать определенное количество иностранной валюты по фиксированной цене в течение некоторого периода времени. Покупатель опциона выплачивает премию его продавцу взамен его обязательств реализовать вышеуказанное право.

*Срочный валютный курс* складывается из курса спот на момент заключения сделки и премии или дисконта, т.е. надбавки или скидки, в зависимости от процентных ставок в данный момент.

Валюта с более высокой процентной ставкой будет продаваться на форвардном рынке с дисконтом по отношению к валюте с более низкой процентной ставкой. И наоборот, валюта с более низкой процентной ставкой будет продаваться на форвардном рынке с премией по отношению к валюте с более высокой процентной ставкой. В международной практике наряду с разницей в процентных ставках используется процент по депозитам на межбанковском лондонском рынке, т.е. ставка ЛИБОР. Разность между форвардным валютным курсом и курсом спот исчисляется по формуле:

$$\frac{e_s \cdot (iB - iA) \cdot t}{100 \cdot 360}, \quad (6)$$

где  $e_s$  — курс спот (количество национальной валюты на единицу иностранной),  $iA, iB$  — процентные ставки по депозитам в иностранной и национальной валюте,  $t$  — срок форварда (в днях).

Срочный валютный рынок позволяет как страховать валютные риски, так и спекулировать валютой.

#### Спрос и предложение валюты

Курс той или иной валюты определяется взаимодействием *спроса* и *предложения* на валютном рынке.

Импорт создает спрос на иностранную валюту и одновременно предложение национальной валюты. Экспорт создает предложение иностранной валюты в данной стране и одновременно спрос на ее валюту за рубежом. Таким образом, экспорт позволяет стране «зарабатывать» иностранную валюту, необходимую для оплаты импорта.

Рынок иностранной валюты представлен с помощью графика (рис. 2.3) в координатах валютного курса (вертикальная ось) и количества иностранной валюты (горизонтальная ось).

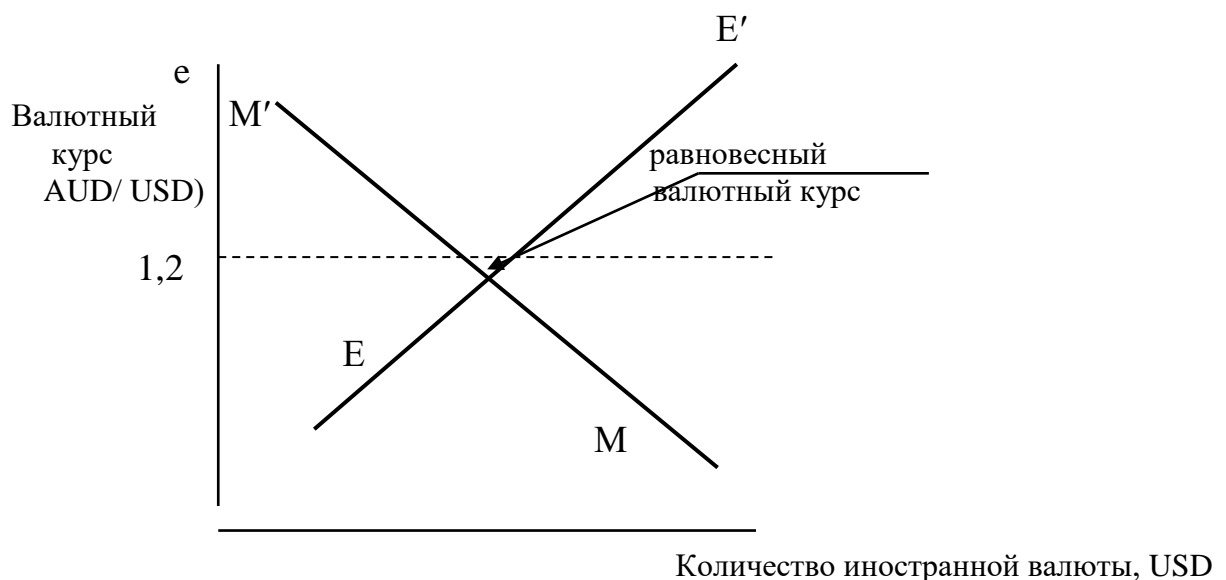


Рис. 2.3. Валютный рынок австралийского доллара (AUD /USD)

Предположим, что на рынок иностранной валюты выходят *австралийские импортеры и экспортеры, ведущие торговлю с США*. Кривая спроса на доллары ( $M$ ) имеет отрицательный наклон: чем выше курс доллара USD (соответственно ниже курс AUD), т.е. чем больше стоит один AUD, тем меньше спрос на USD со стороны импортеров, поскольку американские товары становятся дороже для австралийцев. Компьютер в 1 тыс. долл. обойдется австралийцу в 1,3 тыс. AUD при курсе 1,3 AUD за USD ( $1000 \times 1,3$ ) и только 1,1 тыс. AUD при курсе 1,1 AUD за USD ( $1000 \times 1,1$ ).



Кривая предложения долларов ( $EE'$ ) имеет положительный наклон: чем выше курс доллара USD (соответственно ниже курс AUD), тем больше спрос на австралийские товары, так как они становятся дешевле для иностранцев. Следует заметить, что кривые  $MM'$  и  $EE'$  строятся для заданных уровней цен и при постоянных объемах совокупного спроса в обеих странах.

Существуют две полярно противоположные системы валютных курсов — система свободно плавающих (или гибких) валютных курсов и система фиксированных валютных курсов.

При системе свободно плавающих валютных курсов Центральный банк не вмешивается в деятельность валютного рынка и равновесный валютный курс устанавливается в точке пересечения кривых спроса и предложения.

Равновесный валютный курс может изменяться под действием ряда факторов. Так, рост спроса со стороны внешнего мира на товары данной страны приведет к росту спроса на валюту этой страны и соответственно к увеличению предложения иностранной валюты при данном уровне валютного курса (кривая  $EE'$  в этом случае сместится вправо). В результате валюта данной страны подорожает (рис. 2.4).

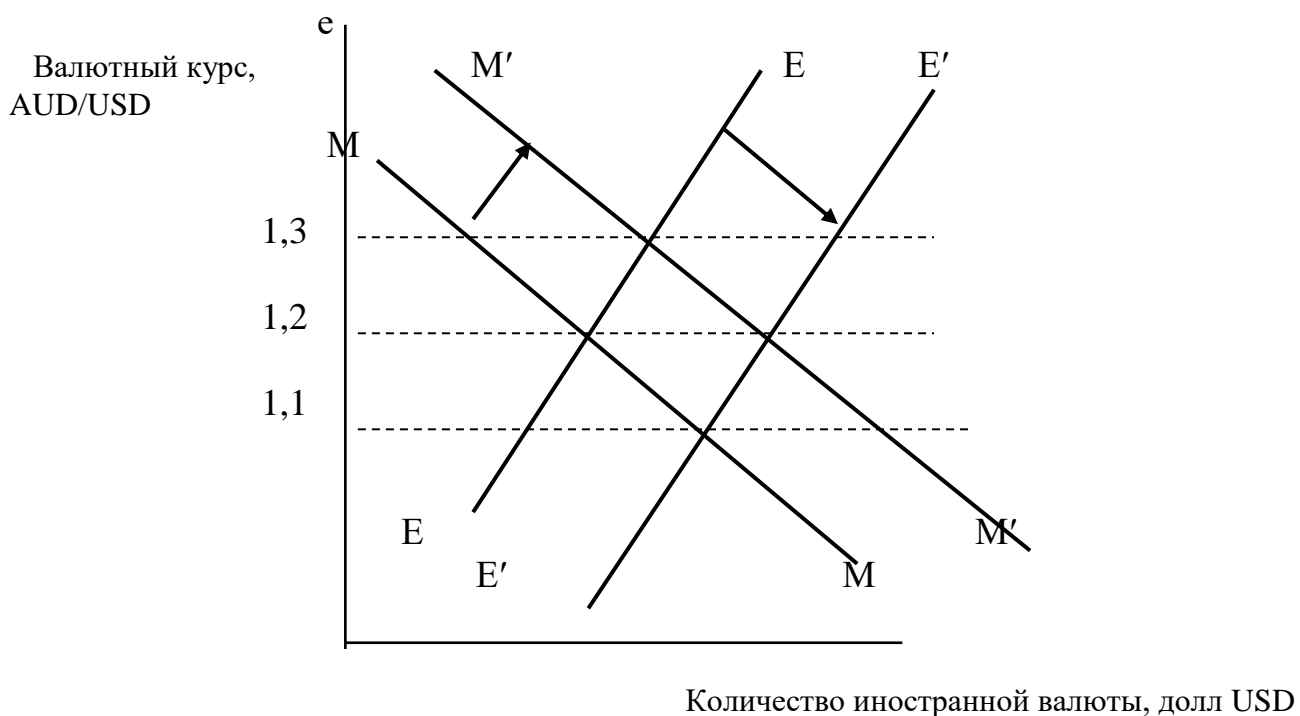


Рис. 2.4. Валютный рынок австралийского доллара (AUD /USD)

Переключение потребления с отечественных на импортные товары, напротив, будет сопровождаться ростом спроса на иностранную валюту при данном уровне валютного курса (кривая  $MM'$  в этом случае сместится вправо), что приведет к обесценению национальной валюты (рис. 2.4).

При системе фиксированных валютных курсов Центральный банк фиксирует валютный курс и берет на себя обязательство поддерживать неизменным его уровень. В случае отклонения зафиксированного уровня валютного курса от

его равновесного значения Центральный банк осуществляет интервенцию на валютном рынке, т.е. покупает или продает иностранную валюту с целью поддержать объявленный уровень валютного курса.

Если, например, Центральный банк Европы зафиксировал курс AUD на уровне 1,3 AUD за доллар USD при более высоком равновесном значении в 1,2 AUD за USD, то в этом случае предложение долларов или спрос на AUD на валютном рынке будет выше, чем спрос на доллары или предложение AUD (рис. 2.5). Такое положение на валютном рынке свидетельствует о наличии положительного сальдо баланса текущих операций.

В поддержку своих заявлений Центральный банк Австралии должен проводить интервенцию на валютном рынке — продавать AUD в обмен на доллары США по фиксированному валютному курсу с тем, чтобы удовлетворить недостающий спрос на AUD. Подобные действия со стороны Центрального банка возможны лишь в том случае, если он располагает достаточными резервами в AUD.

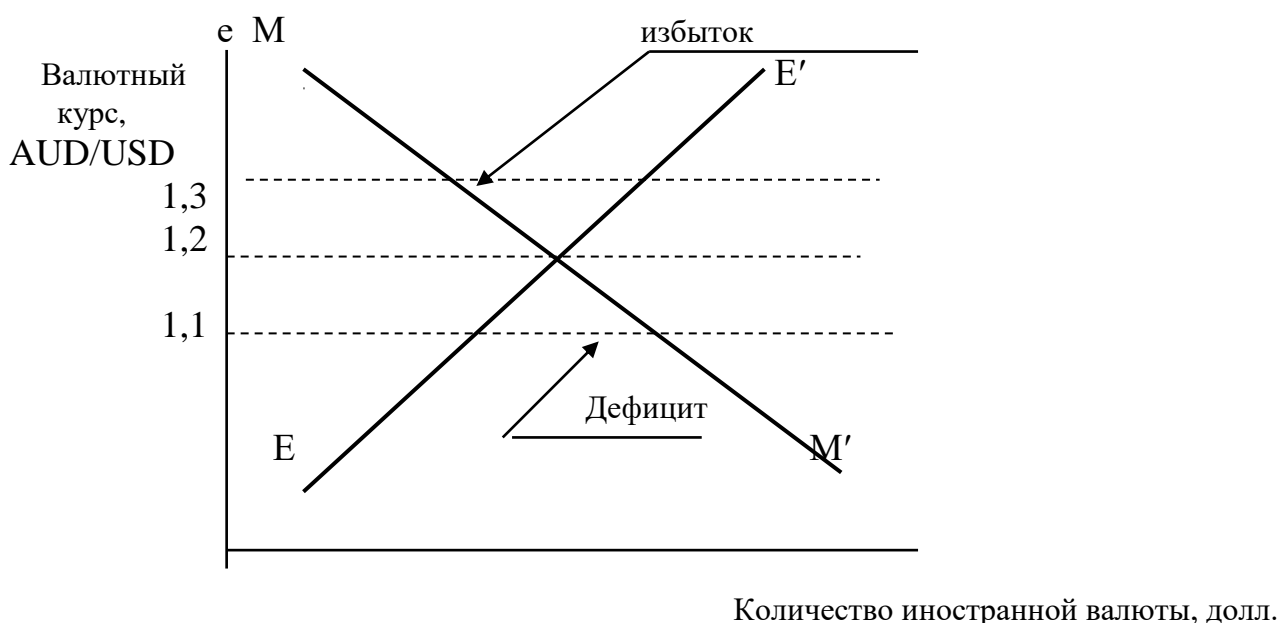


Рис. 2.5. Валютный рынок австралийского доллара (AUD/USD)

Недостаток долларов USD на валютном рынке восполняется Центральным банком, который проводит валютную интервенцию, продавая доллары USD в обмен на доллары AUD. В этом случае для поддержания фиксированного курса Центральный банк должен располагать достаточными резервами иностранной валюты.

Если Центральный банк зафиксировал валютный курс на отметке выше его равновесного значения (1,1 AUD за доллар против 1,2 AUD за доллар), то в этом случае спрос на доллары или предложение AUD окажется выше, чем предложение долларов или спрос на AUD (рис. 2.5). В этом случае баланс текущих операций будет сведен с дефицитом.

Если Центральный банк не имеет достаточных резервов для поддержания фиксированного обменного курса в течение длительного периода, он рано или поздно официально объявит о повышении (ревальвации) или понижении цены национальной валюты (девальвации).

Ни одна из систем валютных курсов не обладает исключительным преимуществом с точки зрения достижения полной занятости и стабильного уровня цен.

Основное преимущество системы фиксированных валютных курсов— их предсказуемость и определенность, что положительно сказывается на объемах внешней торговли и международных кредитов. Недостатки данной системы состоят, во-первых: в невозможности проведения независимой кредитно-денежной политики, поскольку все действия Центрального банка направлены исключительно на поддержание объявленного уровня валютного курса, а, во-вторых: в большой вероятности ошибок при выборе фиксируемого уровня валютного курса, что чревато значительными потерями официальных валютных резервов.

Основное достоинство системы гибких валютных курсов заключается в том, что они выступают «автоматическими стабилизаторами», способствующими урегулированию платежных балансов без видимых потерь официальных валютных резервов, и не требуют вмешательства Центрального банка в рыночный механизм. В то же время значительные колебания валютных курсов отрицательно сказываются на международной торговле и финансах, порождая риск и неопределенность в международных экономических отношениях. Кроме того, при данной системе не исключается возможность проведения инфляционной политики со стороны Центрального банка.

*Классификация факторов, влияющих на формирование валютного курса*

*Образующие факторы*, которые непосредственно связаны с процессом международного экономического обмена:

- а) ВВП обеих стран, участвующих в международном обмене;
- б) платежный баланс;
- в) внутреннее и внешнее предложение денег;
- г) процентные ставки.

*Регулирующие факторы*, действие которых влияет на изменение образующих факторов и оказывает тем самым регулирующее воздействие на механизм управления валютного курса:

а) *факторы государственного регулирования*: налоги; квоты; пошлины; лицензии; кредитная и эмиссионная политика; регулирование цен; законодательные методы (законы РФ, указы президента РФ, указания Центрального банка и др.); деятельность Центрального банка; распределение валюты.

б) *структурные факторы*: структура биржи; банковская структура; инфраструктура связи; сезонные факторы; направления внешнеэкономической деятельности.

*Кризисные факторы*, которые возникают при выведении экономической системы из динамического равновесия:

а) кризисные проявления экономики: дефицит госбюджета; бесконтрольные эмиссии; инфляция; различие внутренних и внешних цен; монопольные производства;

б) выполнение инвалютной функции денег (средство платежа в полном объеме, средство накопления и сбережения, утечка капиталов за границу, сокращение инвестиций);

в) падение объемов производства (изношенные основные средства, нехватка оборотных средств, не конкурентоспособность продукции, низкая культура производства (качество), неэффективное управление, разрыв связей (потеря рынков), нереализованность научных разработок, диктат монополистов, отсутствие технического обновления в производстве, отсутствие высококвалифицированных специалистов в области рыночной экономики, взаимные неплатежи, неучастие в обороте ресурсов, падение доходов потребителей, игра на валютных биржах)

*Политические факторы:* смена представителей власти; политические решения, влекущие за собой непосредственные изменения в денежной системе страны; решения, определяющие (долгосрочную политику государства, среднесрочную политику государства, краткосрочную политику государства, степень стабильности руководящих структур, уровень надежности в управлении экономической системой, степень взаимопонимания между экономическими и политическими структурами, уровень исполняемости законов, величина государственного сектора в экономике, степень разногласий между политическими силами в стране, отсутствие четко разработанных программ подъема экономики, степень доверия населения руководящим структурам, степень защищенности частного капитала.

*Психологические факторы:* отложенный спрос; ожидание инфляции; отсутствие экономического мышления у населения; отсутствие опыта в переходе к рыночным отношениям; ориентация цен на валютный курс, а не наоборот; недоверие к национальной валюте.

Выделяют следующие основные факторы, влияющие на изменение валютного курса.

1. *Темп инфляции.* Соотношение валют по паритету покупательной способности является основой валютного курса. Поэтому на валютный курс влияет темп инфляции. Чем выше темп инфляции в стране, тем ниже курс ее валюты, если не противодействуют иные факторы. Инфляционное обесценение денег в стране вызывает снижение покупательной способности и тенденцию к падению их курса к валютам стран, где темп инфляции ниже. Данная тенденция обычно прослеживается в среднесрочном и долгосрочном плане. Выравнивание валютного курса, приведение его в соответствие с паритетом покупательной способности происходят в среднем в течение двух лет. Это объясняется тем, что ежедневная котировка курса валют не корректируется по их покупательной способности.

2. *Состояние платежного баланса.* Активный платежный баланс способствует повышению курса национальной валюты, так как увеличивается спрос на нее со стороны иностранных должников. Пассивный платежный баланс по-

рождает тенденцию к снижению курса национальной валюты, так как должники продают ее на иностранную валюту для погашения своих внешних обязательств. Нестабильность платежного баланса приводит к скачкообразному изменению спроса на соответствующие валюты и их предложение. В современных условиях возросло влияние международного движения капиталов на платежный баланс и, следовательно, на валютный курс.

3. *Разница процентных ставок в разных странах.* Влияние этого фактора на валютный курс объясняется двумя основными обстоятельствами.

Во-первых, изменение процентных ставок в стране воздействует при прочих равных условиях на международное движение капиталов, прежде всего краткосрочных. Как правило, повышение процентной ставки стимулирует приток иностранных капиталов, а ее снижение поощряет отлив капиталов, в том числе национальных, за границу.

Во-вторых, процентные ставки влияют на операции валютных рынков и рынков ссудных капиталов. При проведении операций банки принимают во внимание разницу процентных ставок на национальном и мировом рынках капиталов с целью извлечения прибылей. Они предпочитают получать более дешевые кредиты на иностранном рынке ссудных капиталов, где ставки ниже, и размещать иностранную валюту на национальном кредитном рынке, если на нем процентные ставки выше.

4. *Деятельность валютных рынков и спекулятивные валютные операции.* Если курс какой-либо валюты имеет тенденцию к понижению, то фирмы и банки заблаговременно продают ее на более устойчивые валюты, что ухудшает позиции ослабленной валюты. Валютные рынки быстро реагируют на изменения в экономике и политике, на колебания курсовых соотношений. Тем самым они расширяют возможности валютной спекуляции и стихийного движения «горячих» денег.

5. *Степень использования определенной валюты на евrorынке и в международных расчетах.* Например, тот факт, что 60 % операций евробанков осуществляются в долларах, определяет масштабы спроса и предложения этой валюты. На курс валюты влияет и степень ее использования в международных расчетах. Так, в начале 90-х гг. на долю доллара приходилось 50 % международных платежей, 70 % внешней задолженности, в частности развивающихся стран. Поэтому периодическое повышение цен на нефть, растущие выплаты по долгам государств способствуют повышению курса доллара даже в условиях падения его покупательной способности.

6. *На курсовое соотношение валют воздействует также ускорение или задержка международных платежей.* В ожидании снижения курса национальной валюты импортеры стремятся ускорить платежи контрагентам в иностранной валюте, чтобы не нести потерь при повышении ее курса. При укреплении национальной валюты, напротив, преобладает их стремление к задержке платежей в иностранной валюте. Такая тактика, получившая название «лидз энд лэгз» («leads and lags»), влияет на платежный баланс и валютный курс.

7. *Степень доверия к валюте на национальном и мировых рынках.* Она определяется состоянием экономики и политической обстановкой в стране, а

также рассмотренными выше факторами, оказывающими воздействие на валютный курс. Причем дилеры учитывают не только данные темпы экономического роста, инфляции, уровень покупательной способности валюты, соотношение спроса и предложения валюты, но и перспективы их динамики. Иногда даже ожидание публикации официальных данных о торговом и платежном балансах или результатах выборов сказывается на соотношении спроса и предложения и курсе валюты.

8. *Валютная политика.* Соотношение рыночного и государственного регулирования валютного курса влияет на его динамику. Формирование валютного курса на валютных рынках через механизм спроса и предложения валюты обычно сопровождается резкими колебаниями курсовых соотношений. На рынке складывается реальный валютный курс — показатель состояния экономики, денежного обращения, финансов, кредита и степени доверия к определенной валюте. Государственное регулирование валютного курса направлено на его повышение либо снижение исходя из задач валютно-экономической политики. С этой целью проводится определенная валютная политика<sup>53</sup>.

Таким образом, формирование валютного курса — сложный многофакторный процесс, обусловленный взаимосвязью национальной и мировой экономики и политики государства. Поэтому при прогнозировании валютного курса учитываются рассмотренные курсообразующие факторы и их неоднозначное влияние на соотношение валют в зависимости от конкретной ситуации.

Перечисленные выше факторы, определяющие колебания валютного курса, являются общими.

Значительные колебания курса ухудшают международные валютно-финансовые отношения. Понижение курса национальной валюты выгодно экспортерам, позволяя им поставлять товары на внешний рынок по ценам ниже среднемировых, но в то же время удорожает импорт.

Это приводит к росту цен в стране, снижению ввоза товаров и уровня потребления, обострению проблемы внешней задолженности. И, наоборот, при повышении курса национальной валюты снижается эффективность экспорта, падает конкурентоспособность внутренних цен; что касается импорта, то он увеличивается, возрастает приток в страну из-за рубежа капиталов.

Валютный курс воздействует на направление международных потоков капитала. Решение о вложении национального капитала в активы той или иной страны принимается исходя из ожидаемой реальной прибыли на инвестируемый капитал, которая зависит от процентной ставки и ожидаемых изменений валютного курса.

Валютный курс выступает объектом макроэкономической политики. С его помощью нередко происходит урегулирование платежного баланса. Валютный курс играет важную роль при разработке и проведении кредитно-денежной политики, поскольку поддержание определенного уровня валютного курса мо-

---

<sup>53</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учеб. для вузов / под ред. Л.Н. Красвиной. 3-е изд., М.: Финансы и статистика. 2008. С. 40–43.

жет потребовать использования официальных валютных резервов, что неизбежно отразится на предложении денег в экономике.

В таблице 2.1 представлена зависимость цен от изменения валютного курса в мировой экономике.

Таблица 2.1

Зависимость цен от изменения валютного курса

Влияние изменения курса на	Падение курса	Рост курса	Падение курса	Рост курса
	Национальная валюта		Иностранная валюта	
Цены национальных товаров на мировом рынке	Снижает	Увеличивает	Увеличивает	Снижает
Торговлю национальными товарами на мировом рынке	Увеличивает экспорт / сокращает импорт	Сокращает экспорт / увеличивает импорт	Сокращает экспорт / увеличивает импорт	Увеличивает экспорт / сокращает импорт
Цены национальных ценных бумаг и активов	Снижает	Увеличивает	Увеличивает	Снижает
Приток капитала из-за рубежа / отток капитала за рубеж	Увеличивает приток капитала / сокращает отток	Сокращает приток капитала / увеличивает отток	Сокращает приток капитала / увеличивает отток	Увеличивает приток капитала / сокращает отток

Источник: Киреев А.П. Международная экономика. В 2 ч. Ч. 2 : Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование : учеб. пособие для вузов. М.: Междунар. отношения, 2001. С. 66.

Пример: допустим, что цена мотоцикла, произведенного в России, составляет 500 тыс. р. Россия экспортирует эти мотоциклы в США, где их цена при курсе 50 р./долл. составит  $500\ 000 / 50 = 10$  тыс. долл. Если уровень цен в обеих странах считать постоянным, то при снижении курса рубля до 62,5 р./долл. цена мотоцикла в США упадет до  $50\ 000 / 62,50 = 8$  тыс. долл., что сделает его более конкурентным на американском рынке.

Напротив, при росте курса рубля до 40 р./долл. цена мотоцикла в США увеличится до  $500\ 000 / 40 = 12$  тыс. 500 р., что может привести к потере экспортного рынка.

Таким образом, валютный курс, наряду с процентной ставкой, сам по себе выступает *ценой актива*. При наличии развитых финансовых рынков сегодняшняя стоимость актива, получение которого ожидается в будущем, определяется дисконтированием его будущей стоимости в соответствии с процентной ставкой и ожидаемым уровнем валютного курса. Динамика валютного курса, степень и частота его колебаний являются показателями экономической и политической стабильности общества.

## Контрольные вопросы

1. Что означает паритет покупательной способности?
2. Какова практическая ценность неравновесной модели ППС?
3. Какая модель отражает степень влияния эффективности импортных и экспортных операций на изменение валютного курса?
4. Как определяется внутреннее денежное равновесие?
5. Как определяется валютный курс в краткосрочной и долгосрочной перспективе в соответствии с денежной моделью валютного курса?
6. Какова общая схема биржевого механизма формирования валютных курсов?
7. Как общая теория валютного курса развивает его денежную теорию?
8. Что такое недооцененная и переоцененная валюта?
9. В каких случаях теория относительного ППС является приемлемым средством расчета валютного курса?
10. При каких условиях товарный рынок, денежный рынок и платежный баланс одновременно находятся в состоянии равновесия?
11. Назовите базовую модель, которая может использоваться для описания движения валютного курса.
12. Назовите версию ожиданий концепции капитальных активов?
13. При каких условиях правительство может успешно поддерживать фиксированный курс валюты и предотвращать его широкие колебания без применения валютного контроля?
14. Назовите факторы, влияющие на формирование валютного курса.

## ТЕСТЫ

### Вариант 1

1. *Каким образом осуществляется прямая котировка валюты?*
  - а) Когда принятая за единицу иностранная валюта выражается в определенном количестве национальной валюты.
  - б) Когда принятая за единицу национальная валюта выражается в определенном количестве иностранной валюты.
  - в) Когда соотношение двух валют определяется их курсом по отношению к третьей валюте.
2. *Каким образом осуществляется косвенная котировка валюты?*
  - а) Когда принятая за единицу иностранная валюта выражается в определенном количестве национальной валюты.
  - б) Когда принятая за единицу национальная валюта выражается в определенном количестве иностранной валюты.
  - в) Когда соотношение двух валют определяется их курсом по отношению к третьей валюте.
3. *Каким образом Вы можете определить кросс-курс?*
  - а) Когда принятая за единицу иностранная валюта выражается в определенном количестве национальной валюты.



б) Когда принятая за единицу национальная валюта выражается в определенном количестве иностранной валюты.

в) Когда соотношение двух валют определяется их курсом по отношению к третьей валюте.

### Вариант 2

Определите факторы, влияющие на курс национальной валюты.

*В сторону повышения:*

а) рост темпов инфляции;

б) отрицательное сальдо платежного баланса;

в) спекулятивные валютные операции;

г) различие в процентных ставках в разных странах;

д) степень использования валюты в валютных операциях и международных расчетах;

е) ускорение или задержка международных платежей;

ж) степень доверия к валюте на национальном и мировых рынках.

*В сторону понижения:*

а) рост темпов инфляции;

б) отрицательное сальдо платежного баланса;

в) спекулятивные валютные операции;

г) различие в процентных ставках в разных странах;

д) степень использования валюты в валютных операциях и международных расчетах;

е) ускорение или задержка международных платежей;

ж) степень доверия к валюте на национальном и мировых рынках.

### Задание

1. Курс доллара США к фунту стерлингов в Лондоне установлен: покупка 1 фунт ст. = \$1,4441, продажа 1 фунт ст. = \$1,4401.

Определите: а) сколько фунтов ст. будет получено при обмене 100 долл.?

б) сколько долларов будет получено при обмене 100 фунт. ст.?

2. Швейцарскому банку необходимо определить сколько австралийских долларов стоит швейцарский франк, если есть котировка швейцарского франка к австралийскому доллару, при этом ему известно: покупка CHF/ USD 1,7924, продажа CHF/ USD 1,7934 AUD/USD 1,3063 AUD /USD 1,3108.

Определите, используя кросс-курс: а) курс покупки; б) курс продажи.

3. Определите кросс-курс фунта стерлингов к швейцарскому фунту, а) курс покупки; б) курс продажи, если известно:

1 GBP = 0,7244 USD

1 GBP = 0,7239 USD

1 CHF = 1,7926 USD

1 CHF = 1,7932 USD

### 3. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

#### 3.1. Методология и принципы формирования платежного баланса

Платежный баланс — *балансовый счет международных операций* — это стоимостное выражение всего комплекса мирохозяйственных связей страны в форме соотношения показателей вывоза и ввоза товаров, услуг, капиталов.

Различают платежный баланс за определенный период (год, месяц, квартал) и платежный баланс на определенную дату. Платежный баланс за определенный период представляет собой соотношение платежей и поступлений за данный отрезок времени и позволяет выявить изменения в международных экономических отношениях страны, состояние и развитие ее экономики. Платежный баланс на дату не фиксируется в форме публикуемых статистических показателей, но он отражает изменения со дня на день соотношений платежей и поступлений, которые подлежат исполнению на определенную дату.

Первые попытки учета масштабов и оценки последствий международных экономических операций появляются в Англии в конце XIV в. в связи с экономическими воззрениями раннего меркантилизма. Стремление предотвратить отлив из страны золота, которое олицетворялось с национальным богатством, вызвало необходимость осмысления природы и оценки масштабов внешней торговли, а затем и других внешнеэкономических операций. В период капитализма интерес к проблеме учета международных экономических операций и их надлежащего отражения в платежном балансе был обусловлен, главным образом, *стремлением отдельных государств предотвратить отлив золота* в периоды экономических и кредитных кризисов, а экономистов — стремлением объяснить причины нарушения и восстановления платежного равновесия в рамках общей экономической теории равновесия.

Переход капитализма в современную стадию, отмеченный ростом вывоза капитала, активной торговли, привел к расширению содержания платежных балансов. Одновременно возрастает необходимость и совершенствуется практика учета международных расчетов как следствие *усиления роли государства в формировании и урегулировании платежных балансов*. Возрастает роль государственных экономических учреждений — казначейства, бюджетных и других учреждений, деятельность которых включает сбор и анализ данных о международных расчетах.

*Платежный баланс активен, если валютные поступления превышают платежи, и пассивен, если платежи превышают поступления.*

*По методологии МВФ платежный баланс — это систематический перечень всех экономических операций, осуществленных за определенный отрезок времени между резидентами данной страны и нерезидентами, иначе говоря, резидентами всех остальных стран мира.* В платежном балансе фактически денежные платежи по текущему коммерческому обороту объединяются с безвалютными операциями, включающими товарообменные сделки и безвозмездную денежную помощь, с перемещением краткосрочных и долгосрочных капиталов, с такими операциями, которые в данный период не сопровождаются платежами, а лишь порождают взаимные требования и обязательства денежного харак-

тера. В итоге *платежный баланс охватывает все операции, которые связаны с юридическим переходом права собственности на товары, услуги и иные ценности от резидентов к нерезидентам, а также передачей денег, финансовых и иных активов из одной страны в другую.*

Основные принципы разработки платежного баланса (далее — ПБ) РФ в настоящее время построены на рекомендациях МВФ (Balance of payments manual).

Платежный баланс РФ разрабатывается Центральным Банком и Госкомстатом РФ на основе банковской и государственной статистики, аккумулируемых таможенными органами данных и сведениями о внешнеэкономической деятельности резидентов других министерств и ведомств. ПБ обобщает внешнеэкономические связи в области торгово-экономических и финансовых операций российских резидентов с нерезидентами за год. При построении ПБ в России используются следующие принципиальные понятия и методы.

1. *Система двойной записи*: каждая внешнеэкономическая операция, подлежащая включению в платежный баланс, заносится в него дважды. Одна запись показывает, какие изменения в активах и пассивах страны вызывает данная операция, тогда как вторая запись, уравнивающая первую в эквиваленте, говорит о том, какими средствами регулируются взаимные требования и обязательства между странами, возникающие в результате совершения названной внешнеэкономической операции.

Согласно принятым в международной практике принципам деловой бухгалтерии, *всякое увеличение активов или уменьшение обязательств (пассивов) отражается в дебете, а уменьшение активов или увеличение пассивов — в кредите баланса.* Дебетовая сторона платежного баланса соответствует понятию «платежи», «расходы», и относимые на нее цифры сопровождаются знаком «минус» (–). Кредитовая сторона соответствует понятию «поступления», «доходы», и относимые на нее цифры либо сопровождаются знаком «плюс» (+), либо проводятся вовсе без всякого знака. При этом «платежи» и «поступления» в рамках платежного баланса охватывают не только фактическое передвижение денежных средств, в связи с проведенными внешнеэкономическими операциями, но также изменения взаимных требований и обязательств между странами, которые в ряде случаев заменяют денежные платежи, а иногда только их символизируют.

Для решения вопроса о том, на какой счет, дебетовый или кредитовый, следует относить конкретную сделку, надо иметь в виду: *кредитовые записи* со знаком «+» касаются сделок, в результате которых *деньги поступают в страну*, составляющую баланс; *дебетовые записи* со знаком (–) касаются сделок, в результате которых *страна расходует валюту.*

*Экспорт* товаров и услуг, дары, приток капитала всегда отражается в *кредитовой* (доходной) части платежного баланса, поскольку в этом случае уменьшению товарных ресурсов страны (активов) должно сопутствовать — как результат продажи — эквивалентное поступление денег (+). Наоборот, *импорт* товаров или зарубежные инвестиции, займы и кредиты, направляемые за рубеж, дары и пенсии, переводимые иностранцами, всегда фиксируется в *дебетовой*

(расходной) части платежного баланса, так как при этом происходит увеличение ресурсов (активов) страны, а это требует траты определенной суммы денег (–). В табл. 3.1 представлены общие правила отражения операций в платежном балансе.

Таблица 3.1

Общие правила отражения операций в платежном балансе

Операции	Кредит (+)	Дебет (–)
А. Товары и услуги	Экспорт товаров и услуг (оказание услуг нерезидентам)	Импорт товаров и услуг (оказание услуг резидентам)
Б. Доходы (оплата труда и доходы от инвестиций)	Поступления от нерезидентов	Выплаты нерезидентам
В. Трансферты текущие и капитальные	Полученные	Переданные
Г. Приобретение/продажа производственных нефинансовых активов	Продажа активов	Приобретение активов
Д. Операции с финансовыми активами и обязательствами	Увеличение обязательств по отношению к нерезидентам или уменьшение требований к нерезидентам	Увеличение требования по отношению к нерезидентам или уменьшение обязательств к нерезидентам
Итого		

Источник: Статистика финансов / под ред. В.Н. Салина. М.: Финансы и статистика. 2000. С. 689.

На тех же самых принципах распределяются по разделам платежного баланса и все другие операции, связанные с предоставлением и получением различных услуг, вывозом капиталов, получением и погашением кредитов и т.п.

2. *Резиденты*<sup>54</sup>:

а) физические лица, являющиеся гражданами Российской Федерации, за исключением граждан РФ, признаваемых постоянно проживающими в иностранном государстве в соответствии с законодательством этого государства;

б) постоянно проживающие в РФ на основании вида на жительство, предусмотренного законодательством Российской Федерации, иностранные граждане и лица без гражданства;

в) юридические лица, созданные в соответствии с законодательством РФ;

г) находящиеся за пределами территории Российской Федерации филиалы, представительства и иные подразделения резидентов, указанных в подпункте «в» настоящего пункта;

д) дипломатические представительства, консульские учреждения РФ и иные официальные представительства Российской Федерации, находящиеся за пределами территории Российской Федерации, а также постоянные представительства РФ при межгосударственных или межправительственных организациях;

е) Российская Федерация, субъекты Российской Федерации, муниципальные образования, которые выступают в отношениях, регулируемых настоящим

<sup>54</sup> Понятие резидентов и нерезидентов взято из федерального закона «О валютном регулировании и валютном контроле» № 173-ФЗ от 10 декабря 2003 г.

Федеральным законом и принятыми в соответствии с ним иными федеральными законами и другими нормативными правовыми актами.

### 3. *Нерезиденты:*

а) физические лица, не являющиеся резидентами в соответствии с вышеизложенными подпунктами «а» и «б»;

б) юридические лица, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств и имеющие местонахождение за пределами территории Российской Федерации;

в) организации, не являющиеся юридическими лицами, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств и имеющие местонахождение за пределами территории Российской Федерации;

г) аккредитованные в Российской Федерации дипломатические представительства, консульские учреждения иностранных государств и постоянные представительства указанных государств при межгосударственных или межправительственных организациях;

д) межгосударственные и межправительственные организации, их филиалы и постоянные представительства в Российской Федерации;

е) находящиеся на территории Российской Федерации филиалы, постоянные представительства и другие обособленные или самостоятельные структурные подразделения нерезидентов, указанных в подпунктах «б» и «в» настоящего пункта.

4. *Экономическая территория страны* — это географическая территория, находящаяся под юрисдикцией данной страны, в пределах которой лица, товары и капитал могут свободно перемещаться. К ней также относятся национальное воздушное пространство, территориальные воды и континентальный шельф в международных водах, на которые страна имеет исключительные права, и территориальные анклавы в других странах, на территории которых располагаются посольства, консульства, военные и научные базы и т.д.<sup>55</sup>

5. *Операция* — определяется как поток товарных и финансовых ресурсов в результате взаимодействия резидентов и нерезидентов в процессе создания, преобразования, обмена и потребления экономических благ.

6. *Рыночная цена* — сумма денег, согласованная с продавцом, которую покупатель готов добровольно заплатить за товар; это цена сделки, носящей исключительно коммерческий характер (также договорная цена). Операции ПБ оцениваются по рыночным ценам, отличным от биржевых котировок, цен мирового рынка и т.п. Мировые цены неприемлемы, так как может возникнуть разбалансированность кредитовой и дебетовой статей ПБ. В состав цены операций ПБ, помимо собственных затрат и прибыли, также вводят налоги на импорт и НДС за вычетом субсидий, что фактически означает цену реального обмена экономическими благами. Однако возможны случаи, когда рыночная цена сделки отсутствует, например, при бартерном обмене товарами (услугами, активами), операциях между подразделениями одной и той же корпорации и др.

---

<sup>55</sup> Статистика финансов: учебник / под ред. В.Н. Салина. М.: Финансы и статистика, 2000. С. 740.

Такие операции оцениваются в ценах, зафиксированных по аналогичным сделкам<sup>56</sup>.

7. *Метод учета по фактическому времени начисления* — означает, что операция отражается в момент, когда происходит *переход права собственности на материальные ценности от одного участника сделки к другому, либо в момент создания, преобразования, обмена ценностями*. Таким образом, этот момент может отличаться от момента фактической оплаты<sup>57</sup>. Согласно этому методу:

- операции с товарами отражаются в момент перехода прав собственности на них (за исключением товаров, арендуемых по финансовому лизингу, товаров для переработки, поставок товаров между материнской компанией и ее зарубежными филиалами и движения товаров, связанного с торговым посредничеством);

- услуги отражаются в момент, когда они предоставляются;

- дивиденды регистрируются на дату их выплаты;

- проценты начисляются непрерывно;

- оплата труда отражается, когда у работодателя возникает обязательство перед работником;

- трансферты в форме обязательных платежей (налоги, штрафы, страховые взносы и возмещения и т.п.) отражаются в момент, когда возникает обязательство к платежу;

- прочие трансферты отражаются в тот момент, когда производятся операции с товарами и услугами, для которых они являются балансовым эквивалентом;

- операции с финансовыми активами и обязательствами отражаются в момент передачи права собственности (т.е., как правило, в момент, когда в бухгалтерских документах кредитора и дебитора отражается возникновение требования и обязательства соответственно). При этом учет долгосрочных ценных бумаг и их погашение<sup>58</sup> может производиться как ежегодно через величину условно исчисленного дохода, реинвестированного в ценную бумагу, который облагается подоходным налогом (применяется в практике США, банков и финансовых компаний), так и в момент осуществления фактических выплат по этим векселям.

8. *Единица денежного стандарта измерения* (расчетная единица) — условие учета, чрезвычайно важное для составления отчетности. С одной стороны, если курс национальной валюты подвержен значительным колебаниям по отношению к иностранным валютам, ПБ и международную инвестиционную позицию целесообразно отражать в стабильной иностранной валюте (например, доллар США, евро или СДР). Однако, эти статистические системы служат ис-

---

<sup>56</sup> Ерошкина С.Б. Платежный баланс в системе макроэкономических показателей // Вопросы статистики. 2002. № 4. С. 128.

<sup>57</sup> Статистика финансов: учебник / под ред. В. Н. Салина. М.: Финансы и статистика, 2000. С. 691.

<sup>58</sup> Разница ценой покупки и номиналом векселей (на долгосрочные векселя не начисляются проценты, поэтому они продаются с дисконтом) составляет инвестиционный доход, который будет выплачен на дату погашения векселя.

точником данных для СНС, поэтому они составляются в национальной валюте. Для пересчета показателей ПБ в единую валютную единицу используют рыночные обменные курсы, сложившиеся на дату совершения операции<sup>59</sup>, а для оценки счетов МИП — рыночные обменные курсы, сложившиеся на дату, для которой она составляется. При этом используется среднее курсов покупки и продажи в качестве обменного курса<sup>60</sup>. Если для расчета по внешнеэкономическим операциям используется несколько валютных курсов, при переводе статей ПБ в иностранную валюту используют средневзвешенный курс (средняя величина курсов исчисляется как результат деления суммы произведений величин курсов ЦБ РФ и дней их действия в отчетном периоде на количество дней в отчетном периоде). В любом случае, для пересчета каждого компонента ПБ должен использоваться единый валютный курс.

9. *Источниками информации для составления ПБ* являются:

– таможенная статистика, регистрирующая сделки с товарами по стоимости их партий в соответствии с декларациями поставщиков. Ошибки могут возникать в связи с искажением цен партий (цена импорта завышается, экспорта занижается), использованием справочных, а не контрактных цен, нерегистрируемой (контрабандной) торговлей, оформлением товарных кредитов;

– статистика денежного сектора, предоставляемая ЦБ и системой коммерческих банков об иностранных активах и пассивах банковской системы. Ошибки могут возникать, если не учитывается разница между операциями (депозиты, кредиты и пр.), не принимается во внимание колебание валютного курса при оценке валютных резервов в виде иностранных ценных бумаг и др.;

– статистика внешнего долга, предоставляемая министерством финансов, ЦБ, международными организациями (Мировой Банк, ОЭСР, БМР) о запасах, потоках и выплатах по государственному и частному внешнему долгу резидентов нерезидентам. Несовпадения могут возникать из-за отсутствия разбивки на резидентов и нерезидентов в отчетности, например, по внутреннему долгу;

– статистические обзоры с данными о международной торговле услугами, трудовых доходах, переводах мигрантов, прямых и портфельных инвестициях, собираемыми через периодические опросы предприятий. Ошибки возникают из-за ошибочного отнесения прямых инвестиций в натуральной форме (оборудование, технологии и др.) к торговым операциям;

– статистика операций с иностранной валютой, которая особо ценна в странах, где по закону необходимо продавать часть экспортной валютной выручки в ЦБ или в уполномоченных банках (в частности, применяется в России).

10. Принципы классификации статей ПБ основаны на следующих соображениях: выделенный компонент ПБ должен существенно отличаться от других компонентов характерными чертами свойств; по каждому компоненту должно иметься достаточно статистических данных для его количественной

---

<sup>59</sup> Но для пересчета стоимости внешних активов и обязательств используется курс национальной валюты к иностранной валюте, фактически действовавшем на рынке на дату составления платежного баланса (т.е. среднее значение между курсом покупки и курсом продажи по сделкам «спот»).

<sup>60</sup> Статистика финансов: учебник / под ред. В. Н. Салина. М.: Финансы и статистика, 2000. С. 693.

оценки; каждый компонент должен использоваться в СНС, статистике денежного и бюджетного секторов; список стандартных компонентов не должен быть дезагрегирован или раздут, дабы не усложнять его анализ.

Типичный ПБ состоит из двух разделов:

*Счет текущих операций* показывает международное движение реальных материальных ценностей;

*Счет операций с капиталом и финансовых операций* указывает на источники финансирования движения реальных материальных ценностей.

Для удобства аналитики статьи платежного баланса сгруппированы на статьи «над чертой» (показывают движение материальных ценностей и все движение капитала за исключением изменения международных резервов) и статьи «под чертой» (включают только изменения запасов международных резервов правительства и ЦБ).

*Чистые пропуски и ошибки* — специфическая статья ПБ, отражающая пропуски платежей, которые по каким-либо причинам не были записаны в других статьях ПБ, и ошибки, закравшиеся в записи отдельных платежей<sup>61</sup>. Чистые пропуски и ошибки образуются, если суммы, записанные в дебете, не отражены по кредиту или отражены в неэквивалентной сумме по одной операции. Яркий пример — с предоставлением кредитов, когда очень сложно отследить именно те ли это товары, для приобретения которых брался кредит, либо вообще не совпадают суммы регистрации кредита от кредиторов и данные таможенной статистики при ввозе товара. То есть происходит неправильная оценка дебета или кредита платежного баланса.

Итак, если положительные и отрицательные записи не совпадают, возникает дебетовое или кредитовое сальдо как результат ошибок и пропусков. Поэтому данная статья является балансирующей, уравнивающей. В совокупности расхождение между суммами кредитовых и дебетовых проводок и составляет величину этой статьи. Если сальдо ПБ кредитовое, ошибки и пропуски показываются по дебету как запись равной величины. Следует отметить, что значительный остаток по этой статье затрудняет анализ состояния ПБ.

### 3.2. Счет текущих операций

Эта часть платежного баланса является *основной* и показывает *результат взаимодействия страны с остальным миром за определенный промежуток времени, а также баланс внутренних инвестиций и сбережений*. Текущие операции состоят из четырех групп: операции с товарами, услугами, движения доходов и текущих трансфертов.

#### 3.2.1. Операции с товарами<sup>62</sup>

Товары представляются в ПБ как группа статей, суммирующая на базе ФОБ по рыночным ценам экспорт и импорт товаров. В этой категории также

---

<sup>61</sup> Ерошкина С. Б. Платежный баланс в системе макроэкономических показателей // Вопросы статистики. 2002. № 4. С. 130.

<sup>62</sup> Киреев А.П. Международная экономика : учеб. пособие для вузов. В 2 ч. Ч. 2 : Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. М.: Междунар. отношения, 2000. С. 131.



отражается приобретение товаров в портах, плюс экспорт (импорт) товаров для их переработки или ремонта с последующим реимпортом (реэкспортом) и экспорт (импорт) немонетарного золота. Ниже приведена структура статьи ПБ «Товары»:

1. Экспорт/импорт товаров.
2. Товары для дальнейшей обработки.
3. Ремонт товаров.
4. Товары, приобретаемые в портах транспортными организациями.
5. Немонетарное золото.
  - 5.1. Золото как средство накопления.
  - 5.2. Прочее.

*Движение товаров отражается в момент перехода права собственности<sup>63</sup> от нерезидентов к резидентам (и наоборот), даже если товары не пересекли границу страны. Если товары пересекли границу без перехода права собственности (грузы, следующие прямым транзитом<sup>64</sup>, товары для консигнации<sup>65</sup>, поставки товаров для иностранных посольств, выставочные экспонаты и образцы товаров не для продажи), то это не отражается в ПБ. Но при этом исключения составляют:*

1. Финансовый лизинг<sup>66</sup>, когда движение товаров — предметов лизинга отражается как экспорт (импорт) товаров. Балансирующая проводка отражает в финансовом счете возникновение финансового требования у резидентов к нерезидентам (и наоборот). Нефинансовый лизинг рассматривается как оказание услуг.

2. Поставки товаров (и другие операции) между головной компанией и ее зарубежными филиалами, если они рассматриваются как нерезиденты. Формально перехода прав собственности в этом случае нет, тем не менее регистрация в ПБ происходит, так как филиал условно считается самостоятельной единицей.

3. Товары, направляемые за границу для ремонта или переработки<sup>67</sup> с последующим реимпортом. В случае ремонта по статье «Ремонт товаров» показывается только стоимость самих ремонтных работ. Если товары возвращаются после ремонта или переработки в следующем отчетном периоде, то проводки по статье «Товары» следует балансировать по статье «Торговые кредиты».

---

<sup>63</sup> То есть когда продавец прекращает вести его учет в своем финансовом балансе, но практически — в момент фиксации таможенными органами пересечения товаров государственной границы.

<sup>64</sup> Прямой транзит — провоз товаров одной страны в другую через территорию третьей без складирования. В отличие от прямого, косвенный транзит предполагает помещение провозимого через территорию третьей страны товара на таможенные склады — учитывается как реэкспорт.

<sup>65</sup> Консигнация — условие продажи товаров через консигнационные склады посредников (комиссионеров), когда право собственности на товар, поступивший на такой склад, остается за продавцом (до момента продажи).

<sup>66</sup> Финансовый лизинг характеризуется длительным (более двух лет) сроком сделки с последующим выкупом предмета лизинга по остаточной стоимости. Лизинговая компания берет на себя лишь финансовую часть сделки, а риск использования предмета лизинга ложится на пользователя. Кроме того, эта форма лизинга предполагает сдачу в лизинг имущества с полным сроком амортизации (срок лизинга близок к периоду службы оборудования) и невозможность расторжения лизингового договора в течение всего срока контракта.

<sup>67</sup> Переработка — процесс, в результате которого товар претерпевает существенные физические изменения, если же физические изменения незначительны, то процесс считается не переработкой, а оказанием услуги.

4. Торговое посредничество: когда торговые фирмы осуществляют покупку товаров в одной стране для последующей их перепродажи в другой стране, причем, как правило, товары даже не пересекают границы страны этой фирмы. Несмотря на присутствие перехода права собственности на товары от резидентов к нерезидентам, такие операции рассматриваются как оказание услуг нерезидентам, а не как импорт товаров в страну с последующим реэкспортом. Поэтому в ПБ для отражения такого рода операций следует выполнять проводки не по статье «Товары», а по статье «Услуги» в размере торговой наценки.

Статья немонетарного золота включает экспорт и импорт любого золота, но которое не относится к валютным резервам, т.е. учитывается золото промышленного назначения и ювелирные изделия.

Оценка экспорта и импорта товаров сопряжена с общими проблемами ценообразования и специфическими, связанными с транспортировкой торговыми услугами (наценками) и налогообложением. Поэтому в каждой конкретной операции стоимость товара можно оценить по-разному в зависимости от того, включаются или не включаются в него услуги по транспортировке, страхованию, погрузке, хранению и т.п., которые оплачивает импортер или, возможно, экспортер после того, как товар приобретен, но до того момента, когда он доставлен покупателю.

Экспорт и импорт товаров в ПБ оцениваются по ценам FOB. Цены FOB включают: *стоимость товаров в ценах производителя; стоимость связанных с ними услуг* (доставка, страхование, хранение) *на момент пересечения границы экспортера*; расходы на погрузку для дальнейшей транспортировки. Другими словами, цена FOB — такая цена, которую должен уплатить импортер за товар, если он осуществляет его доставку после того, как товар погружен на транспортное средство на границе страны экспортера, и после уплаты всех экспортных пошлин или получения налоговых скидок. Если на практике транспортировку или страхование товара после того, как он пересек границу страны экспортера, осуществляет экспортер, то считается, что он действует как агент импортера, т.е. оплачивает транспортировку и другие действия от имени импортера. Все такие платежи отражаются в ПБ по статье «Услуги». Наоборот, если транспортировку или иную услугу до границы страны экспортера осуществляет импортер или другой нерезидент, то считается, что он действует как агент экспортера, а стоимость услуг включается в цену товара.

Цены СИФ<sup>68</sup> — это международная система цен, когда *сумма уплачивается за товар импортером перед уплатой импортных пошлин* и других налогов, если бы он осуществлял *доставку товара от границы своей страны*. Таким образом, разница между ценой СИФ и ценой FOB составляет стоимость услуг страхования и транспортировки товара и, возможно, некоторых других связанных с ним услуг после того, как товар пересек границу страны экспортера, но до границы страны импортера. Как правило, в таможенной статистике

---

<sup>68</sup> Цена СИФ — стоимость товара по цене FOB + фрахт + страхование от границы страны экспортера до границы страны импортера. Под фрахтом понимаются затраты на транспортировку товара до порта назначения.

экспорт товаров оценивается по ценам FOB, а импорт товаров — по ценам CIF. Таким образом, возникает необходимость корректировки данных таможенной статистики при их использовании для составления ПБ.

### 3.2.2. Операции с услугами

Услуги — группа статей счета текущих операций ПБ, включающая в себя следующие категории услуг, предоставляемых резидентами нерезидентам (и наоборот):

1. *Транспортные услуги*
  - 1.1. Морской транспорт
  - 1.2. Воздушный транспорт
  - 1.3. Прочие виды транспорта
2. *Поездки (туризм)*
  - 2.1. Деловые
  - 2.2. Личные
3. *Услуги связи*
4. *Строительные услуги*
5. *Страховые услуги*
6. *Финансовые услуги*
7. *Компьютерные и информационные услуги*
8. *Роялти и лицензионные платежи*<sup>69</sup>
9. *Прочие деловые услуги*
  - 9.1. Перепродажа товаров за границей и другие услуги
  - 9.2. Операционный лизинг
  - 9.3. Разные деловые, профессиональные и технические услуги
10. *Услуги частным лицам и услуги в сфере культуры и отдыха*<sup>70</sup>
  - 10.1. Аудиовизуальные и связанные с ними услуги
  - 10.2. Прочие услуги в сфере культуры и отдыха
11. *Прочие государственные услуги*

Транспортные услуги представляют собой наиболее значимую категорию международных услуг, включает все виды транспортного обслуживания<sup>71</sup>, в том числе трубопроводные и перевозки в космическом пространстве. Зачастую транспортные компании осуществляют свою деятельность за пределами территории страны, где они являются резидентами. Стоимость перевозки определяется исходя из разницы цен CIF и FOB. Транспортные услуги по импорту товаров, предоставляемые фирмой-нерезидентом, показываются по дебету как платежи за услуги. Если услуги предоставляются по экспорту фирмой-резидентом, то это отражается по кредиту как получение платежей за оказанные услуги.

---

<sup>69</sup> Охватывают обмен потоками платежей (не продажу) между резидентами и нерезидентами за использование патентов, авторских прав, торговых знаков, лицензий, ноу-хау.

<sup>70</sup> Платежи и поступления, связанные с созданием фильмов, радио- и телепрограмм, оплатой труда актеров и режиссеров.

<sup>71</sup> Включает в себя также аренду транспортного оборудования вместе с экипажем с целью перевозки грузов или пассажиров, сопутствующие услуги по упаковке и хранению товаров, буксировке транспортных средств и т.д.

Счет «Поездки» отражает стоимость туристических услуг, которые оказаны резидентами нерезидентам — физическим лицам<sup>72</sup>, а также стоимость товаров, которые были приобретены последними у резидентов. Исключение составляют услуги по международным перевозкам туристов — относятся к статье пассажирских перевозок. Личные поездки не связаны с деловыми миссиями (например, командировки, поездки служащих международных организаций и т.п.), это могут быть поездки в отпуск, религиозное паломничество, участие в спортивных соревнованиях и др. к ним относятся затраты на проживание в гостиницах, питание в ресторанах, приобретение подарков и сувениров и проч.

Услуги связи предоставляются в области телекоммуникаций, включая передачу информации с помощью телефона, телекса, телеграфа, радиовещания, электронной почты, спутниковой и факсимильной связи, почтовое и курьерское обслуживание (включая сбор, транспортировку почты).

Строительные услуги предоставляются в области сооружения и монтажа оборудования резидентами за рубежом и наоборот, причет стоимость импортируемых строительных материалов показывается по статье строительных услуг.

Страховые услуги оказываются страховыми компаниями данной страны для зарубежных партнеров (включая страхование внешнеторговых грузов, от несчастных случаев и аварий, гражданской ответственности, медицинское страхование и т.п.). Все услуги страхования оцениваются на основе условно рассчитанной доли элемента оплаты услуг в страховых премиях<sup>73</sup>. Страховые премии и возмещения, не связанные со страхованием жизни и очищенные от элемента оплаты услуг, отражаются в финансовом счете по статье «прочие инвестиции».

В статье «Финансовые услуги» отражается оплата комиссионных в связи с деятельностью финансовых посредников по оказанию своих услуг (открытие счета, обмен валюты, брокерские услуги, предоставление кредитных линий, международный финансовый лизинг, доверительное управление активами и проч.). Платежи по нефинансовому лизингу<sup>74</sup>, однако отражаются по статье «Прочие деловые услуги», которые, в свою очередь, включают перепродажу товаров за границей оптовиками, брокерами и дилерами, продажу товаров на морских и воздушных судах. «Разные деловые и профессиональные услуги» отражают услуги юридические, бухгалтерские, рекламные, НИОКР и др.

«Прочие государственные услуги» фиксируют расходы по закупке военной техники за рубежом, внешнеторговые операции посольств, консульств, военных и иных представительств, платежи по поддержанию мира.

---

<sup>72</sup> Кроме сотрудников иностранных посольств и других официальных представителей других государств, наряду с проходящими военную службу нерезидентами. Однако, приезжими считаются иностранные студенты (все их расходы на территории данной страны относятся на эту статью), пациенты лечебных учреждений, даже если они находятся на территории данной страны более года.

<sup>73</sup> Может определяться на основе величины чистых премий (как разница между объемом взносов и объемом возмещений) за данный период по конкретному виду страхования.

<sup>74</sup> Например, операционный лизинг, означающий аренду нерезидентом у резидента оборудования и сдачу внаем (чартер) морских и воздушных судов без экипажа.

### 3.2.3. Операции с доходами

Доходы — группа статей счета текущих операций платежного баланса, включающая платежи между резидентами и нерезидентами, связанные с оплатой труда нерезидентов, и операции, связанные с доходами на инвестиции; имеет следующую структуру:

1. *Оплата труда*

2. *Доходы от инвестиций*

2.1. Прямые инвестиции

2.1.1. Доходы на участие в капитале

2.1.1.1. Дивиденды и распределенная прибыль

2.1.1.2. Реинвестированные доходы и нераспределенная прибыль

2.1.2. Доходы по долговым обязательствам (проценты)

2.2. Портфельные инвестиции

2.2.1. Доходы на капитал (дивиденды)

2.2.2. Доходы по долговым обязательствам (проценты)

2.2.2.1. Облигации и другие долговые обязательства

2.2.2.2. Инструменты денежного рынка и финансовые дериваты

2.3. Другие инвестиции

«Оплата труда» показывает вознаграждение работников, полученное ими от условных единиц — резидентов, например приграничных и сезонных работников. При этом оплата труда может быть выражена в денежной и натуральной формах оплаты, включая отчисления на социальное страхование, премии и др., в целом образующие показатель «Оплата труда». Если работник находится в стране более года, его доходы фиксируются как переводы мигрантов.

Статья «Доходы от инвестиций» выражает доходы от владения иностранными финансовыми активами, которые нерезиденты выплачивают резидентам или наоборот. В качестве примера можно привести доходы в форме процентов по банковским депозитам, дивиденды<sup>75</sup> по акциям, облигациям, другим ценным бумагам и иным формам доходов.

Доходы по финансовому лизингу могут иметь две формы: как погашение основного долга и выплаты процентов (по кредиту, обязательствам и т.п.). Погашение основного долга является содержанием статьи «Займы» в финансовом счете, а выплата процентов отражается в статье «Доходы от инвестиций».

В случае приобретения нерезидентами земли или недвижимости на территории России считается, что это активы условных единиц — нерезидентов, а резиденты при этом приобретают финансовые активы, представляющие собой требование к этой условной единице, которое должно быть отражено в финансовом счете по статье «Прямые инвестиции». Соответственно рента, полученная нерезидентом, будет составлять инвестиционный доход, и ее необходимо отражать по этой статье.

Вообще доходы на инвестиции подразделяются на:

---

<sup>75</sup> Дивиденды представляют собой форму распределения дохода в соответствии с долей участия в капитале частных инкорпорированных предприятий. Их размер зависит от результатов хозяйственной деятельности и заранее не известен. Проценты представляют собой плату за кредит (его размер установлен в кредитном соглашении и известен заранее).

1. Доходы от прямых инвестиций — доходы, начисляемые прямому инвестору-резиденту на капитал, вложенный им в предприятие-нерезидент. Доходы от участия в капитале подразделяются на распределенные и реинвестированные доходы или прибыль. Распределенные доходы обычно принимают форму дивидендов, которые переводятся за границу, а реинвестированные доходы включают оставшуюся после распределения долю прямого инвестора, вложенную в дальнейшее развитие производства. Доходы по долговым обязательствам включают проценты по межфирменным кредитам.

2. Доходы от портфельных инвестиций — денежные потоки между резидентами и нерезидентами, возникающие в результате купли-продажи акций, облигаций, долгосрочных ценных бумаг, государственных векселей, других инструментов денежного рынка.

3. Доходы от других инвестиций — поступления и выплаты процентов по любым другим финансовым требованиям резидентов в отношении нерезидентов<sup>76</sup>.

### 3.2.4. Текущие трансферты

Трансферты — это особая категория, означающая *прямую межстрановую передачу материальных ресурсов и услуг, когда в обмен не платится никакого стоимостного эквивалента*. Поэтому в зависимости от направления трансферта он отражается в ПБ только по кредиту или по дебету. Из двух разновидностей трансфертов капитальные трансферты входят в счет операций с капиталом, в данном же разделе отражаются текущие трансферты. Они определяются как трансферты, *не означающие передачу права собственности на основной капитал*, не связанные с приобретением или использованием основного капитала и не предусматривающие аннулирование долга кредитором<sup>77</sup>:

1. Сектор государственного управления

2. Другие секторы

2.1. Денежные переводы работающих

2.2. Прочие трансферты

Трансферты органов государственного управления включают текущие переводы по международному сотрудничеству. Текущие трансферты других секторов включают переводы денежных средств между частными лицами и негосударственными организациями. В основном текущие трансферты осуществляются в форме межправительственных грантов и международных денежных переводов частных лиц.

---

<sup>76</sup> Проценты по депозитам, ссудам, займам от МВФ.

<sup>77</sup> От размеров текущих трансфертов напрямую зависит уровень валового располагаемого дохода страны, что сказывается на масштабах потребления товаров и услуг. Если текущие трансферты означают отток средств из страны, валовой располагаемый доход, который можно было бы использовать на накопление и потребление, снижается, и наоборот. Например, гуманитарная помощь в форме товаров и услуг народного потребления.

### 3.3. Счет операций с капиталом и финансовых операций<sup>78</sup>

Данный раздел ПБ представляет собой группу статей, фиксирующих международное движение капитала, с помощью которого финансируются экспорт и импорт товаров и услуг. Этот счет разделен на счет операций с капиталом (фиксирует капитальные трансферты и куплю-продажу непроеизведенных нефинансовых активов) и финансовый счет, на котором отражаются операции перехода права собственности на внешние финансовые активы и обязательства данной страны.

#### 3.3.1. Капитальные трансферты

Капитальные трансферты представляют собой вид трансфертов, включающих передачу прав собственности на основной капитал, они связаны с приобретением или использованием основного капитала или предусматривают аннулирование (или прощения) долга кредитором. Счет операций с капиталом имеет следующий вид:

##### *1. Капитальные трансферты*

##### 1.1. Сектор государственного управления

##### 1.1.1. Аннулирование долга кредитором

##### 1.1.2. Прочее

##### 1.2. Другие секторы

##### 1.2.1. Трансферты мигрантов<sup>79</sup>

##### 1.2.2. Аннулирование долга кредитором

##### 1.2.3. Прочее

##### *2. Приобретение/продажа непроеизведенных нефинансовых активов<sup>80</sup>.*

В качестве капитальных трансфертов государственного сектора могут выступать аннулирование государственного долга, передача средств одним государством другому с целью оплаты покупки основного капитала<sup>81</sup>, передача вооружений и военной техники. Аннулирование долга кредитором, относящееся к капитальным трансфертам других секторов, представляет собой списание суммы долга банком, корпорацией или другой негосударственной структурой.

Важно отметить, что оплата за использование нематериальных активов показывается в счете текущих операций по статье «Роялти и лицензионные платежи», а оплата за приобретение или продажу отражается по данной статье.

#### 3.3.2. Прямые инвестиции

Первой статьей финансового счета ПБ выступают прямые инвестиции — вложения в собственный капитал с целью воздействия на процесс управления

---

<sup>78</sup> Киреев А.П. Международная экономика : учеб. пособие для вузов. В 2 ч. Ч. 2 : Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. М.: Междунар. отношения, 2000. С. 132.

<sup>79</sup> Представляют собой стоимостную оценку имущества мигрантов, которое они перевозят из страны в страну.

<sup>80</sup> Включает куплю-продажу материальных активов, не являющихся результатом производства (земля и ее недра) и нематериальных активов.

<sup>81</sup> Также называется инвестиционными трансфертами.

предприятием прямого инвестирования<sup>82</sup>. В состав прямых инвестиций включается также часть прибыли иностранного капитала, который реинвестирует эти доходы<sup>83</sup>. При этом условные выплаты доходов относятся на доходы от инвестиций в счете «текущие операции», а их реинвестирование — по статье «Прямые инвестиции»:

*1. Прямые инвестиции*

1.1. За границу

1.1.1. В акционерный капитал

1.1.2. Реинвестированные доходы

1.1.3. Прочий капитал

1.1.3.1. Требования к зарубежным филиалам

1.1.3.2. Обязательства перед зарубежными филиалами

1.2. Во внутреннюю экономику

1.2.1. В акционерный капитал

1.2.2. Реинвестированные доходы

1.2.3. Прочий капитал

Влияние со стороны прямого инвестора считается устойчивым, если он владеет не менее 10 % акций или голосов предприятия прямого инвестирования (табл. 3.2), инвестор принимает участие в руководстве предприятием и получает плату за выполняемые административные функции<sup>84</sup>.

Инвестирование в акционерный капитал — это приобретение новых акций отделений, дочерних и ассоциированных компаний, за исключением неголосующих привилегированных акций, на дающих права участия в дополнительных прибылях.

Таблица 3.2

Предприятия прямого инвестирования

Дочерние компании (subsidiaries)	Ассоциированные компании (associates)	Отделения (branches)
Инвестор-нерезидент владеет более 50 % акций или голосов	Доля инвестора-нерезидента составляет менее 50 % акций или голосов	Некорпорированные предприятия, находящиеся в полном или совместном владении инвесторов и непосредственно или косвенно принадлежащие прямому инвестору

Прямые инвестиции в форме прочего капитала означают внутрифирменное кредитование материнской компанией ее дочерних и ассоциированных компаний.

<sup>82</sup> В том числе в форме, отличной от участия акционера в доле этого предприятия. Главный критерий отнесения операций к прямым инвестициям — оказание инвестором существенного влияния на процесс управления предприятием.

<sup>83</sup> Реинвестирование доходов — это вложение обратно в предприятие с иностранными инвестициями части прибыли, полученной им и не распределенной в форме дивидендов.

<sup>84</sup> Киреев А.П. Международная экономика : учеб. пособие для вузов. В 2 ч. Ч. 2 : Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. М.: Междунар. отношения, 2000. С. 141.



К прямым инвестициям также относят вложения частных лиц в приобретение недвижимости за рубежом, деятельность строительных компаний на территории других стран (также может быть отнесена на экспорт услуг).

### 3.3.3. Портфельные инвестиции

Эта группа статей ПБ показывает взаимоотношения между резидентами и нерезидентами в связи с торговлей финансовыми инструментами, не дающего права контроля над объектом инвестиций:

#### 2. Портфельные инвестиции

##### 2.1. Активы

##### 2.1.1. Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале

##### 2.1.2. Долговые ценные бумаги

##### 2.1.2.1. Облигации и другие долговые обязательства

##### 2.1.2.2. Инструменты денежного рынка

##### 2.1.2.3. Финансовые дериваты

##### 2.2. Обязательства

##### 2.2.1. Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале

##### 2.2.1.1. Банки

##### 2.2.1.2. Другие секторы

##### 2.2.2. Долговые ценные бумаги

##### 2.2.2.1. Облигации и другие долговые обязательства

##### 2.2.2.2. Инструменты денежного рынка

##### 2.2.2.3. Финансовые дериваты.

Следуя методологии составления ПБ, портфельные инвестиции бывают двух видов: *ценные бумаги*, обеспечивающие участие в капитале: акции, паи и т.п.; *долговые обязательства*: облигации, инструменты денежного рынка и финансовые дериваты (подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника). В понятие облигаций также включаются неголосующие привилегированные акции, конвертируемые облигации (дают возможность их конвертирования в акции, обращающиеся депозитные сертификаты со сроком платежа более года), двухвалютные облигации, облигации с нулевым купоном и глубоким дисконтом (размещаются первоначально по цене ниже погашения и не предусматривают регулярные платежи процентов), облигации с плавающей процентной ставкой, индексированные ценные бумаги (процентные платежи по ним привязываются к какому-либо индексу цен, валютному курсу или цене определенного товара), обеспеченные залогом (золотом, валютой, недвижимостью) ценные бумаги.

Инструментами денежного рынка выступают казначейские векселя, ценные бумаги частных предприятий и банков, банковские акцепты, обращающиеся депозитные сертификаты, краткосрочные долговые обязательства с банковской поддержкой (евроноты или долговые расписки). Критерием краткосрочности и долгосрочности является один год. Так, кредит со сроком погашения более года относится к долгосрочным финансовым инструментам.

Как правило, они покупаются и продаются на организованные рынках по цене ниже цены погашения. Их объем и композиция подвергаются государ-

ственному регулированию в целях управления ликвидностью, поддержания валютного курса или финансирования дефицита бюджета.

*Финансовые дериваты* — это ценные бумаги, условия обращения и цены которых привязываются к первичным ценным бумагам или макроэкономическим показателям (процентные ставки, индексы цен, курс валюты и пр.) либо к определенным биржевым товарам. Это инструменты торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому реальному или финансовому активу. Однако, финансовые дериваты учитываются в ПБ отдельно от лежащих в их основе первичных ценных бумаг, что обусловлено возможностью их обращения на рынке с самостоятельной рыночной стоимостью, не зависящей от стоимости первичных активов. Типичными формами финансовых дериватов, сделки по которым регистрируются в ПБ, являются следующие:

*Опцион* — контракт, дающий право покупателю опциона купить (call) или продать (put) определенное количество финансовых инструментов или товаров по заранее оговоренной цене в течение определенного срока. Отсюда опционы бывают валютные, процентные, опционы по биржевым индексам, по акциям и др. Опцион дает покупателю право, но не налагает на него обязательство купить или продать определенное количество актива (товар, акции, валюта) по согласованной цене до наступления определенной даты. Покупатель опциона выплачивает продавцу премию (цена приобретаемого актива + плата за услуги), а продавец обязуется купить (продать) активы по опциону, либо по требованию покупателя предоставить ему денежную компенсацию.

*Варрант* — форма опциона, дающая право его держателю купить у продавца варранта определенное количество акций и облигаций на специально оговоренных условиях в течение определенного периода времени. Одной из разновидностей варрантов является валютный варрант, стоимость которого определяется как количество одной валюты, которое понадобится для того, чтобы купить фиксированное количество другой валюты к моменту истечения срока варранта.

*Форвард* — соглашение, заключаемое с целью страхования от потерь в случае изменения процентных ставок, в рамках которого стороны договариваются о ставке процента по некоторой условной сумме задолженности, которую нужно выплатить в установленные сроки. Если фактически сложившаяся на рынке процентная ставка превышает установленную в контракте, продавец контракта выплачивает компенсацию покупателю и наоборот. Стоимость форварда на первичном рынке равна разности текущей стоимости актива и его ожидаемой стоимости в будущем, исходя из концепции чистой текущей стоимости финансового инструмента. Чистая текущая стоимость — разность текущей стоимости будущих поступлений и текущей стоимости будущих платежей, связанных с определенным финансовым инструментом, показывающая стоимость будущих чистых поступлений по их сегодняшней стоимости.

*Фьючерс* — в какой-то степени тот же форвард, но торгуемый в стандартизированном виде на биржах. Это соглашение, предусматривающее обмен реального актива, принадлежащего одной из сторон, на финансовый актив, принадлежащий другой стороне, либо обмен двумя финансовыми активами в уста-

новленный в соглашении срок и по заранее оговоренному курсу. Фьючерсы бывают процентными, валютными и товарными, есть фьючерсы на акции и биржевые индексы.

*Своп* — соглашение, по которому участники обмениваются платежами по одинаковой сумме задолженности на заранее согласованных условиях. Процентные свопы предусматривают обмен процентными платежами в различной форме, например фиксированную на плавающую процентную ставку, фиксированную ставку в одной валюте на плавающую ставку в другой и т.д. Валютные свопы предполагают обмен денежными суммами, выраженными в разных валютах (например, депозитами между центральными банками) с последующим обратным обменом платежами и выплатой процента.

В ПБ процентные платежи по всем финансовым дериватам регистрируются в счете текущих операций, а платежи основных сумм — по финансовому счету; регистрация ценных бумаг происходит в рыночных ценах без принятия во внимание изменения их рыночной стоимости со временем.

### 3.3.4. Другие инвестиции

Прочие виды движения капитала, не относящиеся к прямым или портфельным инвестициям, отражаются в этой группе статей финансового счета:

#### 3. Другие инвестиции

##### 3.1. Активы

##### 3.1.1. Коммерческие кредиты

##### 3.1.2. Ссуды

##### 3.1.3. Наличные деньги и депозиты

##### 3.1.4. Прочие активы

##### 3.2. Обязательства

##### 3.2.1. Торговые кредиты

##### 3.2.2. Ссуды

##### 3.2.3. Наличные деньги и депозиты

##### 3.2.4. Прочие активы

Как следует из структуры данной статьи, наиболее важными типами движения капитала данной категории являются:

*Коммерческие кредиты* — требования и обязательства, возникающие в результате предоставления поставщиком кредита покупателю товаров и услуг или предварительной оплаты покупателем еще не полученных товаров и услуг. Коммерческие кредиты обычно связаны с оплатой внешнеторговых сделок и являются краткосрочными.

*Ссуды* — финансовые активы, возникающие вследствие того, что кредитор напрямую предоставляет заемщику определенную сумму денежных средств. Отличительной чертой ссуд является то, что кредитор, предоставляющий их, не получает взамен документ, который мог бы обращаться на финансовом рынке (например, облигацию). В основном это ссуды для финансирования торговых сделок, авансы, ипотечный кредит, кредиты МВФ, а также соглашения о финансовом лизинге и обратной покупке. Финансовый лизинг относится к этой категории на том основании, что сдача товара в аренду с возможностью

его последующей покупки является своеобразным способом финансирования крупномасштабных торговых сделок. Соглашения об обратной покупке (reverse purchase agreement, REPO) представляют собой соглашения о продаже ценных бумаг по оговоренной цене при том, что продавец принимает обязательство о последующем выкупе этих бумаг по фиксированной цене в обусловленный срок. Тем самым соглашения об обратной покупке являются также своеобразной краткосрочной ссудой, обеспеченной ценными бумагами. Использование кредитов МВФ включает получение странами кредитов различных типов от этой организации.

*Наличные деньги и депозиты* — банкноты и монеты, находящиеся в обращении и используемые для производства платежей, депозиты до востребования, сберегательные, срочные и иные депозиты. В финансовом счете платежного баланса учитывается получение наличной национальной валюты нерезидентами и наличной иностранной валюты резидентами, а также открытие ими счетов, соответственно, в национальной и иностранной валютах.

*Прочие активы* включают все остальные операции между резидентами и нерезидентами, не перечисленные выше, например такие, как подписка на капитал международных организаций.

### **3.3.5. Резервные активы**

*Резервные активы* — завершающая ПБ группа статей, регистрирующих высоколиквидные иностранные активы, находящиеся в собственности или контролируемые органами денежно-кредитного регулирования страны (ЦБ, Правительство и др.):

#### *4. Резервные активы*

4.1. Монетарное золото (золото пробы не ниже 995/1000 пробы, находящееся в хранилищах ЦБ или правительства).

4.2. Специальные права заимствования

4.3. Резервная позиция в МВФ

4.4. Иностранная валюта

4.4.1. Наличные деньги и депозиты

4.4.1.1. В органах денежного регулирования

4.4.1.2. В банках

4.4.2. Ценные бумаги

4.4.2.1. Акции

4.4.2.2. Облигации и другие долговые обязательства

4.4.2.3. Инструменты денежного рынка и финансовые дериваты

4.5. Другие требования

Регулирование осуществляется в целях устранения платежных дисбалансов во внешнеэкономическом секторе страны (например, путем осуществления валютных интервенций на валютных рынках внутри страны). Резервные активы инвестируются в высоколиквидные и максимально надежные денежные инструменты мирового финансового рынка (казначейские векселя, акции крупных компаний, депозиты в зарубежных банках). Предоставленные зарубежному государству средства считаются резервными активами страны-кредитора толь-

ко если выполняются вместе три условия: средства будут выплачены должником по первому требованию кредитора, погашаются за счет резервных активов должника и являются обязательством перед ЦБ или правительством страны-кредитора.

*Золото*, принадлежащее коммерческим банкам, относится к немонетарному и продается (покупается) как обычный товар. ЦБ может использовать (путем купли-продажи) золото коммерческих банков и других резидентов в целях регулирования своих запасов монетарного золота. Например, монетизация такого золота осуществляется путем его приобретения и последующего перевода в разряд монетарного золота, таким образом, золотые резервы ЦБ увеличиваются.

*Специальные права заимствования* (special drawing rights) — выпускаемый МВФ искусственный резервный актив, который распределяется между странами-членами в соответствии с их квотами и может быть использован для приобретения иностранной валюты, предоставления займов и осуществления платежей. Однако СДР не оправдал возложенных на него функций международного резервного актива и мировых денег, что является поводом говорить об определенной степени неэффективности «ямайского коктейля».

Доля страны в МВФ (резервная транша), которая составляет 25 % квоты страны в капитале МВФ, и долг со стороны МВФ этой стране образуют резервную позицию в МВФ. В рамках резервной транши покупка иностранной валюты не считается кредитом МВФ, но приводит к увеличению резервных активов покупающей страны наряду с кредитом МВФ.

В этой части («под чертой») ПБ — финансирующей — показываются именно потоки реальных и финансовых ресурсов, отражаются не запасы, а потоки реальных активов (т.е. изменение в уровне резервных активов на начало и конец периода).

Итак, тремя основными разделами платежного баланса являются следующие: *текущие операции, движение капитала и официальные резервы*. Сумма балансов по текущим операциям и движению капитала дает баланс официальных расчетов.

### **3.4. Макроэкономическая роль платежного баланса**

В закрытой экономике вся произведенная продукция продается внутри страны, и все расходы делятся на потребление ( $C$ ), инвестиции ( $I$ ) и государственные расходы ( $G$ ). В открытой экономике часть продукции экспортируется, и следовательно, величина расходов нерезидентов на товары и услуги, произведенные внутри страны, должна учитываться при исчислении произведенной продукции. С другой стороны, сумма внутренних расходов на потребление, инвестиции и государственные расходы включает и расходы на товары и услуги, произведенные за рубежом, т.е. расходы на импорт. Для оценки продукции произведенной внутри страны, расходы на импорт необходимо вычесть.

Если мы определим баланс текущих операций ( $CA$ ) как разность между экспортом ( $EX$ ) и импортом ( $IM$ ), то основное тождество национальных счетов можно представить в следующем виде:

$$Y = C + I + G + CA, \quad \text{где } CA = EX - IM.$$

Разность между экспортом и импортом товаров и услуг определяется иногда как чистый экспорт ( $NX$ ). Тогда тождество приобретает вид:

$$Y = C + I + G + NX, \quad \text{где } NX = EX - IM.$$

Данная форма записи основного тождества национальных счетов является наиболее распространенной. Положительная величина чистого экспорта свидетельствует о том, что страна имеет положительное сальдо по балансу текущих операций, отрицательная величина чистого экспорта означает, что баланс текущих операций сводится с дефицитом. Основное тождество национальных счетов показывает, как связаны между собой величина совокупного выпуска, внутренние расходы и чистый экспорт. В частности:  $NX = Y - (C + I + G)$ .

Если величина выпуска превышает внутренние расходы, страна экспортирует разницу: величина чистого экспорта является положительной. Если величина выпуска снижается так, что она не покрывает внутренних расходов, страна импортирует разницу: величина чистого экспорта становится отрицательной.

Взаимосвязь текущего счета и счета движения капитала может быть представлена алгебраически путем последовательных преобразований основного тождества национальных счетов:  $Y = C + I + G + NX$ .

Вычитая из обеих частей уравнения  $(C + G)$ , получаем  $Y - C - G = I + NX$ .

В левой части уравнения мы получаем величину национальных сбережений ( $Sn$ ).

Переписывая данное уравнение, получаем:  $I - Sn = -NX$ .

Данная форма записи основного тождества национальных счетов показывает связь между международными потоками средств, предназначенных для накопления капитала ( $I - Sn$ ), и международными потоками товаров и услуг ( $NX$ ).

Величина  $(I - Sn)$  представляет собой избыток внутренних инвестиций над внутренними сбережениями и характеризует счет движения капитала. Он показывает объем инвестиций, финансируемых за счет иностранных займов. Счет текущих операций фиксирует средства, получаемые из-за границы в обмен на отечественный чистый экспорт товаров и услуг (включая чистую выручку от использования отечественных факторов производства). Поэтому величина ( $NX$ ) отражает счет текущих операций.

Из основного тождества национальных счетов следует, что счет движения капитала и текущий счет платежного баланса уравновешивают друг друга, т.е.  $NX = - (I - Sn) = Sn - I$ .

В данном анализе опускаем статью «Изменения в официальных валютных резервах», из-за которой сальдо счета движения капитала не совсем точно уравновешивает текущий счет.

Если инвестиции превышают национальные сбережения ( $I - Sn$ ), то излишек инвестиций должен финансироваться из-за рубежа, за счет иностранных займов. Эти займы позволяют стране импортировать товаров и услуг больше,

чем экспортировать ( $IM > EX$ ), т.е. чистый экспорт является отрицательной величиной ( $NX < 0$ ). На мировой арене страна выступает в качестве должника. Следовательно, дефицит баланса по текущим операциям финансируется в основном чистым притоком капитала за счет движения капитала.

Наоборот, если национальные сбережения превышают внутренние инвестиции, то избыточные сбережения используются для кредитования зарубежных партнеров. Им требуются эти кредиты, поскольку экспорт товаров и услуг из данной страны превышает ее импорт ( $EX > IM$ ), т.е. чистый экспорт является положительной величиной  $NX > 0$ .

На мировой арене страна выступает в качестве кредитора. Следовательно, активное сальдо текущего счета сопровождается чистым оттоком капитала, так как избыточные средства текущего счета будут использованы для покупки недвижимости за рубежом или предоставления займов другим странам.

Таким образом, счет движения капитала и текущий счет уравнивают друг друга, а это означает, что международные потоки финансов и международные потоки товаров и услуг представляют собой две стороны одной медали<sup>85</sup>.

В связи с тем, что платежный баланс построен по принципу двойной записи, он всегда находится в равновесии. Но это не значит, что балансы текущих операций и движения капитала не могут сводиться с дефицитом. Вообще условие равновесия платежного баланса следующее: *сумма баланса по текущим операциям и баланса движения капитала соответствует нулю*.

С определенной долей приближения можно считать, что сальдо платежного баланса достигает нуля в том случае, когда баланс текущих операций (прежде всего баланс по торговле товарами и услугами) равен балансу по движению капитала (капитальным счетам).

В случае если положительное сальдо баланса по текущим операциям превышает отрицательное сальдо баланса по капитальным счетам, то баланс сводится с положительным сальдо (положительный баланс); если ситуация обратная, то баланс имеет отрицательное сальдо. Положительное сальдо баланса по текущим операциям говорит о том, что страна является нетто-инвестором по отношению к другим государствам., а отрицательное — страна является чистым должником, вместо того, чтобы расплачиваться за дополнительный чистый импорт товаров.

Наличие положительного или отрицательного сальдо свидетельствует об определенных диспропорциях платежного баланса. Наиболее характерны четыре причины этих диспропорций: изменение цен; структурные диспропорции; изменение уровня дохода; автономные передвижения значительных масс капитала.

Изменение цен, ценовые диспропорции большей частью связаны с ростом инфляционных издержек, повышением стоимости факторов производства (рабочей силы, капитала, земли). Нарушение равновесия, вызванное структурными диспропорциями в мировом производстве, может привести к снижению объема экспорта. Причина заключается в том, что структура промышленного произ-

---

<sup>85</sup> Миклашевская Н.А., Холопов А.В. Международная экономика: учебник. М.: МГУ им. М.В. Ломоносова : Дело и Сервис, 1998. С. 132–136.

водства оказывается несоответствующей потребностям мирового рынка. Это характерно для развивающихся стран, когда, например, конкуренция синтетических изделий заменяет производство натурального сырья, обрекая производящие это сырье страны на снижение экспортных доходов. Распространенным нарушением равновесия внешних платежей является изменение уровня дохода, разно направленность национальных приоритетов отдельных стран. Руководство страны при этом пытается одновременно решить внутренние (занятость и рост цен) и внешние (равновесие баланса) проблемы. Менее часто бывает ситуация, связанная с отрицательным сальдо автономного передвижения капитала. Например, когда выплачиваются крупные военные репарации или производятся расходы на содержание военных баз за границей.

### 3.5. Факторы, влияющие на состояние платежного баланса

Платежный баланс имеет прямую и обратную связь с воспроизводством. С одной стороны, платежный баланс складывается под влиянием процессов, происходящих в воспроизводстве, а с другой — воздействует на процесс воспроизводства, так как влияет на курсовые соотношения валют, золотовалютные резервы, валютное положение, внешнюю задолженность, направление экономической, в том числе валютной и внешней кредитной политики, состояние мировой валютной системы. В платежном балансе отражаются:

- 1) структурные диспозиции экономики, определяющие разные возможности экспорта и потребности импорта товаров, капиталов и услуг;
- 2) изменения в соотношении рыночного и государственного регулирования экономики;
- 3) конъюнктурные факторы (степень международной конкуренции, инфляции, изменения валютного курса и др.).

На состояние платежного баланса влияет ряд факторов:

I. *Неравномерность экономического и политического развития стран, международная конкуренция.* После Второй мировой войны сложился активный платежный баланс США при крупном дефиците платежных балансов стран Западной Европы и Японии в силу отставания их экономического потенциала. Так, в период после Второй мировой войны и до 60-х гг. торговые балансы большинства стран Западной Европы и Японии были обычно пассивными. Торговый баланс США в те же годы сводился с огромным активным сальдо (в 1947 г. 10 млрд долл.) благодаря укреплению позиций американских монополий на мировом рынке, устойчивости доллара. Превращение США в международного инвестора и кредитора обусловило приток огромных дивидендов и процентов из-за рубежа.

Однако падение доли США в мировом промышленном производстве (с 54,6 % в 1948 г. до 37,8 % в 1984 г.), экспорте товаров (с 33,0 до 12,7 % соответственно), экспорте капиталов (на 20 % за 70-е гг.) при резком увеличении военных расходов, в том числе за границей, привело к хроническому дефициту их платежного баланса. По мере усиления западноевропейского и японского центров, их экономического и научно-технического потенциала, экспансии на мировых рынках товаров и капиталов, платежные балансы ряда стран Западной



Европы (особенно ФРГ) и Японии в 70-е и 80-е гг., как правило, сводились с крупным положительным сальдо, что превратилось в одну из острых проблем международных экономических и валютно-кредитных отношений. Длительный экономический подъем в США в 90-х гг. способствовал восстановлению их лидирующих позиций в мировой экономике и международных финансах. Противоречия между тремя центрами — США, Западной Европой, Японией — отражаются на состоянии их платежных балансов. В табл. 3.3 представлены данные о сальдо счета текущих операций платежных балансов ведущих стран за период 1991–2000 гг., млрд долл.

Таблица 3.3

Сальдо счета текущих операций платежных балансов ведущих стран за период 1991–2000 гг., млн долл.

Страна	Год									
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
США	4	-51	-85	-122	-114	-129	-143	-221	-316	-325
Япония	68	112	132	131	11	66	94	121	143	138
Германия	-17	-13	-9	-23	-19	-6	-1	-4	-	6
Великобритания	-15	-18	-16	-2	-6	-1	10	2	-19	-23
Франция	-6	4	9	7	11	21	39	41	37	42
Италия	-27	-29	8	13	25	40	32	20	19	21
Канада	-22	-21	-22	-13	-4	3	-10	-11	-6	-6
Страны евро	-65	-51	27	19	57	90	107	85	80	95
Россия	4	-1	3	8	5	4	-3	2	12	8

Источник: www.finmarket.ru.

В табл. 3.4 представлена динамика основных показателей платежного баланса США в 1996–2001 гг., млн долл.

Таблица 3.4

Динамика основных показателей платежного баланса США в 1996–2001 гг., млн долл.

Показатель	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.
Экспорт товаров и услуг	852 120	934 980	932 694	957 353	1065 702	1004 589
Импорт товаров и услуг	-953 963	-1042 745	-1 099 522	-1219 191	-1441441	-1352 399
Торговый баланс	-191 000	-198 119	-246 696	-345 434	-452 207	-426 615
Баланс по текущим операциям	-120 937	-139 809	-217 457	-324 364	-444 667	-417 429
Активы США за рубежом	-413 923	-487 599	-359 632	-437 067	-580 952	-439 563
Иностранные активы в США	586 038	759 290	504 464	813 744	1 024 218	895 459

Источник: Хамаганова Л.Д., Цвигун И.В. Международная экономика: макроэкономика: учеб. пособие. Иркутск: БГУЭП, 2003. С. 201.

Как видно из приведенных данных, на платежный баланс США огромное влияние оказывают, во-первых, дисбаланс внешней торговли, а во-вторых, движение иностранных инвестиций. Именно от сбалансированности этих двух статей зависят показатели американского платежного баланса.

II. *Циклические колебания экономики, находящие отражение макроэкономических показателей в ПБ.* Колебания платежного баланса, обусловленные механизмом промышленных циклов, способствуют перенесению внутриэкономических циклических процессов из одной страны в другие. Рост производства вызывает увеличение импорта топлива, сырья, оборудования, а при замедлении темпов экономического роста ввоз товаров сокращается. Экспорт товаров, капиталов, услуг в большей степени реагирует на изменения условий мирового рынка. При вялом хозяйственном развитии вывоз капитала обычно увеличивается. При ускоренном развитии экономики, когда растут прибыли, усиливается кредитная экспансия в стране, повышается процентная ставка, темп вывоза капитала падает.

III. *Рост заграничных государственных расходов.* Тяжелым бременем для платежного баланса являются внешние правительственные расходы, которые преследуют разнообразные экономические и политические цели.

IV. *Милитаризация экономики и военные расходы.* Косвенное воздействие военных расходов на платежный баланс определяется их влиянием на условия производства, темпы экономического роста, а также масштабами изъятия из гражданских отраслей ресурсов, которые могли бы использоваться для капиталовложений, в частности в экспортные отрасли. Если экспортные отрасли загружены военными заказами, а средства, которые можно применить для расширения вывоза товаров, направляются на военные цели, это приводит к сокращению экспортных возможностей страны.

V. *Усиление международной финансовой взаимозависимости.* В современных условиях движение финансовых потоков стало важной формой международных экономических связей. Это обусловлено увеличением масштабов вывоза капиталов, развитием мирового рынка ссудных капиталов, включая евро-рынки, финансовые рынки, в условиях либерализации условий сделок. Важным фактором движения капиталов стали усиление не равновесия платежного баланса и потребность в привлечении заемных средств для покрытия его пассивного сальдо. В итоге финансовая взаимозависимость стран стала сильнее коммерческой взаимозависимости. Это усиливает валютные и кредитные риски, в первую очередь риск неплатежеспособности заемщика.

Двойственное влияние вывоза капитала на платежный баланс страны-экспортера заключается в том, что он увеличивает его пассив, но служит базой для притока в страну процентов и дивидендов через определенный период. Однако приток процентов и дивидендов уменьшается при реинвестиции части прибылей в стране приложения капитала. Например, филиалы американских корпораций в Западной Европе реинвестируют примерно половину прибылей, полученных в этом регионе.

Чрезмерный вывоз капитала отвлекает средства, которые могли бы быть использованы для модернизации экспортных отраслей.

Вообще под вывозом российского капитала из страны понимается сумма:

- 1) статьи «капитальные трансферты выплаченные» счета текущих операций;
- 2) финансового счета, отражающего изменение обязательств нерезидентов перед нашими резидентами;
- 3) статья «Чистые ошибки и пропуски».

Отметим, что вывоз нерезидентами ранее ввезенного ими капитала является трансграничным движением капитала, но не вывозом капитала российского происхождения.

Легальный вывоз капитала представляет собой официально разрешенные операции, связанные с инвестициями резидентов в иностранные активы (за исключением резервных активов) в форме:

- прямых инвестиций;
- портфельных инвестиций;
- прочих инвестиций (за исключением статьи «изменение задолженности по своевременно непоступившей экспортной выручки и непогашенным импортным авансам»).

В отличие от внутренних капиталовложений экспорт капитала оказывает меньшее влияние («мультипликационный эффект») на рост инвестиций в сопряженных сферах, так как тратится в основном на покупку иностранного оборудования, рабочей силы, сырья.

На платежный баланс отрицательно влияет «бегство» капитала:

1. В узком смысле — ускоренное и внезапное перемещение краткосрочных капиталов из страны за рубеж.
2. В широком смысле — массовый отток капитала из одной страны в другие в разных формах и на разные сроки в поисках более прибыльных и надежных сфер его приложения.

Основная причина «бегства» капитала:

1. Экономическая и политическая нестабильность в стране.
2. Инфляция, недоверие к национальной валюте.
3. Неэффективная экономическая политика, вызывающая кризисные потрясения, повышение различных рисков.
4. Высокие налоги.

Различаются следующие формы «бегства» капитала:

1. *Нелегальные* (оставление за рубежом части инвалютной выручки, упущенная выгода при внешнеэкономических сделках, например, при бартерных сделках, авансовые платежи по фиктивным контрактам, контрабандный вывоз капитала и товаров и др.).

2. По *легальным* каналам (увеличение зарубежных активов предприятий, банков, приобретение недвижимости за рубежом, недекларируемый вывоз инвалюты и др.).

3. *Отмывание* «грязных» денег, связанных с противоправными действиями юридических и физических лиц и внедрением их в легальные финансовые потоки.

4. *Внутреннее «бегство»* капитала к инвалютам в форме долларизации экономики.

VI. *Изменения в международной торговле.* Более интенсивной стала торговля готовыми изделиями (чем выше степень обработки товара, тем выше и его стоимость), в том числе наукоемкими товарами. Резкое повышение цен на нефть в 70-х и начале 80-х гг. (в 18 раз в 1980 г. против 1971 г.) привело к дефициту текущих операций платежного баланса стран — импортеров нефти ряда промышленно развитых стран, включая США, развивающихся стран и активизации платежного баланса нефти экспортирующих стран ОПЕК.

VII. *Влияние валютно-финансовых факторов на платежный баланс.*

Девальвация обычно поощряет экспорт, а ревальвация стимулирует импорт при прочих равных условиях. Нестабильность мировой валютной системы ухудшает условия международной торговли и расчетов. В ожидании снижения курса национальной валюты происходит смещение сроков платежей по экспорту и импорту: импортеры стремятся ускорить платежи, а экспортеры, напротив: задерживают получение вырученной иностранной валюты. Достаточен небольшой разрыв в сроках международных расчетов, чтобы вызвать значительный отлив капиталов из страны.

8. *Отрицательное влияние инфляции на платежный баланс.* Это происходит в том случае, если повышение цен снижает конкурентоспособность национальных товаров, затрудняя их экспорт, поощряет импорт товаров и способствует бегству капиталов за границу.

9. Чрезвычайные обстоятельства — неурожай, стихийные бедствия, катастрофы и т.д. отрицательно влияют на платежный баланс.

Платежные балансы также реагируют на торгово-политическую дискриминацию определенных стран, создающих искусственные барьеры и препятствующих развитию взаимовыгодных отношений<sup>86</sup>.

### **3.6. Финансирование платежного баланса**

Во многом эта часть перекликается с рассмотренным выше пунктом «Резервные активы», поскольку финансирование ПБ происходит именно с использованием этого счета.

Однако, прежде чем использовать свои резервы, органы денежно-кредитного регулирования используют такие инструменты, как девальвация национальной валюты для стимулирования экспорта или привлечения дополнительных кредитов из-за рубежа. Резервные активы используются для оплаты внешних счетов и для поддержания доверия к национальной валюте.

На практике часто возникает ситуация, когда государство не может выполнить свои внешние обязательства за счет притока капитала и резервных активов. Это приводит к кризису платежного баланса и показывается аналитически как отрицательное сальдо, которое не может быть покрыто за счет резервов, поэтому страна вынуждена прибегать к исключительному финансированию.

---

<sup>86</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учеб. для вузов / под ред. Л.Н. Красиной. 3-е изд. М.: Финансы и статистика, 2008. С. 133–138.

Это означает, что страна договаривается со своими зарубежными партнерами об операциях, способных снизить отрицательное сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционно. Такие операции могут проходить по любым статьям ПБ и не обособляются в отдельную группу. Это могут быть:

- аннулирование (прощение) долга, когда кредитор добровольно отказывается от долга, что показывается в ПБ должника как капитальный трансферт счета движения капитала;
- обмен задолженности на акции компаний страны-должника: долговые обязательства, которые не могут быть покрыты должником, обмениваются по соглашению с кредитором на долю в собственности должника;
- заимствование для урегулирования ПБ: кредиты МВФ и другие международные займы центральному банку с целью финансирования отрицательного сальдо ПБ, которые показываются «под чертой»;
- переоформление задолженности, предполагающее изменение условий существующего договора с пересмотром сроков платежей на новые, при этом считается, что текущие платежи по долгу были произведены своевременно и финансировались за счет новой (переоформленной) задолженности;
- просрочка платежей по задолженности, когда должник с согласия кредитора или без него просто не расплачивается по своим внешним обязательствам, что показывается «под чертой»<sup>87</sup>.

Кроме этого, в исключительном финансировании по привлечению средств из-за рубежа могут участвовать другие секторы экономики, поощряемые государственными органами через субсидирование валютного курса или процентных ставок.

Необходимо иметь в виду, что устойчивый, равновесный ПБ не предполагает исключительного финансирования и характеризуется нулевым движением валютных резервов.

### **3.7. Баланс международных инвестиций**

Если платежный баланс регистрирует потоки движения активов, то баланс международных инвестиций является производной ПБ, показывающей накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств страны. Фактически, это финансовый счет ПБ, активы и пассивы которого составлены по схеме, близкой к схеме статьи международной инвестиционной позиции. Инвестиционная позиция — это баланс международных инвестиций на конец периода, отражающий совокупность финансовых операций и других корректировок, происходящих на протяжении этого периода, и определяющий величину внешних активов и пассивов страны. Позиция страны по международным инвестициям показывает объем и структуру иностранных активов резидентов, т.е. требований резидентов к нерезидентам, а также объем и структуру иностранных обязательств резидентов.

---

<sup>87</sup> Киреев А.П. Международная экономика : учеб. пособие для вузов. В 2 ч. Ч. 2 : Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. М.: Междунар. отношения, 2000. С. 150.

В таблице 3.5 представлена Международная инвестиционная позиция Российской Федерации за 2019–2020 гг.

Таблица 3.5

Международная инвестиционная позиция Российской Федерации  
за 2019–2020 гг., млн долл. США<sup>88</sup>

	Остаток на 01.01.2020	Всего изме- нений	Остаток на 01.01.2021
1	2	3	4
Чистая международная инвестиционная позиция	358 702	145 831	504 533
Активы	1 513 480	41 625	1 555 105
Прямые инвестиции	501 157	-31 059	470 098
Участие в капитале и паи / акции инвестиционных фондов	391 125	-21 425	369 700
Долговые инструменты	110 032	-9 634	100 398
Портфельные инвестиции	80 294	21 072	101 367
Участие в капитале и паи / акции инвестиционных фондов	8 457	8 581	17 038
Долговые ценные бумаги	71 837	12 491	84 328
Производные финансовые инструменты (кроме резервов) и опционы на акции для работников	5 362	1 373	6 736
Прочие инвестиции	372 307	8 823	381 130
Прочее участие в капитале	7 759	507	8 266
Наличная валюта и депозиты	168 750	11 610	180 360
Ссуды и займы	157 425	-6 731	150 693
Страховые и пенсионные программы, программы стандартных гарантий	1 435	84	1 520
Торговые кредиты и авансы	23 818	4 695	28 513
Прочая дебиторская задолженность	13 121	-1 342	11 779
Резервные активы	554 359	41 415	595 774
Обязательства	1 154 778	-104 206	1 050 571
Прямые инвестиции	586 994	-49 876	537 118
Участие в капитале и паи / акции инвестиционных фондов	437 042	-42 117	394 924
Долговые инструменты	149 952	-7 759	142 194
Портфельные инвестиции	302 253	-46 329	255 925
Участие в капитале и паи / акции инвестиционных фондов	211 459	-42 108	169 351
Долговые ценные бумаги	90 794	-4 221	86 574
Производные финансовые инструменты (кроме резервов) и опционы на акции для работников	5 733	2 533	8 265
Прочие инвестиции	259 798	-10 534	249 263
Прочее участие в капитале	105	10	115
Наличная валюта и депозиты	66 518	-3 426	63 092
Ссуды и займы	166 089	-9 042	157 047
Страховые и пенсионные программы, программы стандартных гарантий	744	-50	694

<sup>88</sup> 1. Международная инвестиционная позиция Российской Федерации разработана в соответствии с методологией, изложенной в шестом издании «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» МВФ.

2. В графах 2, 3, 4, 5 знак «+» означает чистый прирост активов или обязательств, знак «-» — их чистое уменьшение.

3. Данные по портфельным инвестициям (в том числе по государственным ценным бумагам) приведены по рыночной стоимости.

	Остаток на 01.01.2020	Всего изме- нений	Остаток на 01.01.2021
Торговые кредиты и авансы	9 691	3 819	13 509
Прочая кредиторская задолженность	8 799	-2 162	6 637
Специальные права заимствования	7 853	317	8 170

Источник: Банк России Годовой отчет за 2020 г.

Каждая статья международной инвестиционной позиции имеет следующий вид: Разность валовых внешних активов и пассивов страны дает величину ее чистой инвестиционной позиции, представляющей из себя соотношение между располагаемыми страной финансовыми ресурсами и ее задолженностью перед другими странами.

Чистая позиция по международным инвестициям эквивалентна доле национального богатства, предоставленного или взятого в займы у внешнего мира (нерезидентов). Запасы прямых инвестиций определяются на основе их текущей рыночной балансовой стоимости (по отчетности предприятий прямого инвестирования), а запасы портфельных инвестиций учитываются по текущим ценам на рынке на дату отчетности.

По величине чистой инвестиционной позиции (ЧИП) можно оценить уровень чистого инвестиционного дохода (ЧИД) страны на ее иностранные активы и пассивы (может составлять доходную часть бюджета и счета текущих операций ПБ). Если норма доходов на внешние активы больше, чем платежи по внешним пассивам, ЧИД положителен, притом что ЧИП может быть и отрицательной.

### 3.8. Особенности платежного баланса России

В странах с закрытой экономикой ПБ рассматривалась как категория «совершенно секретно». В частности, в СССР сведения о ПБ были опубликованы в последний раз в 1936 г. и вплоть до 1991 г. фактически оставались тайной. После распада Советского Союза первый российский ПБ был опубликован в 1993 г. за 1992 г. и до настоящего времени публикуется ежегодно.

Впервые ПБ для СССР и России был рассчитан за 1990 г. и 1991 г. с выделением трех групп стран, с которыми СССР имел различные системы расчетов — в переводном рубле (со странами СЭВ), в свободно конвертируемой валюте и путем валютного клиринга.

Особенность составления ПБ РФ состоит в том, что за 1992–1994 гг. его разработчиками являлись лишь Центральный банк России и Госкомстат РФ. При этом в баланс за указанные годы не вошли операции с нерезидентами из стран-республик бывшего Советского Союза, а сам ПБ составлялся в разрезе сокращенной номенклатуры показателей, что во всей совокупности не позволяло глубоко анализировать сложившуюся систему внешнеэкономических связей страны. Отдельно за 1994 г. дано впервые аналитическое представление ПБ страны. Аналитическое представление ПБ группирует статьи таким образом, чтобы выявить операции, которые имели наибольшее значение именно для ПБ России и которые не выделены четко в нейтральном представлении, составляющемся в рамках международных стандартов без учета страновой специфика-

ции. Аналитическое представление показывает влияние различных секторов экономики на ПБ.

По мере «открытия» экономики России, неизбежным и закономерным становится и насыщенность нейтрального представления ПБ страны через механизм основных агрегатов. Особенно показательным является градация нейтрального представления ПБ страны по кварталам. До 1995 г., т.е. за 1992–1994 гг., данные касались лишь годового результата. С 1997 г. обобщенные характеристики ПБ России нашли свое продолжение в *аналитическом представлении* в детализированных компонентах, которые в совокупности с *нейтральным представлением* получили название *консолидированного ПБ*.

Отличительной особенностью России от других стран с транзитивной экономикой является ее огромный ресурсный потенциал, который позволяет поддерживать активным текущий ПБ, главным образом за счет положительного торгового баланса. Для России более актуальным является *финансирование дефицита счета движения капитал* платежного баланса, чем *текущего платежного баланса*. Однако, это нельзя назвать плюсом для экономики, так как положительное сальдо счета текущих операций является отражением *низкой инвестиционной привлекательности* России. *Отсутствие взаимосвязи* между крупными *положительными сальдо* ПБ России *по текущим операциям* и *снижением валютного курса рубля* — все это отражает особый статус рубля как *замкнутой валюты*, имеющей хождение только в пределах России. Особенностью экономики России является то, что в отличие от стран Восточной Европы, Россия позднее вступила в процесс трансформации, а структурные реформы проводятся медленнее или практически не проводятся. ПБ России балансируется за счет просрочек, отсрочек, переносов платежей по обслуживанию внешнего долга.

В таблице 3.6. представлен платежный баланс за период 2019–2020 гг.

Таблица 3.6

Платежный баланс 2019–2020 гг.<sup>89</sup> Российской Федерации  
(аналитическое представление), млн долл. США

	2020 г.	Справочно: 2019 г.
1	2	3
<i>Счет текущих операций</i>	33 949	64 806
торговый баланс	91 848	165 252
экспорт	332 231	419 851
<i>сырая нефть</i>	72 366	122 229
нефтепродукты	45 346	66 947
природный газ	25 247	41 787
сжиженный природный газ	6 746	7 920
прочие	182 525	180 969
импорт	240 382	254 599
баланс услуг	–17 415	–36 745

<sup>89</sup> Платежный баланс разработан по методологии шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» МВФ.



	2020 г.	Справочно: 2019 г.
экспорт	46 886	61 910
транспортные услуги	15 878	20 605
поездки	2 854	10 961
прочие услуги	28 154	30 343
импорт	64 301	98 655
транспортные услуги	11 478	15 442
поездки	9 140	36 152
прочие услуги	43 684	47 060
баланс оплаты труда	-1 097	-3 603
баланс инвестиционных доходов	-33 841	-50 007
доходы к получению	40 453	49 740
доходы к выплате	74 294	99 747
федеральные органы управления	-2 884	-2 606
доходы к получению	1 136	1 260
доходы к выплате	4 020	3 866
субъекты российской федерации (доходы к выплате)	12	16
центральный банк	2 085	3 510
доходы к получению	2 109	3 609
доходы к выплате	24	99
банки	-542	-377
доходы к получению	6 839	8 971
доходы к выплате	7 381	9 348
прочие секторы 2	-32 489	-50 517
доходы к получению	30 368	35 899
доходы к выплате	62 857	86 417
баланс ренты	65	89
баланс вторичных доходов	-5 611	-10 180
<i>Счет операций с капиталом</i>	-522	-684
чистое кредитование «+» / чистое заимствование «-»	33 426	64 122
сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом)		
чистое кредитование «+» / чистое заимствование «-» сальдо финансового счета, кроме резервных активов)	49 960	-3 864
чистое принятие обязательств («+» — рост, «-» — снижение)	-40 039	28 698
федеральные органы управления	3 702	22 007
портфельные инвестиции	3 884	22 223
выпуск	1 460	2 676
погашение	-4 970	-4 740
корпусов	-769	-917
купонов	-4 202	-3 822
реинвестирование доходов	4 006	3 841
вторичный рынок	3 388	20 445
ссуды и займы	-177	-213
прочие обязательства	-5	-3
субъекты российской федерации	-28	-24
центральный банк	-806	1 377
банки	-26 170	-19 828
прямые инвестиции	1 478	3 092

	2020 г.	Справочно: 2019 г.
ссуды и депозиты	-2 634	-10 055
прочие обязательства	-25 014	-12 866
прочие секторы 2	-16 738	25 166
прямые инвестиции	7 185	28 883
портфельные инвестиции	-15 302	-4 228
ссуды и займы	-9 012	-6 164
прочие обязательства	392	6 676
чистое приобретение финансовых активов, кроме резервных («+» — рост, «-» — снижение)	9 921	24 834
органы государственного управления	1 617	501
ссуды и займы	1 585	-38
прочие активы	31	539
центральный банк	-69	-33
банки	-4 494	-2 086
прямые инвестиции	182	-688
ссуды и депозиты	5 221	1 229
прочие активы	-9 897	-2 627
прочие секторы	12 867	26 452
прямые инвестиции	5 116	22 611
портфельные инвестиции	11 945	2 281
наличная иностранная валюта	-1 927	-7 713
торговые кредиты и авансы	4 146	9 561
задолженность по поставкам на основании межправительственных соглашений	77	-1 519
неклассифицированные операции <sup>3</sup>	64	164
прочие активы	-6 554	1 067
<i>чистые ошибки и пропуски</i>	<i>2 766</i>	<i>-1 505</i>
изменение резервных активов («+» — рост, «-» — снижение)	-13 768	66 481

Источник: Банк России Годовой отчет за 2020 г.

### *Внешнеэкономические условия в 2020 г.*

Шоки предложения и спроса, связанные с пандемией коронавирусной инфекции, привели к более существенному снижению мирового ВВП, чем во время глобального финансового кризиса 2007–2009 гг.

*Экономический рост в мире.* В 2020 г. мировая экономика столкнулась с глубоким спадом вследствие пандемии коронавирусной инфекции. Снижение мирового ВВП (-3,3 %, по оценке МВФ) оказалось более сильным, чем в ходе кризиса 2007–2009 гг., при этом беспрецедентные меры, принимаемые экономическими властями по всему миру с целью смягчения последствий пандемии для населения и бизнеса, по-видимому, позволили уменьшить масштаб этого спада.

Большинство стран столкнулись как с шоком предложения, вызванным ограничениями экономической активности вследствие мер по сдерживанию распространения коронавирусной инфекции, так и с шоком спроса из-за нахождения значительной части населения на карантине и существенного сокращения потребительской активности.

В мае — июне 2020 г. мировая экономика восстанавливалась по мере снятия ограничений. Промышленное производство достаточно быстро восстановилось в Китае и других странах Азии на фоне повышенного внешнего спроса, прежде всего за счет экспорта медицинских изделий и электронного оборудования для удаленной работы. В сфере услуг ограничения снимались постепенно, некоторые из них (связанные с социальным дистанцированием) сохранялись. В конце года восстановление мировой экономики замедлилось в результате второй волны пандемии и ужесточения ограничительных мер как в развитых странах, так и в СФР. Учитывая общее снижение спроса на перемещения, в 2020 г. характер развития мировой экономики с точки зрения структуры потребления существенно изменился по сравнению с ситуацией до пандемии.

*Международная торговля.* Вследствие сжатия спроса в условиях глубокой рецессии в мировой экономике и нарушения цепочек поставок физический объем международной торговли, по данным МВФ, в 2020 г. сократился на 10 %, почти как в кризисном 2009 г. (в 2019 г. — рост на 1 %). Наиболее сильно пострадала торговля услугами из-за ограничений в сфере транспорта и туризма, введенных для сдерживания распространения коронавирусной инфекции.

По мнению Всемирной туристской организации ООН (UNWTO), 2020 г. был худшим для международного туризма за всю историю наблюдений. Число международных прибытий упало на 74 % (в 2009 г. — на 4 %). В условиях уменьшения количества поездок потери экспортной выручки, по оценкам UNWTO, составили 1,3 трлн долл. США, более чем в 11 раз превысив потери 2009 г. В результате падения турпотока и снижения поставок товаров сократился объем международной торговли транспортными услугами. В то же время сжатие торговли туристическими и транспортными услугами отчасти компенсировалось расширением международной торговли компьютерными услугами из-за перевода сотрудников на дистанционную работу и увеличения мирового спроса на облачные вычисления, платформы и виртуальные рабочие места.

*Мировые товарные рынки.* Пандемия коронавирусной инфекции и сопутствующие ограничения на передвижение людей привели к рекордному сжатию мирового потребления нефти и падению ее цены до многолетних минимумов весной 2020 г. Цена на нефть марки Urals в 2020 г. снизилась более чем на треть. Вместе с тем постепенное восстановление спроса в сочетании со значительным сокращением добычи в рамках новых договоренностей ОПЕК+ (на 9,7 млн баррелей в сутки в мае — июле и на 7,7 млн баррелей в сутки в августе — декабре) способствовало росту цен на нефть. Осенью они снова снизились из-за второй волны пандемии. Однако информация о программах массовой вакцинации внушила оптимизм и оказала поддержку ценам на нефть в конце года. В целом за 2020 г. цена на нефть марки Urals составила в среднем 42 долл. США за баррель, снизившись на 35 % по сравнению с 2019 г. (64 долл. США за баррель).

В то же время динамика мировых цен на продовольствие носила проинфляционный характер. В условиях ограничения предложения и ослабления долл. США сводный индекс ФАО в декабре 2020 г. достиг максимума с 2014 г., увеличившись по сравнению с декабрем предыдущего года на 7 % (в декабре

2019 г. — на 9 %). Сильнее всего повысились цены на растительные масла и зерновые (в том числе на кукурузу и пшеницу).

*Денежно-кредитная политика зарубежных стран.* На фоне пандемии коронавирусной инфекции, закрытия экономик, роста спроса на ликвидность и увеличения волатильности на рынках центральные банки большинства стран «Группы двадцати» в марте — апреле пошли на быстрое снижение ставок и / или беспрецедентное расширение масштабов операций и круга финансовых инструментов, на которые они распространяются.

Федеральная резервная система США (ФРС) снизила целевой диапазон ключевой ставки до 0–0,25 % и значительно увеличила размер баланса за счет покупки государственных и ипотечных облигаций, а также дополнительных программ выкупа активов, которые осуществляются совместно с Минфином США (корпоративные облигации, в том числе потерявшие инвестиционный рейтинг, муниципальные облигации). Баланс ФРС увеличился с 4,3 трлн долл. США на 10.03.2020 (начало реагирования ФРС на шок пандемии) до 7,2 трлн долл. США на конец года.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) представил программу выкупа активов в чрезвычайных условиях пандемии (Pandemic Emergency Purchase Programme) объемом 750 млрд евро, которая затем была увеличена еще на 500 млрд евро. Действие данной программы было распространено на коммерческие бумаги нефинансовых организаций, а также греческий долг, который до этого ЕЦБ не покупал из-за низкого кредитного рейтинга. Также были понижены требования к кредитным рейтингам инструментов, используемых в качестве обеспечения в рамках операций рефинансирования.

Смягчение денежно-кредитной политики происходило и в других крупных экономиках. Центральные банки стран «Группы двадцати» снизили ключевые ставки на 30–250 базисных пунктов (кроме тех, у которых ставки уже были в отрицательной зоне). При этом некоторые центральные банки пошли на неординарные меры: Банк Австралии начал таргетировать доходность государственных облигаций, Банк Индонезии — напрямую покупать государственные облигации при первичном размещении.

В дальнейшем крупнейшие центральные банки преимущественно сохраняли ключевые ставки и действующие программы количественного смягчения неизменными, допуская временный переход реальных ставок в отрицательную область на фоне некоторого восстановления инфляции. При этом большая часть центральных банков подчеркивали важность поддержания мягких денежно-кредитных условий.

Таким образом, *платежный баланс является одним из основных инструментов макроэкономического анализа и прогнозирования.*

Платежный баланс активно используется для определения фискальной и монетарной политики, протекционистских мер, а также при принятии решений по регулированию внутреннего валютного рынка и валютного курса. На основании результатов платежного баланса принимаются дальнейшие решения в области экономической политики страны. Во избежание негативных послед-

ствий необходимо выбрать наиболее оптимальный вариант схемы построения платежного баланса.

Движение капитала, связанное с оплатой ввозимых и вывозимых товаров определялось в 90-е гг. не столько ростом экспорта и импорта, сколько наращиванием объемов предоставленных нерезидентам торговых кредитов и авансов, а также просроченной задолженности нерезидентов по оплате экспорта и по импортным поставкам, отражаемых в разделе «Прочие инвестиции, активы» счета финансовых операций.

Однако, наряду с притоком иностранного капитала в Россию происходил значительный незаконный вывоз капитала, а также его легальный вывоз банками и нефинансовыми предприятиями. Вывоз капитала даже в его экономически обоснованно легальной части снижал в текущей перспективе возможности увеличения доходов российского бюджета, а непоступление экспортной выручки лишало бюджет средств от налога на прибыль.

Проблема трансграничного движения капитала, т.е. его ввоза в Россию и вывоза из страны, имеет три аспекта, представляющие интерес для органов государственного регулирования экономики как с макроэкономической, так и с фискальной точек зрения.

1. Соотношение ввоза и вывоза капитала, влияющее наряду с торговым сальдо на состояние платежного баланса, обменного курса рубля и на способность страны обслуживать внешний долг. Этот аспект интересует и МВФ, и страны-кредиторы РФ. Таблицы платежного баланса, публикуемые ФТС и Банком России (так называемые нейтральное и аналитическое представления платежного баланса — основные агрегаты и детализированные компоненты), отражают в первую очередь движение капитала.

2. Нелегальный вывоз (утечка или бегство капитала), приводящий как к ухудшению платежного баланса, так и к сокращению налоговых поступлений. Этот аспект связан и с проблемой отмывания капиталов криминального происхождения, для борьбы с которым западными странами создана международная организация FATF. Следует также иметь в виду, что недостатки налоговой системы провоцируют не только утечку капитала, но и ввоз части «сбежавшего» капитал под видом иностранных кредитов, прямых и портфельных инвестиций.

3. Происхождение ввозимого и вывозимого капиталов, влияющее на доходы бюджета и предприятий. Так, в нейтральном представлении платежного баланса ввоз иностранного капитала может компенсировать вывоз капитала российского происхождения.

### **Контрольные вопросы**

1. Что такое платежный баланс и для чего он составляется?
2. В чем заключается отличие резидентов от нерезидентов в рамках платежного баланса?
3. Что такое доходы и какие виды доходов учитываются в платежном балансе?
4. На какие два больших счета разделяется платежный баланс и как они определяются? В чем причина неизбежности пропусков и ошибок?

5. Что такое доходы и какие виды доходов учитываются в платежном балансе?
6. Назовите основные исходные источники информации для составления платежного баланса. В чем преимущества и недостатки каждого из них?
7. Как определяется торговля товарами в счете текущих операций и на какой стоимостной основе ведется ее учет?
8. В чем заключается отличие счета операций с капиталом и финансового счета в платежном балансе?
9. Каковы критерии отнесения активов к резервным?
10. Как баланс международных инвестиций связан с платежным балансом?
11. Какова его аналитическая ценность?
12. Приведите пример ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале и долговых ценных бумаг.
13. Почему баланс услуг и некоммерческих платежей называется балансом «невидимых» операций?
14. Какие факторы влияют на платежный баланс?
15. Какие методы регулирования платежного баланса?

## ТЕСТЫ

### Вариант 1

1. Выделите основные статьи платежного баланса:

- а) экспорт/импорт товаров,
- б) движение капиталов,
- в) «невидимые» операции,
- г) кредиты,
- д) «ошибки и пропуски»,
- е) текущие счета и депозиты,
- ж) операции с финансовыми инструментами,
- з) проценты и дивиденды.

2. Выберите из п. 1 и укажите:

- а) статьи текущих операций платежного баланса.
- б) статьи платежного баланса, относящиеся к счету операций с капиталом по методике МВФ.

3. Укажите статьи, относящиеся к «невидимым» операциям, платежного баланса:

- а) экспорт/импорт товаров,
- б) кредиты,
- в) транспорт,
- г) проценты и дивиденды,
- д) инвестиции,
- е) потребительские переводы,
- ж) оплата связи,
- з) государственные переводы,
- и) содержание посольств, миссий и т.д.

## Вариант 2

1. *Определите факторы, влияющие на платежный баланс:*

- а) процесс глобализации и либерализации экономики,
- б) неравномерность экономического и политического развития стран, международная конкуренция,
- в) циклические колебания экономики,
- г) рост заграничных государственных расходов,
- д) финансовая глобализация,
- е) изменения в международной торговле,
- ж) влияние валютно-финансовых факторов,
- з) отрицательное влияние инфляции на платежный баланс,
- и) чрезвычайные обстоятельства,
- к) дефляционная политика;
- л) протекционистские меры.

2. *Определите основные методы регулирования платежного баланса:*

- а) дефляционная политика,
- б) девальвация,
- в) протекционистские меры. Валютные ограничения.
- г) финансовая и денежно-кредитная политика,
- д) специальные меры государственного воздействия на платежный баланс,
- е) изменения в международной торговле.

## 4. СТРАХОВАНИЕ ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

### 4.1. Сущность валютных рисков

В условиях высокой изменчивости мировых финансовых и валютных рынков банковские и корпоративные структуры в процессе своей деятельности сталкиваются с финансовыми рисками, которые являются следствием флуктуации различных финансовых цен (процентные ставки, валютные курсы, товарные цены, курсы ценных бумаг). Например, на деятельность компании, использующей финансирование по плавающей процентной ставке или имеющей актив с плавающей процентной ставкой, будут влиять колебания ставок процента. Если компания проводит международные торговые операции, то она будет подвержена также воздействию колебаний валютных курсов. Финансовые результаты промышленной компании непосредственно зависят от изменения рыночных цен на сырье и готовую продукцию, а результаты инвестиционного института, работающего с фондовыми активами, — от изменения цен на соответствующие ценные бумаги. Таким образом, колебания финансовых цен являются источником рисков для любого субъекта экономики.

Все вышеуказанные риски в совокупности называются *ценовыми рисками*, поскольку, вне зависимости от того, что является базовым активом, риск возникает в результате *изменения цены* на соответствующий актив (валюта, акция, товар и т.п.), который лежит в базе контракта. Ценовые риски обладают особой спецификой: в отличие от других видов рисков (например, имущественных) они являются *двусторонними (спекулятивными)*, т.е. могут иметь как негативный, так и позитивный финансовый результат для компании или банка, поскольку отклонения финансовой цены базового актива от ожидаемого значения могут иметь разнонаправленный характер.

Согласно фундаментальному исследованию, проведенному Базельским комитетом по банковскому надзору при Банке Международных Расчетов, выделяются следующие *категории риска*, возникающие в результате того или иного вида финансовой деятельности: *системный, стратегический, кредитный, страновой, рыночный, процентный риск ликвидности, валютный, операционный, правовой, репутационный*.

*Валютные риски*<sup>90</sup> (*foreign pexchange risks*) — группа рисков, возникающих в связи с использованием нескольких валют в международных сделках. Валютные риски делятся на две группы: риски, связанные с изменением в будущем валютного курса, и риски, связанные с расчетами.

В большинстве случаев в отечественной финансово-экономической литературе встречается интерпретация категории валютного риска исключительно как негативного явления (опасность валютных потерь, возможность денежных потерь, вероятность понесения убытков и т.п.). Однако подобное толкование категории валютного риска страдает односторонним подходом и не отражает всей

---

<sup>90</sup> Киреев А.П. Международная экономика : учеб. пособие для вузов. В 2 ч. Ч. 2: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. М. Междунар. отношения, 2000. С. 163.



специфики, присущей ценовым рискам. Поскольку *валютный курс может отклоняться в разные стороны от ожидаемого значения и, соответственно, валютный риск может быть связан как с убытками, так и с прибылями*, то представляется логичным выделять три формы проявления валютного риска: позитивный, нейтральный и негативный риск<sup>91</sup>.

*Позитивный риск* означает, что в результате благоприятного изменения валютного курса компания (банк) может получить дополнительную, неподвиженную ранее, прибыль. При *нейтральном* (или нулевом) риске изменение валютного курса по операции не даст дополнительных прибылей или убытков, т.е. фактическое значение совпадает с ранее ожидавшимся значением валютного курса. Негативный риск выражается в том, что неблагоприятные изменения валютного курса могут принести по соответствующей открытой валютной позиции убытки.

Подобное толкование валютного риска также нашло отражение в ряде научных работ. Другое дело, что для компаний и банков *опасность* представляет именно *негативное изменение валютного курса*, что и приводит к идентификации валютного риска преимущественно как источника убытков.

Расчет ожидаемого уровня валютного курса, определяемого при помощи различных методов прогнозирования, имеет важное значение для эффективного управления валютными рисками. Если не учитывать возможности прогнозирования, то к области риска относится любое изменение положения «статус-кво» валютного курса, т.е. вся величина изменения валютного курса от настоящего значения до фактического значения в будущем. При этом будущее фактическое значение валютного курса можно представить следующим образом:

$$e_{t+1} = E_t(e_{t+1}) + \mu,$$

где  $e_{t+1}$  — фактическое значение спот-курса в будущем;  $E_t(e_{t+1})$  — ожидаемое будущее значение спот-курса (форвард-курс);  $\mu$  — ошибка в прогнозах.

В арсенале финансового менеджера имеются различные методы управления валютными рисками. Если одни из них (например, форварды) берут за основу управления именно ожидаемое значение валютного курса  $E_t(e_{t+1})$ , при этом условие ошибки  $\mu$ , остается, то другие (в частности, валютные опционы) позволяют управлять также и условием ошибки  $\mu$ , которое и представляет собой потенциал валютного риска.

При отсутствии возможности прогнозирования валютного курса вся величина изменения представляет собой сферу риска для данной компании или банка. Однако современные методы прогнозирования позволяют в некоторой степени определить будущее значение валютного курса (значение  $E_t(e_{t+1})$ ), что приводит к снижению величины валютного риска до условия ошибки  $\mu$ . Если компанией или банком проведены определенные защитные меры исходя из ожидаемого значения валютного курса  $E_t(e_{t+1})$ , то в зависимости от изменения  $\mu$ , можно говорить о недополученных прибылях или сверхприбылях на величину  $\mu$ . Если же защитные меры не были проведены, то ситуация с доходами и

---

<sup>91</sup> Гаджиев Ф.Р. Валютный риск и его разновидности // Финансы и кредит. 2001. № 4 (76). С. 60.

расходами меняется с точностью до обратной. Проведение защитных мер при управлении валютным риском зависит непосредственно от стратегии валютного менеджмента компании или банка.

Итак, *валютный риск, или риск курсовых потерь, представляет из себя возможность потенциальных потерь при изменении валютных курсов*<sup>92</sup>.

Валютный риск определяется состоянием *открытой валютной позиции банка, т.е. разницей между стоимостью активов и пассивов в данной валюте с учетом забалансовых позиций*. Если у банка нет открытой позиции, т.е. активы в данной валюте полностью покрыты пассивами, валютного риска нет, так как переоценка активов и пассивов производится на одну и ту же величину. Различают следующие виды открытых позиций:

*Длинная* — суммарная величина балансовых и внебалансовых *требований* в определенной валюте *превышает* суммарную величину балансовых и внебалансовых *обязательств*.

*Короткая* — суммарная величина балансовых и внебалансовых *требований* в определенной валюте *меньше* суммарной величины балансовых и внебалансовых *обязательств*.

*Закрытая позиция* — суммарная величина балансовых и внебалансовых *требований* в определенной валюте равна суммарной величине балансовых и внебалансовых *обязательств*.

*Валютная позиция (совокупная)* — сумма стоимости всех длинных и коротких позиций с учетом знаков, выраженная в одной (базовой) валюте.

На практике банки держат (длинные) открытые позиции в сильных валютах, особенно в тех случаях, когда их курс имеет повышающую тенденцию и короткие в слабых. Если движение курса угадано неверно, а банк стоит в длинной позиции, при продаже неожиданно ослабевшей валюты будут зафиксированы курсовые убытки. Аналогична ситуация, при которой открыта короткая позиция в слабеющей валюте, а она неожиданно подорожала.

Есть другой вариант — дождаться, пока данная валюта вновь подорожает — в случае длинной позиции (подешевеет — при короткой позиции), получить прибыль и закрыть позицию. Практика проведения спекулятивных операций показывает, что в этом случае существует риск, что курс валюты изменится еще более неблагоприятно — упадет еще ниже (или возрастет выше) и убытки будут увеличены. Чтобы этого не произошло, используется метод *лимитирования потерь*.

Валютный риск в данной валюте оценивается нестабильностью ее курса и величиной открытой валютной позиции. Как правило, валютные курсы подвержены рыночным колебаниям, наиболее важно иметь долгосрочный прогноз курса. *Колебания курса валюты обуславливаются состоянием экономики (эмиссионной политикой, платежным балансом государства, величиной резервов, политикой внешнего заимствования, качеством обслуживания внутреннего и внешнего долга), политической ситуацией в стране, тенденциями разви-*

---

<sup>92</sup> Шмелев В.В. Страхование банковских рисков // Управление риском. 2002. № 4. С. 44.

тия, прогнозом участников, положением на внешних рынках. Важную роль играет понимание стратегии правительства и Центрального банка.

Основным фактором, обуславливающим валютный риск, является *страновой риск*, определяющий степень конвертируемости ее валюты и стабильности курса (ОКВ — ограниченно конвертируемая, СКВ — свободно конвертируемая).

Особенностью валютного риска является то, что ему подвержены обе стороны — участницы сделки. Приведем пример, подтверждающий данное утверждение:

Например, 10 февраля 1995 г. экспортер из Германии заключил контракт на сумму 10 млн долл. с импортером из США с отсрочкой платежа на 1 месяц. Валюта цены в контракте — доллар США, валюта платежа — немецкая марка. На время заключения контракта курс доллара по отношению к марке составлял  $1 \text{ USD} = 1,5346 \text{ DM}$ . На 10 марта, когда должен был осуществляться платеж, курс доллара составил  $1 \text{ USD} = 1,3966 \text{ DM}$ . Таким образом, за период между заключением контракта и платежом по нему валюта цены — доллар обесценилась на 8,99 %. Потери экспортера составили те же 8,99 %, а импортер наоборот выиграл, т.к. заплатил не 15 346 000 марок, а только 13 966 000 марок. В приведенном примере проигравшей стороной является экспортер, но в случае противоположной динамики валютного курса, т.е. если бы курс доллара на 10 марта превысил значение  $1,5346 \text{ DM}$ , потери нес бы импортер товара.

Валютные риски структурируются следующим образом: коммерческие, конверсионные.

*Коммерческие риски* связаны с нежеланием или с невозможностью должника (гаранта) рассчитаться по своим обязательствам.

*Конверсионные риски* — это риски валютных убытков по конкретным операциям. Эти риски в свою очередь подразделяются на: риск сделок (операционный), риск перевода (трансляционный) и экономический риск.

Рассмотрим специфику каждой из вышеперечисленных разновидностей валютного риска.

#### **4.1.1. Операционный риск**

Операционный риск связан с неопределенностью относительно будущей стоимости валютных потоков (как поступлений, так и выплат) при пересчете в национальную валюту компании. *Под операционным риском подразумевается величина, в которой стоимость будущих сделок подвергается влиянию колебаний валютных курсов.* Операционный риск возникает при проведении международных торговых, финансовых (получение и предоставление кредитов, покупка–продажа валюты и т.д.) операций, а также при заключении срочных сделок (форвардных контрактов).

Более высокая доля международных операций в транснациональных промышленных компаниях требует соответствующего подхода к контролю за операционным валютным риском, поскольку им приходится оперировать, как правило, в мультивалютных условиях. Валютного риска можно было бы избежать, если все контракты корпорации были номинированы в единой валюте, однако

страновая диверсификация вынуждает корпорации работать с местными валютами, являющимися единственными законными платежными средствами в этих странах. Так, например, американская компания *Ford Motor Company* сталкивается с чистым салдо валютных позиций (когда невозможно активы сбалансировать пассивами) в британских фунтах стерлингов, японской иене, евро, мексиканских песо и бразильских реалах. Для другой американской компании *Procter & Gamble* основными источниками валютного риска являются рынки в Западной Европе, Мексике и Канаде.

Однако в арсенале транснациональных корпораций существует ряд методов управления международными денежными потоками посредством создания эффективных систем внутрикорпоративных международных расчетов для регулирования глобальной рискованной позиции корпорации в каждой валюте. Подобные внутрикорпоративные системы расчетов направлены на устранение несбалансированности валютных поступлений и платежей по суммарным и временным параметрам.

Валютный риск как производное явление от высокой колеблемости валютного рынка может катастрофическим образом сказаться на инвесторах. Так, обвал рынка российских государственных ценных бумаг и многократная девальвация рубля принесли иностранным инвесторам убытки в размере около 33 млрд долл. В целом вследствие финансовых кризисов 1997–1998 гг. в странах Юго-Восточной Азии, Южной Америки и России убытки понесли очень многие международные компании. Так, чистые доходы компании *Procter & Gamble* в азиатском регионе упали с 275 млн долл. в 1997 г. до 174 млн долл. в 1998 г. (убытки составили 101 млн долл.).

Летом 1998 г. на Гонконгской бирже в целях борьбы со спекулятивными атаками на национальную валюту было принято решение ограничить (лимитировать) открытие валютных позиций по фьючерсам, а также резко увеличить транзакционные издержки по поддержанию крупных фьючерсных позиций.

Помимо подобных микрорешений выдвигаются также предложения по стабилизации валютных рынков на основе макроэкономического подхода. Некоторые экономисты предлагают вернуться к системе фиксированных валютных курсов, аналогичной Бреттон-Вудской валютной системе, однако в свете сегодняшних реалий подобная модифицированная система («новый Бреттон-Вудс») должна предусматривать возможность частого пересмотра валютных паритетов с учетом изменяющихся макроэкономических индикаторов.

Лауреат Нобелевской премии по экономике (1981 г.) Джеймс Тобин рекомендует странам вводить специальный налог на наличные валютные операции в размере от 0,1 до 1 % (в некоторых странах он уже действует). По его мнению, увеличение транзакционных издержек по операциям приведет к тому, что участники валютных рынков будут воздерживаться от проведения достаточно частых операций. В настоящее время в условиях глобализации международных финансовых рынков, быстрого развития инноваций в телекоммуникационных технологиях, роста разновидностей финансовых продуктов наблюдается значительное увеличение объемов торговли на мировых валютных рынках. *Высоколиквидные и нерегулируемые рынки евровалют* (с низкими транзакцион-

ными издержками) *под воздействием атак арбитражных и спекулятивных валютных игроков подвергаются постоянной высокой колеблемости*, поэтому даже незначительные процентные колебания валютных курсов могут привести к огромным прибылям или убыткам участников валютного рынка. Весь сбор от взимания налога на валютные операции Дж. Тобин предлагает передавать МВФ, который бы более жестко обеспечивал стабильность мировых валютных рынков.

Критики эффекта данной меры выдвигают альтернативное предложение по предотвращению чрезмерных валютных спекуляций путем создания стимулов для обеспечения *глобальной полной занятости на основе кейнсианской теории*. По мнению сторонников данной идеи, в экономике не должно оставаться спекулятивного финансового капитала — он весь должен быть занят в реальном секторе экономики.

Наиболее радикальным методом устранения спекулятивного давления на валютный рынок (и, соответственно, ликвидации проявления валютных рисков) было бы *введение единой мировой валюты*. Стремление к единой валюте проявляется в виде создания региональных валют (франк КФА) или денежных единиц, сформированных на основе принципа «валютной корзины» (ЭКЮ до 1 января 1999 г., СДР). Наибольшее развитие проект создания единой региональной валюты получил в рамках Европейского валютного союза (ЕВС), который с 1 января 1999 г. приступил к выпуску безналичной (с 2002 г. — наличной) единой денежной единицы для 12 европейских стран — евро.

Введение евро ликвидировало возможность валютного риска при операциях с партнерами из стран-членов ЕВС, которая ранее существовала при проведении конверсионных операций между самими европейскими валютами. Теперь для корпоративных и финансовых структур из стран-членов ЕВС опасность проявления валютного риска происходит из операций с партнерами из стран, не являющихся членами Европейского валютного союза.

Таким образом, жесткая фиксация курсов европейских национальных валют по отношению к евро способствовала тому, что потенциальная опасность валютного риска по операциям с партнерами из стран-членов ЕВС просто исчезла. Так, в германской автомобильной группе *Volkswagen Group* (владелец торговых марок *Volkswagen, Audi, Seat, Skoda, Bentley, Rolls-Royce*) введение евро позволило частично снять проблему валютного риска.

#### **4.1.2. Трансляционный риск**

Своеобразна природа трансляционного (иначе — пересчетного, балансового, учетного) валютного риска, проявление которого обусловлено расширением сети зарубежных подразделений транснациональных корпораций. Стоимость активов подобных подразделений выражается в валюте страны оперирования, что по причине колеблемости валютных курсов представляет определенную сложность для оценки эффективности деятельности подразделения.

Для приведения к единым оценочным критериям все материальные и финансовые активы и пассивы зарубежных подразделений в конце каждого отчетного года выражаются в национальной валюте страны пребывания материнской

компании, т.е. производится консолидация баланса. При консолидации балансовых отчетов головного и зарубежных подразделений транснациональные компании руководствуются соответствующими национальными законодательными актами.

Механизм консолидации балансовых отчетов предприятий, расположенных в разных валютных зонах, влияет на величину трансляционного риска, который зависит также от степени владения (участия в капитале) иностранным подразделением. Так, например, в швейцарской компании *Nestle* политика учета зарубежных подразделений построена на следующих принципах:

- если *Nestle* владеет контрольным пакетом (и участвует в управлении) местной компании, то учитываются все статьи баланса в полном объеме (независимо от доли участия в акционерном капитале);
- если *Nestle* владеет очень маленьким пакетом в капитале местной компании, то он учитывается по счетам группы отдельно;
- в случаях, когда *Nestle* владеет, контролирует и управляет компанией совместно с другими партнерами (обычно на условиях 50% участия), консолидация производится в соответствии с пропорцией участия *Nestle* в капитале местной компании.

В отличие от других разновидностей валютного риска (операционного и экономического), которые зависят непосредственно от колебаний валютного курса, трансляционный риск в определяющей степени зависит именно от механизма трансляции (пересчета) соответствующих статей балансового отчета иностранного подразделения. При этом очень важно не смешивать процесс бухгалтерской трансляции с реальной конверсией: *трансляция* подразумевает просто изменение денежного выражения соответствующего актива, в то время как *конверсия* связана с физическим обменом одной валюты на другую.

*Специфика трансляционного риска* заключается, таким образом, в том, что он *не связан с реальными потоками денежных средств*, а является чисто номинальным (бумажным) *риском изменения стоимости зарубежного подразделения в валюте материнской компании* на протяжении отчетного года, хотя подобные колебания в валютных пересчетах влияют на курс акций компании.

Трансляционный риск материализуется в реальные денежные потоки лишь в случае ликвидации (продажи) зарубежного подразделения. Если подразделение не ликвидируется, то трансляционные убытки за один год могут быть перекрыты трансляционными прибылями за следующий год, тогда как валютные убытки (доходы) операционного рода фиксируются в виде конкретного финансового результата по завершении каждой операции. При этом *трансляционный риск проявляется при пересчете не только чистых инвестиций зарубежного предприятия, но и его прибыли (до перевода в страну материнской компании)*. Под чистыми инвестициями подразумевают балансовую стоимость средств материнской компании в зарубежном подразделении, а также разницу между общими активами зарубежного подразделения и его внешними обязательствами (вне транснациональной группы).

Таким образом, специфика трансляционного риска заключается в механизме бухгалтерского пересчета статей баланса. Именно измерение трансляци-

онного риска на основе различных методов бухгалтерского учета и является основной проблемой в определении степени колеблемости стоимости зарубежного подразделения. По существу, можно считать, что материнская компания подвержена риску потерь от падения курса валюты страны, и которой работает ее филиал, на всю сумму чистых активов данного подразделения, т.е. трансляционный риск возникает в случае дисбаланса между активами и пассивами иностранного подразделения. Материнская компания подвержена риску в той степени, в какой чистые активы ее подразделения не сбалансированы пассивами (например, кредитами в той же иностранной валюте, что и активы).

Рассмотрим более подробно структурный аспект трансляционного риска. Взятые в отдельности, валютные активы и пассивы являются целиком рисковыми. Однако при их сопоставлении рисковыми остаются те статьи баланса, которые не имеют противоположных компенсирующих статей в части активов или пассивов. Поэтому трансляционный риск оценивается с учетом разницы между рисковыми требованиями и обязательствами зарубежного подразделения. Превышение рисковых активов над рисковыми пассивами приводит к возникновению чистой рисковых позиции по активам, которая свидетельствует о положительной экспозиции (подверженности) данных статей баланса.

В случае, когда рисковые обязательства превышают рисковые активы, компания сталкивается с чистой рисковых позицией по обязательствам, т.е. отрицательной экспозицией. В этом случае удешевление местной валюты приводит к трансляционным доходам, так как местный валютный эквивалент чистых валютных обязательств возрастает в соответствии с девальвацией (при предварительном переводе суммы в местной валюте в иностранную и последующей обратной конверсией), а ревальвация местной валюты способствует возникновению трансляционных убытков.

Однако на практике не всегда применялся подобный упрощенный подход к учету трансляционного риска. Разногласия по поводу способов учета возникли, в частности, вокруг следующей проблемы: должен ли учет принимать во внимание чистый риск (т.е. риск потерь по чистым активам) или он должен рассматривать все составляющие балансового отчета и в особенности учитывать различия между воздействием курсовых изменений на денежные и неденегные статьи баланса?

В настоящее время в мировой практике существует несколько основных методов консолидации балансового отчета транснациональной группы. Принципиальное отличие между методами валютного пересчета заключается в вопросе применения исторического, текущего или взвешенного среднего валютного курса. При использовании исторического валютного курса (курс на дату приобретения актива или возникновения обязательства) колебания валютных курсов не приводят к возникновению дополнительных трансляционных доходов или убытков, т.е. трансляционный риск не существует. Если же используется текущий валютный курс, то при изменении курса между датой приобретения актива (возникновения обязательства) и датой составления балансового отчета компания может столкнуться с трансляционным валютным риском.

Существующие методы трансляционного пересчета сводятся к определенному сочетанию применения исторического или текущего (итогового) валютного курса при консолидации финансовых отчетов материнской и дочерних компаний. Основными методами трансляционного пересчета являются следующие:

*Метод текущего (итогового) курса (current (closing) rate method);*

*Денежно-неденежный метод (monetary — nonmonetary method);*

*Текущий-нетекущий метод (current — noncurrent method)<sup>93</sup>*

Первый метод называется методом итогового курса (или методом чистых инвестиций) в Великобритании и методом текущего курса в США и широко используется во многих странах. Разновидности этого метода рекомендуются Советом по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Board (FASB) — Statement № 52 (SFAS №.52) в США, Комитетом по стандартам бухгалтерского учета (CSAP) — SSAP № 20 в Великобритании). В соответствии с данным методом все статьи баланса зарубежного подразделения пересчитываются по валютному курсу, имевшему место на последний день подготовки консолидированного финансового отчета корпорации. Статьи отчета о прибылях и убытках пересчитываются по среднему валютному курсу за отчетный период, который рассчитывается, например, на основе валютных курсов в последний день каждого месяца. Такого подхода придерживаются многие транснациональные банки и корпорации, среди которых: Morgan Stanley Dean Witter, Ford Motor Company, Commerzbank, Bank Austria Group, Raiffeisen Banking Group.

Метод имеет определенные преимущества перед другими способами пересчета:

- использование единого валютного курса значительно облегчает процесс пересчета статей баланса;
- текущий валютный курс учитывать легче, поскольку он постоянно котируется в деловой прессе;
- финансовые коэффициенты, позволяющие оценивать деятельность подразделения, останутся неизменными вне зависимости от того, какая валюта использовалась для расчетов;
- при консолидации счетов долг зарубежного подразделения получает реальную оценку в валюте материнской компании.

В сущности, *данный метод оценивает зарубежное подразделение по чистой рыночной стоимости в валюте материнской компании*. Метод текущего курса (или метод чистых инвестиций) делает чистую стоимость (собственный капитал) зарубежного подразделения чувствительной к любому изменению валютного курса. Основным недостатком данного метода является то, что материальные (неденежные, немонетарные) активы зарубежного подразделения могут быть неточно оценены в валюте материнской компании.

*Денежно-неденежный метод* предполагает иной подход к пересчету статей баланса зарубежного подразделения. При таком методе все статьи баланса

---

<sup>93</sup> Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками : пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1996. С. 24.



идентифицируются как денежные (монетарные) и неденежные (немонетарные). Трансляционный процесс по денежно-неденежному методу предполагает использование различных значений валютных курсов для денежных и неденежных статей баланса. Денежные активы и пассивы пересчитываются по текущему курсу, а неденежные — по историческому курсу. Прибыли и убытки пересчитываются по средневзвешенному валютному курсу за отчетный год.

*Текущий-нетекущий метод* еще называют методом текущих и первоначальных стоимостей или методом чистого оборотного капитала. Он был распространен до 1970-х гг. и в настоящее время все еще используется отдельными компаниями, которые являются резидентами стран, где нет своих разработанных стандартов финансового отчета. Одним из отличий данного метода от предыдущих является то, что долгосрочные обязательства компании пересчитываются по историческому, а не текущему курсу. При негативном изменении валютного курса это может обернуться значительными убытками для компании при погашении кредита. Другим недостатком этого метода является то, что в случае удорожания местной валюты основные средства и товарно-материальные запасы зарубежного подразделения могут быть серьезно недооценены при пересчете в валюту материнской компании, поскольку текущий-нетекущий метод предполагает использование исторического валютного курса.

Однако применение только одного из этих методов пересчета к подразделениям, расположенным в странах с разными экономическими условиями, не позволяет объективно определить реальную экономическую ценность зарубежного подразделения. Поэтому комитеты по учету в разных странах дают рекомендации по применению методов валютного пересчета в целях оптимального решения проблемы трансляционного риска.

Так, например, в США в соответствии с документом SFAS № 52 установлены смешанные правила пересчета в зависимости от экономической среды функционирования зарубежного подразделения. Основными положениями данного документа являются:

- 1) введено понятие функциональной валюты, т.е. валюты, в которой выражена большая часть операций подразделения;
- 2) для пересчета статей баланса зарубежного подразделения из функциональной валюты в валюту сводной отчетности используются текущие валютные курсы;
- 3) пересчет прибылей и убытков осуществляется по взвешенным валютным курсам;
- 4) пересчитанные прибыли и убытки не включаются в консолидированный отчет, а записываются в специальную графу пересчетной коррекции.

В соответствии с данным документом прибыли и убытки по результатам трансляционного пересчета валютных активов и пассивов, чистых доходов или убытков по хеджевым операциям и соответствующих налоговых эффектов отражаются на счете кумулятивных корректировок (отдельный компонент акционерного капитала). Прибыли или убытки по реальным валютным операциям включаются в чистый доход (убыток).

Следует отметить, что, согласно SFAS № 52, данный метод рекомендуется применять в странах с высокой инфляцией, а также там, где функциональной валютой подразделения является доллар США.

Наиболее слабым звеном во всех методах валютного пересчета является статья баланса «Наличные и приравненные к ним средства» (*Cash and cashequivalents*), которая полностью чувствительна к колебаниям валютных курсов и не может быть защищена посредством хеджирования. Влияние колебаний валютных курсов на наличные и приравненные к ним средства отражается в балансовых отчетах транснациональных банков и компаний в специальной строке — «Эффект от изменений валютных курсов на наличные и приравненные к ним средства» (*Effect of Exchange Rate Changes on Cash and Cash Equivalents*).

Таким образом, проблема, которая возникает из наличия трансляционного риска, заключается, прежде всего, в том, что его величина определяется не только рыночными колебаниями валютного курса, но и законодательно установленными принципами бухгалтерского учета различных материальных и финансовых активов и пассивов, деноминированных в иностранных валютах. Поэтому, если компания решит хеджировать трансляционный риск, правильная оценка его величины имеет очень важное значение. Однако реально проблемы, вызванные трансляционным риском, встают перед компанией или банком только в случае ликвидации зарубежного подразделения; если этого не происходит, то все трансляционные доходы и убытки носят исключительно «бумажный» характер.

#### 4.1.3. Экономический риск

Проблема экономического риска, вызванного долгосрочными колебаниями валютного курса, является сравнительно слабо изученной в литературе. По данным британского журнала «Corporate Finance», к началу 1990-х гг. лишь незначительное число европейских промышленных компаний старалось управлять экономическим риском. Это объясняется тем, что адекватное управление экономическим риском (риском долгосрочных и значительных изменений валютного курса) при помощи финансовых инструментов в транснациональных корпорациях труднее, в отличие от операционного и трансляционного валютных рисков. Так, например, в результате усиления доллара США по отношению к европейским и азиатским валютам в течение 1998 г. операционные доходы американской компании *Philip Morris* в 1998 г. упали на 2,2 млрд долл. по сравнению с 1997 г.

Как показал финансовый кризис в России в 1998 г., резкие непредвиденные колебания валютных курсов помимо непосредственно валютных рисков приводят к значительному росту кредитных рисков.

Для иностранных банков, оперировавших на российском финансовом рынке и заключавших форвардные валютные контракты на продажу рублей за доллары с российскими банками, многократная девальвация рубля трансформировалась из валютного риска в кредитный риск.

Трудность в управлении экономическим риском для международных компаний связана также с тем, что оно преимущественно основано на управлении

так называемыми реальными опционами (выбор страны размещения производства, получения сырья и т.д.). *Компании, сталкивающиеся с проявлением экономического риска, не и состоянии оперативно перенести производственные мощности из одной страны в другую, поскольку их трудно реализовать в условиях кризиса по фактической стоимости.* Поэтому они стараются исходить из стратегических целей и не покидать освоенный рынок при первых же признаках ухудшения экономической конъюнктуры. Экономический риск для международных компаний возникает при наличии следующих основных условий:

– рынки являются конкурентными, т.е. на них много покупателей и много продавцов;

– рынки являются глобализированными, т.е. компании оперируют во многих странах;

– происходит изменение реальных валютных курсов. *Проявление экономического риска наблюдается в изменении таких показателей компании, как объем продаж, уровень издержек, величина прибыли компании.*

Последствия долгосрочного изменения валютного курса и проявления экономического риска зависят от сферы деятельности компании, от вида импортируемого (экспортируемого) сырья и готовой продукции, ее цены и ценовой эластичности спроса на продукцию, что в совокупности определяет конкурентную позицию компании.

Практическое проявление экономического риска наглядно видно на примере финансового кризиса в России в 1998 г. Если для иностранных компаний, осуществлявших импорт в Россию, экономический риск из-за девальвации рубля проявился в негативной форме, то для отечественных предприятий, ориентированных на внутренний рынок, и фирм-экспортеров экономический риск проявился в позитивной форме, а именно — в увеличении доли рынка и повышении эффективности экспортных операций.

Поведение компании в условиях возникновения экономического риска будет зависеть от целевых ориентиров ее стратегической политики: максимизация прибылей или максимизация рыночной доли. Крупные международные компании в процессе развития, как правило, меняют свои цели и переходят от *ориентации на рост прибылей за счет увеличения цены к росту прибылей за счет увеличения рыночной доли.*

В случае с девальвацией российского рубля с негативным экономическим риском сталкивается иностранный производитель, для которого негативный экономический риск проявляется не только в виде сокращения объемов прибылей (прямой риск), но и в снижении затратной и ценовой конкурентоспособности продукции компании (косвенный риск). При этом косвенно экономическому риску подвергаются даже компании, оперирующие исключительно на национальном рынке: при удорожании местной валюты они могут столкнуться с возросшей конкуренцией со стороны иностранных производителей аналогичной продукции. Проблема заключается в том, что при удорожании национальной валюты производители не только теряют позиции на внутреннем рынке, но и уступают в ценовой конкурентоспособности (при пересчете в единую валюту) на внешних рынках.

Поскольку одним из условий возникновения экономического риска является изменение реального валютного курса, поэтому при анализе долгосрочной конкурентоспособности компании большое значение имеет определение основных составляющих экономического риска. Структурно экономический риск распадается на два вида: *контрактный* (транзакционный) риск и *конкурентный* (риск реального оперирования).

*Контрактный риск связан с денежными потоками по контрактам, выраженным в номинальных валютных курсах. Конкурентный риск возникает вследствие колебаний реального валютного курса, которые, передаваясь через ценовые колебания, могут изменить уровень риска и сумму потоков будущих доходов и расходов компании, т.е. ее операционные денежные потоки.* Реальный валютный курс определяется как произведение номинального валютного курса на соотношение уровней цен в сравниваемых странах.

Если изменение номинального валютного курса покрывается соответствующим пропорциональным изменением уровня цен (инфляцией или дефляцией), то изменение реального валютного курса не наблюдается. В случае, если ценовой индекс на сырье и готовую продукцию не соответствует пропорциональному изменению номинального валютного курса, то тогда возникает конкурентный риск, или риск реального оперирования.

Конкурентный риск зависит не только от цен на готовую продукцию, но и ценна сырье, которые не всегда изменяются в строгом соответствии с общим инфляционным индексом (или пропорцией внешнего обесценения валюты). В связи с этим в концепции экономического риска преобладающую роль играет параметр реального валютного курса, т.е. *экономический риск является результатом движения реальных валютных курсов.*

Точная оценка экономического риска представляет большую сложность вследствие неоднозначности проявления влияющих факторов, в результате чего изменяются не только уровень издержек и доходов, но и рыночная доля компании, непосредственно зависящая от эластичности спроса по цене на продукцию.

Показатель текущей стоимости дает финансовую оценку влияния долгосрочного изменения валютного курса на величину международных денежных потоков. Международные компании довольно осторожно относятся к вопросу оценки экономического риска и в дальнейших корпорационных решениях стараются исходить из долгосрочных стратегических целей корпорации. Если долгосрочная стратегия компании предполагает глобализацию операционной деятельности (создание широкой сети заграничных подразделений), то краткосрочные финансовые кризисы не должны существенно влиять на общую инвестиционную политику транснациональной группы. Так, например, после девальвации российского рубля местные подразделения таких ТНК, как *Procter&Gamble, Philip Morris* и других, значительно потеряли стоимость своих российских активов (при пересчете в доллары), однако экономическая ценность подобных подразделений в рублевой зоне осталась прежней.

Поэтому крупные международные компании стараются не уходить сразу из стран с обесценившимися валютами, поскольку через определенный временной промежуток повышение реальных доходов местного населения приводит к

восстановлению рентабельности заграничных подразделений. Ответные действия международной компании на негативные изменения валютного курса зависят от глубины валютных потрясений.

Среди экономистов существуют различные взгляды на проблему управления экономическим риском: одни указывают на возможность управления при помощи валютных опционов, другие выступают за *стратегическое управление на основе реальных опционов, т.е. создание производства и поиск сырья в тех странах, где валюта недооценена*, а также изменение маркетинговой (товарной и ценовой) стратегии.

Таким образом, из трех разновидностей валютного риска наиболее важным и опасным для международной компании, имеющей заграничные подразделения, является *операционный риск*, поскольку финансовый результат по нему проявляется по каждой валютной операции сразу после реальной конверсии валют. Трансляционный риск является чисто "бумажным" до момента ликвидации заграничного подразделения, а влияние экономического риска происходит в долгосрочном периоде и, в основном, требует управления посредством реальных опционов, что связано с определенными трудностями<sup>94</sup>.

#### **4.2. Страхование валютных рисков при проведении внешнеторговых операций**

В связи с тем, что курсы абсолютно всех валют, в том числе и резервной валюты — доллара США, подвержены периодическим колебаниям вследствие различных объективных и субъективных причин, практика международных экономических отношений выработала подходы к выбору стратегии защиты от валютных рисков. Сущность этих подходов заключается в том, что:

- принимаются решения о необходимости специальных мер по страхованию валютных рисков;
- выделяется часть внешнеторгового контракта или кредитного соглашения, — открытая валютная позиция — которая будет страховаться;
- выбирается конкретный способ и метод страхования риска.

В международной практике применяются три основных способа страхования рисков:

1. Односторонние действия одного из партнеров.
2. Операции страховых компаний, банковские и правительственные гарантии.
3. Взаимная договоренность участников сделки.

На выбор конкретного метода страхования риска влияют такие факторы, как:

- особенности экономических и политических отношений со страной-контрагентом сделки;
- конкурентоспособность товара;
- платежеспособность контрагента сделки;

---

<sup>94</sup> Гаджиев Ф.Р. Валютный риск и его разновидности // Финансы и кредит. 2001. № 4 (76). С. 69.

- действующие валютные и кредитно-финансовые ограничения в данной стране;
- срок покрытия риска;
- наличие дополнительных условий осуществления сделки;
- перспективы изменения валютного курса или процентных ставок на рынке.

Мировая практика страхования валютных и кредитных рисков отражает происходившие изменения в мировой экономике и валютной системе в целом. Наиболее простым и самым первым методом страхования валютных рисков являлись *защитные оговорки*.

Золотые и валютные защитные оговорки стали применяться после второй мировой войны.

*Золотая оговорка* приобрела важное значение в ходе и после первой мировой войны в связи с отменой золотого стандарта в одних странах и фактическим исчезновением его в других. Валюты этих стран стали обесцениваться как по отношению к золоту, так и по отношению к валютам других стран, в которых золотой стандарт продолжал функционировать. Оговорки основывались на золотом паритете валют, который представляет собой соотношение их золотого содержания. Оговорки на базе паритета действовали как в условиях свободного обмена денежных единиц на золото, так и при урезанных (золото-девизном и золото-долларовом) стандартах. Золотые оговорки широко применялись до тех пор, пока правительства капиталистических стран принимали меры по поддержанию рыночной цены золота на уровне официальной. С крахом «золотого пула» в 1868 г. образовался двойной рынок золота, сделавший официальную цену золота нереальной и положивший конец применению золотой оговорки. Различались *прямая* и *косвенная* золотые оговорки. При прямой оговорке сумма обязательства приравнивалась к весовому количеству золота; при косвенной — сумма обязательства, выраженная в валюте, пересчитывалась пропорционально изменению золотого содержания этой валюты (обычно — доллара).

*Валютная оговорка* — условие в международном контракте, оговаривающее пересмотр суммы платежа пропорционально изменению курса валюты оговорки с целью страхования валютного или кредитного риска экспортера или кредитора.

Наиболее распространенная форма валютной оговорки — *несовпадение валюты цены и валюты платежа*. При этом *экспортер* или *кредитор* заинтересован в том, чтобы в качестве валюты цены выбиралась *наиболее устойчивая валюта* или *валюта, повышение курса которой прогнозируется*, т.к. при производстве платежа подсчет суммы платежа производится пропорционально курсу валюты цены. В условиях нестабильности плавающих валютных курсов, этот метод страхования валютных рисков является неэффективным. Аналогичный вывод можно распространить и на другую форму валютной оговорки — когда валюта цены и валюта платежа совпадают, а сумма платежа ставится в зависимость от более стабильной валюты оговорки.

Для снижения риска падения курса валюты цены на практике получили распространение *многовалютные оговорки*.

*Многовалютная оговорка* — условие в международном контракте, оговаривающее пересмотр суммы платежа пропорционально изменению курса корзины валют, заранее выбираемых по соглашению сторон. Многовалютная оговорка имеет *преимущества* перед одновалютной:

во-первых, валютная корзина, как метод измерения средневзвешанного курса валют, снижает риск резкого изменения суммы платежа;

во-вторых, она в наибольшей степени соответствует интересам контрагентов сделки с точки зрения валютного риска, так как включает валюты разной стабильности.

Вместе с тем к *недостаткам* многовалютной оговорки можно отнести: сложность формулировки оговорки в контракте в зависимости от способа расчета курсовых потерь, неточность которой приводит к различной трактовке сторонами условий оговорки; сложность выбора базисной корзины валют.

После отмены золото-девизного стандарта и режима фиксированных паритетов и курсов и переходе к Ямайской валютной системе и плавающим валютным курсам международные валютные единицы приравнены к определенной валютной корзине. Существует несколько видов валютных корзин. Они различаются составом валют:

1. Симметричная корзина — в ней валюты наделены одинаковыми удельными весами.

2. Ассиметричная корзина — в ней валюты наделены разными удельными весами.

3. Стандартная корзина — валюты зафиксированы на определенный период применения валютной единицы в качестве валюты оговорки.

4. Регулируемая корзина — валюты меняются в зависимости от рыночных факторов.

Преимуществом применения СДР или ЭКЮ (евро) как базы многовалютной оговорки заключается в том, что регулярные и общепризнанные их котировки исключают неопределенность при подсчете сумм платежа.

Составными элементами механизма валютной оговорки являются:

– начало ее действия, которое зависит от установленного в контракте предела колебаний курса;

– дата базисной стоимости валютной корзины. Датой базисной стоимости обычно является дата подписания контракта или предшествующая ей дата. Иногда применяется скользящая дата базисной стоимости, что создает дополнительную неопределенность;

– дата или период определения условной стоимости валютной корзины на момент платежа (обычно, рабочий день непосредственно перед днем платежа или несколько дней перед ним);

– ограничение действия валютной оговорки при изменении курса валюты платежа против курса валюты оговорки, путем установления нижнего и верхнего пределов действия оговорки (обычно в процентах к сумме платежа).

Другими формами многовалютной оговорки являются:

1. Использование в качестве валюты платежа нескольких валют из согласованного набора, например: доллар, швейцарский франк и фунт стерлингов.

2. Опцион валюты платежа — на момент заключения контракта цена фиксируется в нескольких валютах, а при наступлении платежа экспортер имеет право выбора валюты платежа.

Ограниченность применения валютной оговорки вообще (и мультивалютной в частности) заключается в том, что она страхует от валютного и инфляционного риска лишь в той степени, в которой рост товарных цен отражается на динамике курсов валют. Примером может служить Россия, где валютные оговорки сейчас практикуются повсеместно, в том числе и при внутренних расчетах: несмотря на то, что продавцы товаров, как правило, оговаривают их цену в зависимости от курса доллара, их потери от внутренней инфляции не компенсируются ростом курса. В мировой практике для страхования экспортеров и кредиторов от инфляционного риска используются товарно-ценовые оговорки.

Вопрос о том, включать или не включать в контракт валютную оговорку, решается самими участниками сделки в зависимости от конкретных условий. Если валюта платежа устойчива и платеж будет производиться через небольшой срок от даты заключения контракта, такой необходимости нет. При расщеплении платежа на большой срок оговорку следует включать, так как предсказать движение курса валют на длительный период невозможно. Также необходимо включать, если валюта платежа неустойчива, даже при небольшом разрыве между сроком платежа и сроком заключения контракта<sup>95</sup>.

К настоящему времени валютные оговорки, как метод страхования валютных рисков экспортеров и кредиторов, в основном на практике перестали применяться. Вместо них с начала 70-х гг. стали применяться современные методы страхования: хеджирование, валютный своп, регулирование валютной позиции.

### 4.3. Методы страхования валютных рисков

Наиболее современными методами страхования валютных рисков служат хеджирование, валютный своп, регулирование валютной позиции — соотношения требований и обязательств банка (фирмы) в иностранной валюте.

#### 4.3.1. Хеджирование

Хеджирование (от английского слова *hedge* — ограда, ограждение) предусматривает создание встречных требований и обязательств в иностранной валюте. Метод страхования-хеджирования состоит в *заключении срочных валютных сделок, которые представляют собой операции по купле-продаже валютных и финансовых ресурсов, в рамках которых платеж производится посредством поставки заранее оговоренной суммы, выраженной в конкретных денежных единицах, осуществляется через установленный промежуток времени (обычно от недели до полугода) по курсу, зафиксированному на момент заключения контракта*. Прежде всего, в зависимости от прав и обязанностей сторон такие контракты именуются форвардами, фьючерсами или опционами. Их

---

<sup>95</sup> Шалашова Н. Валютные риски: как защитить предприятие от потерь // Экономический журнал. 2001. № 2.



продавцами являются страховщики (банки, биржи), а страхователями — покупатели данных контрактов (фирмы, банки)<sup>96</sup>.

Предназначение хеджирования состоит в том, чтобы устранить неопределенность будущих денежных потоков, что позволяет иметь полное представление о будущих доходах и расходах, возникающих в процессе финансовой или коммерческой деятельности. При хеджировании покупатель валюты в будущем приобретет ее по заранее установленной цене независимо от того, в какую сторону изменится валютный курс. Другими словами, *хеджирование может спасти от реальных убытков при негативном изменении валютного курса, но также принесет убытки в виде неполученной прибыли при позитивном изменении*. Поэтому правильная оценка перспективы изменения курса валюты здесь очень важна.

Например, японский экспортер ожидает платеж на сумму 100 тыс. долл. в июне по контракту, заключенному в январе. Опасаясь падения курса доллара США, экспортер, для избежания потерь при получении платежа, заключает с банком сделку на продажу ему 100 тыс. долл. по курсу на день заключения сделки 120 иен за 1 долл. В июне банк должен купить у него 100 тыс. долл. по курсу 120 иен за долл., как бы ни понизился курс долл. США. С другой стороны, экспортер обязан продать банку 100 тыс. долл. по цене 120 иен за 1 долл. в случае повышения курса долл. США к июню до любого уровня<sup>97</sup>.

На основании вышесказанного можно выделить следующие условия хеджирования:

- 1) это договор с банком об оказании услуг;
- 2) курс сделки фиксируется на момент ее заключения;
- 3) валюта предоставляется через определенный срок после заключения сделки.

В теории можно выделить два вида хеджирования в зависимости от того, ведет ли заключенный договор о хеджировании к выгоде обеих сторон или только одной:

*Совершенное* хеджирование предусматривает, что инструмент хеджирования в точности соответствует исходному риску убытков. То есть полностью устраняются риски не только неблагоприятного, но и благоприятного изменения курсов. Так что в момент исполнения сделки компания получает в точности тот финансовый результат, на который она рассчитывала. На рис. 4.1 показан исходный риск и его хеджирование.

*Несовершенное* хеджирование защищает интересы только страхователя, но не страховщика, поскольку в этом случае устраняется лишь неблагоприятное изменение цен<sup>98</sup>. Например, в договоре о хеджировании установлено, что банк купит у экспортера полученную по сделке валюту по определенному на момент заключения договора курсу, если в момент исполнения сделки курс данной валюты будет ниже.

---

<sup>96</sup> Шмелев В.В. Страхование банковских рисков // Управление риском. 2002. № 4.

<sup>97</sup> <http://money.rin.ru/content/?id=607>.

<sup>98</sup> [http://finances.kiev.ua/theory/Fynansovye\\_rysky/Khedzhyrovanye.html](http://finances.kiev.ua/theory/Fynansovye_rysky/Khedzhyrovanye.html).

В современной практике хеджирование осуществляется с помощью следующих валютных дериватов (вторичных финансовых инструментов): форварды, фьючерсы, валютные опционы, свопы.

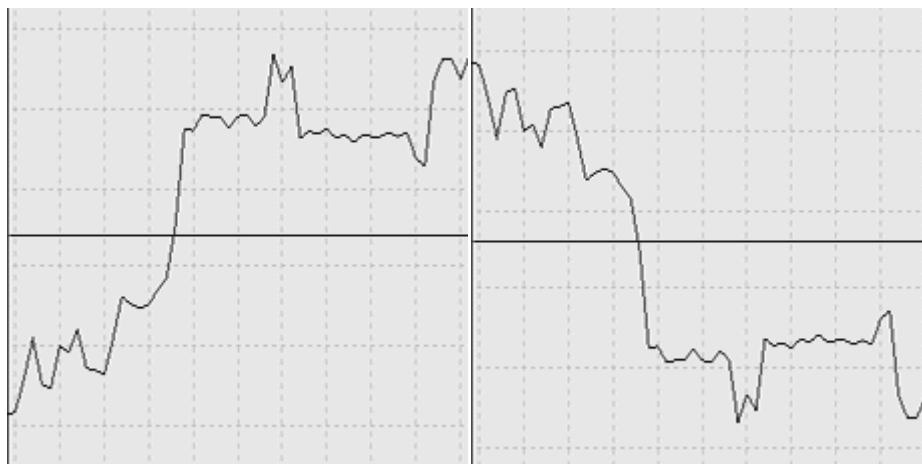


Рис. 4.1. Исходный риск и его хеджирование

В частности, иностранная валюта является одним из четырех видов активов, к которым могут быть привязаны дериваты. Особенностью дериватов является то, что при их продаже и покупке стороны обмениваются не столько активами, сколько рисками, из них вытекающими<sup>99</sup>.

#### 4.3.2. Форвардные валютные сделки

*Форвардная валютная сделка* — продажа или покупка определенной суммы валюты с интервалом по времени между заключением и исполнением сделки по курсу дня заключения сделки. *Форвардные валютные сделки осуществляются вне биржи.* Сторонами форвардной сделки обычно выступают банки и промышленно-торговые корпорации. Сущность форвардной валютной сделки можно пояснить на примере с экспортером из Германии и американском импортере. При заключении контракта на поставку товаров экспортер одновременно заключает со своим банком соглашение о продаже ему своей валютной выручки через месяц по определенному на момент заключения соглашения курсу. При этом банк принимает на себя валютный риск экспортера и как плату за это устанавливает премию для себя, которая учитывается при определении курса-форвард.

На пример: экспортер из Германии продает свою валютную выручку 10 млн долл. банку 10 февраля 1999 г. по курсу 1 USD = 1,5346 DM на месяц. Банк устанавливает для себя премию в размере 2 %, с учетом которой курс форвардной сделки будет определяться, как:

$10 \text{ млн долл.} \times 2/100 = 200 \text{ 000 долл.}$  или  $200 \text{ 000} \times 1,5346 = 306 \text{ 290 марок}$  (306 290 марок — премия банка).

<sup>99</sup> См.: Хамаганова Л.Д., Цвигун И.В. Международная экономика: Макроэкономика: учеб. пособие. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2003. С. 234.

$15\,346\,000 - 306\,290 = 15\,039\,710$  марок (15 039 710 марок — выручка экспортера после продажи банку с учетом выплаты 2 % премии).

Курс форвардной сделки:  $1\text{ USD} = 15\,039\,710 / 10\,000\,000 = 1,5039\text{ DM}$ .

При осуществлении расчетов по экспортно-импортной сделке 10 марта 1999 г. курс доллара составил  $1\text{ USD} = 1,3966\text{ DM}$ . Банк экспортера, с которым он заключил сделку-форвард, выплачивает разницу между курсом форвардной сделки и рыночным курсом:

$(1,5039 - 1,3966) \times 10\,000\,000 = 1\,073\,000$  марок.

Убытки экспортера от падения курса валюты цены контракта составили:

$(1,5346 - 1,3966) \times 10\,000\,000 = 1\,380\,000$  марок.

С учетом выплаченной банком разницы сумма убытков уменьшилась до 307 000 марок ( $1\,380\,000 - 1\,073\,000 = 307\,000$ ). Убытки банка составили  $1\,073\,000 - 306\,290 = 766\,710$  марок.

Таким образом, из рассмотренного примера видно, что банк, принимая на себя обязательство купить валюту у экспортера по курсу-форвард, понес значительные убытки.

Форвардные валютные сделки используют также импортеры. Если ожидается рост курса валюты, в которой импортер осуществляет платежи по контракту, то импортеру выгодно купить эту валюту сегодня по курсу-форвард, даже если он выше реального рыночного курса, но при этом обезопасить себя от еще большего роста курсы этой валюты на день платежа по контракту.

Зная сегодняшние рыночные ставки, дилер может найти цену форвардного обмена валюты, не имея информации о будущем значении спот-курса. В этом и состоит сущность оценивания при помощи безрискового арбитража. Можно вывести простую формулу для оценивания форвардного курса обмена валюты (эта формула относится к расчетам форвардных курсов на срок до одного года. Для долгосрочных сделок обмена валюты формулу нужно изменить, чтобы она учитывала сложные проценты):

$$F = S [1 + (i_q \times \text{Days} / \text{Basis}_q)] / [1 + (i_b \times \text{Days} / \text{Basis}_b)],$$

где  $F$  — форвардный (срочный) курс обмена валюты,  $S$  — текущий валютный спот-курс,  $i_q$  — процентная ставка по котируемой валюте,  $i_b$  — процентная ставка по основной валюте,  $\text{Days}$  — число дней от спот-даты до форвардной даты,  $\text{Basis}_q$  — число дней в году, установленное для расчетов в котируемой валюте,  $\text{Basis}_b$  — число дней в году, установленное для расчетов в основной валюте и все процентные ставки выражаются десятичными дробями.

Практически на валютном рынке форвардные валютные курсы котируются не в абсолютных цифрах, а в виде разности между спот- и форвардным курсами (как форвардная маржа, или своп-пункты). Так делают потому, что форвардный курс очень чувствителен к изменениям спот-курса и почти точно повторяет его колебания. Дилеру форвардных обменов валюты приходилось бы изменять котировки при любом, даже незначительном, изменении спот-курса. Своп-пункты, с другой стороны, очень слабо зависят от своп-курса и котировок и поэтому значительно более устойчивы. Следующая формула позволяет вычислять своп-пункты:

$$W=S ([1+(i_q \times \text{Days}/\text{Basis}_q)] / [1+(i_b \times \text{Days}/\text{Basis}_b) - 1]),$$

где  $W$  — форвардная маржа, или своп-пункты, а все остальные символы имеют тот же смысл, что и раньше.

Кроме валютных форвардных операций с 1984 г. практикуются форвардные операции с кредитными и финансовыми инструментами — так называемые «соглашения о будущей ставке» (forward rate agreements), которые представляют собой межбанковские срочные соглашения о взаимной компенсации убытков от изменения процентных ставок по депозитам до 1 г (как правило, на суммы от 1 до 50 млн долл.). Форвардные валютные, кредитные и финансовые операции являются альтернативой биржевых фьючерских и опционных операций<sup>100</sup>.

### 4.3.3. Валютные фьючерсы

Валютные фьючерсы впервые стали применяться в 1972 г. на Чикагском валютном рынке. *Валютный фьючерс* — срочная сделка на бирже, представляющая собой куплю-продажу определенной валюты по фиксируемому на момент заключения сделки курсу с исполнением через определенный срок. Отличие валютных фьючерсов от операций-форвард заключается в том, что:

- фьючерсы — это торговля стандартными контрактами;
- обязательным условием фьючерса является гарантийный депозит;
- расчеты между контрагентами осуществляется через клиринговую палату при валютной бирже, которая выступает посредником между сторонами и одновременно гарантом сделки.

Преимуществом фьючерса перед форвардным контрактом является его высокая ликвидность и постоянная котировка на валютной бирже. С помощью фьючерсов экспортеры имеют возможность хеджирования своих операций.

Рынок финансовых фьючерсов в целом неизменно растет в течение всех лет своего существования. Конкуренция между разными биржами порождает непрерывный прогресс, как в разнообразии предлагаемых контрактов, так и в организации торговли. Уникальной чертой фьючерсного рынка является «прозрачность», основанная на том, что все действия на нем совершаются открыто. Все происходит на глазах у всех при тщательном контроле со стороны руководства биржи. Все могут видеть соотношение между рыночным спросом и предложением, которое выражается в относительной численности покупателей и продавцов.

Этот порядок, принятый на фьючерсных биржах, гарантирует очень маленький разрыв между ценами предложения и спроса. Кроме этого, всегда есть уверенность в том, что сделка совершена по наилучшей возможной в тот момент цене. Требование открытости вместе с контролем со стороны руководства биржи позволяет предотвратить внебиржевые сделки или сделки, использующие конфиденциальную информацию.

---

<sup>100</sup> www.ctta.ru — сайт Центра Технического и Технологического Содействия.

Внебиржевой рынок предоставляет большую свободу в выборе условий контрактов. Почти любой параметр внебиржевой сделки может быть предметом обсуждения, и ее условия могут быть приспособлены к специфическим потребностям сторон. Напротив, фьючерсные контракты полностью стандартизованы. Лежащий в основе контракта финансовый инструмент, даты поставки, другие технические детали — все это заранее определено. При совершении фьючерсной сделки остается согласовать только две вещи: число покупаемых (продаваемых) контрактов и цену. Подчинение фьючерсного рынка строгим стандартам вынуждает участника сделки идти на определенный компромисс: фьючерсный контракт, который он покупает или продает, может не полностью соответствовать его потребностям. Большие объемы и частота совершения сделок предопределяют успешную работу фьючерсного рынка.

Важным преимуществом проведения сделок на фьючерсных биржах является использование *клирингового механизма*, так как члены биржи переносят риск, идущий от партнера по сделке, на клиринговую палату. Однако если взять весь объем фьючерсных сделок, то станет ясно, что общий размер риска огромен. Клиринговая палата не может позволить себе брать на себя весь этот риск, не приняв никаких мер для защиты своего финансового положения на случай невыполнения обязательств кем-либо из членов. Такая *защита* осуществляется системой *выплаты маржи*.

Фьючерсная маржа действует как облигация с гарантией от невыполнения обязательств эмитентом (*performance bond*). Она защищает клиринговую палату от потерь в случае неплатежеспособности члена биржи. Когда участник торгов закрывает свою позицию, маржа погашается.

Важнейшей частью системы маржинальных расчетов, которая, собственно, и делает систему работоспособной, является ежедневная переоценка с учетом изменения цен рынка (*marking-to-market*). Ежедневно, сразу после окончания торгов, фьючерсная биржа публикует расчетные цены — официальные цены закрытия на этот день. Каждая незакрытая позиция переоценивается относительно расчетной цены. Потери, возникшие вследствие изменения расчетной цены за день (или от разницы между расчетной ценой и ценой сделки, если та была заключена в этот день), заносятся на маржинальный счет члена биржи и должны быть уплачены наличными на следующий день утром. Все доходы также заносятся на счет и могут быть получены на следующий день. Таким образом, возникают два вида маржи: начальная, которая вносится при занятии позиции, и вариационная, которая, в зависимости от результатов переоценки по текущим ценам, может оказаться положительной или отрицательной. В соответствии с этой ежедневной процедурой маржинальные счета обновляются после каждых торгов. В результате потенциальные потери будут ограничены изменением рыночной цены, которое может произойти за один день, а не за весь срок действия контракта.

*Вариационная маржа* подсчитывается в конце каждого дня торгов, исходя из вечерней расчетной цены этого дня, и обычно подлежит выплате к определенному часу утром следующего дня. В тех редких случаях, когда член биржи оказывается не в состоянии внести требуемую вариационную маржу, биржа

имеет право ликвидировать фьючерсную позицию, возместить все свои убытки, сняв нужную сумму с маржинального счета, и вернуть остаток.

Клиринговая палата понесет убытки только в том случае, если дневное изменение цены превысит сумму, находящуюся на маржинальном счете. Тогда потери будут возмещены из специального общего фонда, который содержится на взносы всех членов биржи. Биржа обычно назначает уменьшенную маржу для составной позиции. Такая уменьшенная маржа называется *спрэд-маржой* или *стрэддл-маржой*.

На ряде бирж, особенно в США, принята двухуровневая система маржи. Вводится еще один уровень маржи — *поддерживающая маржа*, — который обычно устанавливается в размере  $3/4$  от начальной маржи. При первоначальном занятии позиции член биржи должен внести начальную маржу в обычном порядке. Однако требования по выплате маржи могут возникнуть только тогда, когда сумма на маржинальном счете окажется ниже поддерживающей маржи — лишь в этом случае член биржи должен восстановить баланс до уровня начальной маржи. Таким образом, биржа не настаивает на том, чтобы сумма на маржевом счете поддерживалась на уровне начальной маржи, а допускает колебания этой суммы в пределах от поддерживающей до начальной маржи. Такой порядок во много раз уменьшает число маржинальных платежей, которые приходится производить членам биржи (особенно, в случае колебаний фьючерсных цен), и поэтому сокращает организационные расходы.

Наряду с указанными преимуществами, фьючерсный рынок накладывает определенные ограничения. Находясь перед выбором, что в большей степени отвечает поставленным целям: фьючерсный контракт или соответствующий внебиржевой инструмент, следует взвесить все эти преимущества и ограничения.

При сделках на внебиржевом рынке клиенты и банки вправе выяснять степень состоятельности другой стороны. Довольно часто случается так, что потенциальная сделка отменяется из-за того, что одна из сторон оценивает риск, происходящий от другой стороны, как недопустимо высокий. Впрочем, в случае явно неравнозначного финансового положения контрагентов, стороны вполне могут договориться о том, что менее «надежная» сторона в качестве обеспечения по сделке разместит маржу у более «надежной» стороны.

На фьючерсном рынке нет смысла опасаться риска от другой стороны. При заключении сделки вообще нет нужды интересоваться тем, что представляет собой другая сторона: кто бы это ни был, его место тотчас же займет клиринговая палата. Конечно, это не устраняет риск совершенно, а переносит его со всего множества возможных партнеров на одного конкретного — клиринговую палату. Однако фьючерсные биржи гарантируют, что их клиринговые палаты платежеспособны и вне подозрений, насколько это вообще возможно. Надо признать, что факты неплатежеспособности клиринговых палат немногочисленны, характерны для развивающихся рынков и в периоды острейших кризисов.

*Хеджирование фьючерсным контрактом заключается в открытии временной позиции на фьючерсном рынке, которая близка по параметрам и противоположна по сути позиции инвестора на наличном рынке и защищает его от*

рыночного риска. Хеджирование основывается на предположении о близком к параллельному движению наличной цены базисного актива и фьючерсной цены. Любая попытка уменьшить риск потерь с помощью хеджирования фьючерсными контрактами должна принимать во внимание отношение наличной цены базисного актива к фьючерсной цене, определяющее прибыль или убытки от хеджа.

Валютные фьючерсы служат удобным инструментом страхования для банков, пенсионных фондов и других финансовых институтов по сравнению с альтернативными способами хеджирования. В настоящее время существует возможность открытия и закрытия фьючерсных позиций на биржах разных стран мира. Этот «взаимный зачет» очень привлекателен для многих многонациональных организаций, которые используют фьючерсные сделки для ограничения риска. Выигрыши/потери инвестора при хеджировании фьючерсным контрактом характеризуются базисным риском, т.е. риском, связанным с разницей между наличной ценой базисного актива и фьючерсной ценой в момент окончания хеджирования.

Схему хеджирования с помощью фьючерской валютной сделки рассмотрим на примере российского импортера, осуществляющего платеж по контракту в долларах (валюта цены — евро) экспортеру из ЕЭВС. При повышении курса евро российский импортер несет убытки, т.к. для оплаты контракта ему требуется больше долларов, чем он рассчитывал заплатить при заключении сделки. Чтобы застраховать свой валютный риск, импортер дает поручение брокеру заключить на РТС два фьючерских контракта: один по продаже евро на сумму цены контракта; другой — на покупку долл. на сумму, равную цене контракта, пересчитанной по курсу евро к долл. на момент его заключения.

В этом случае, если рублевые биржевые котировки долл. и евро в России будут изменяться в соответствии с тенденциями мирового валютного рынка, риск будет застрахован. Контракт от продажи евро принесет рублевую прибыль в размере приращения курса евро относительно долл. в пересчете на рубли, а контракт на покупку долл. застрахует всю сделку от скачка рублевого курса. В принципе импортер может получить дополнительный выигрыш, если создадутся благоприятные условия для игры на разнице во взаимной котировке евро и долл. и их кросс-курса через рубль по фьючерсным контрактам. Единственное дополнительное условие заключается в том, что контракт на евро и долл. надо заключить с тем расчетом, чтобы фьючерсные котировки (не зависимо от абсолютных величин) соотносились так же, как и биржевые кросс-котировки этих валют через рубль на момент заключения товарного контракта.

Торговля фьючерсными контрактами по долл. в России началась осенью 1992 г. на МТБ. Правилами торгов установлено, что для открытия валютной позиции необходимо внести в расчетную палату биржи страховой депозит — начальную маржу — в размере 20 % от стоимости контракта (осуществляется торговля стандартными контрактами на 10 и 1000 долл.). При наступлении срока погашения контракта покупатель и продавец, как правило, не поставляют друг другу валюту, а только погашают разницу между фьючерсной и реальной

котировкой. В мировой практике сделки без проплаты валютой занимают 97–98 % оборота.

Одновременно с хеджерами на бирже активно действуют *валютные спекулянты*. Технически их действия аналогичны действиям хеджеров, но спекулянты несут ценовой риск, так как ничего не страхуют.

В России, где фьючерсная торговля имеет небольшой опыт, спекулятивные сделки преобладают над сделками, связанными с хеджированием, что повышает риск хеджеров. Мировой опыт развития фьючерсной торговли показал, что полноценный и значительный по объему фьючерсный рынок не может состоять из одних спекулянтов. В этом случае средняя прибыль от операций каждого игрока (по статистике больших чисел) равнялась бы нулю на продолжительном отрезке времени, и рынок быстро бы пришел к вырождению. Реальный поток предложения и спроса на фьючерсном рынке обеспечивают, прежде всего, хеджирующие. Однако существует проблема: интересы хеджирующего сделку клиента и его брокера находятся в противоречии. Брокер заинтересован продать фьючерс, купленный по минимальной цене и извлечь прибыль. Хеджирующий наоборот заинтересован сохранить дешевый фьючерс при росте биржевого курса вплоть до расчетного дня, так как он гарантирует стабильность его прибыли по товарному контракту. При этом если хеджер сам выходит на рынок, то его действия не направляются на получение прибыли по срочным сделкам и сделкам с реальной валютой. В этом случае профессиональные спекулянты, которые тщательно отслеживают рынок и обладают большим объемом средств для осуществления игры, могут переигрывать хеджеров, что ведет для последних к возникновению дополнительных валютных рисков и убытков там, где по идее эти убытки должны страховаться. Мировая практика выработала специальные *меры защиты хеджеров путем установления жестко регламентированных правил торгов на бирже*. В России из-за недостатка опыта проведения торгов и ограниченности объемов фьючерсного рынка, имели место две реальные ситуации, когда участники фьючерсных торгов терпели значительные убытки, напрямую несвязанные с рисковым характером их операций. В мировой практике запрещено внесение страхового депозита под открытые позиции какими-либо финансовыми инструментами и разрешается только внесение депозита деньгами.

Основные центры торговли финансовыми фьючерсами — традиционные срочные товарные биржи: биржи Чикаго и Нью-Йорка; ими торгуют также на биржах Лондона, Сингапура, Сиднея. Действуют также специализированные биржи, например, НИФЕ (Нью-Йорк), ЛИФФЕ (Лондон), «Торонто фьючерс иксчейндж». Регулирование фьючерсных операций возложено в основном на руководство бирж, а также на центральные банки и министерства финансов.

Кроме валютных фьючерсов в мировой практике получили распространение фьючерсы с золотом (с 1972 г.), с 1975 г. — с векселями, сертификатами, облигациями, депозитами; в 1982 г. появились фьючерсы, в которых ценой контракта выступают различные фондовые индексы.

Со спекулятивной игрой на фондовом индексе NIKKEU на Сингапурской бирже связан самый громкий финансовый скандал последнего времени —



банкротство старейшего английского инвестиционного банка Barings Brothers, убытки которого из-за игры на повышение главы Сингапурского филиала банка Ника Лиссона составили по различным оценкам от 0,9 до 1,5 млрд долл., что превышает рыночную стоимость самого банка.

Начавшееся в 80-х гг. ускорение процесса интернационализации и расширения фьючерсной и опционной торговли валютой, золотом и финансовыми инструментами свидетельствует о расширении сферы обращения и появлении новых форм фиктивного капитала, что ведет для участников международных отношений к возникновению дополнительных валютных рисков.

#### 4.3.4. Валютные опционы

*Валютный опцион обеспечивает покупателя опциона правом покупать или продавать иностранную валюту в определенный день или в течение определенного времени по фиксированному курсу.* Валюта, в которой реализуется премия и цена исполнения опциона называется валютой торговли, а валюта, которая покупается или продается, называется базисной валютой<sup>101</sup>. Валютные опционы применяются, если покупатель опциона стремится застраховать себя от потерь, связанных с изменением курса валюты в определенном направлении. Риск потерь от изменения курса валют может быть нескольких видов.

1. Потенциальный риск. Например, экспортер и импортер заключили контракт, по которому экспортер обязывался поставить партию товаров импортеру на условиях возобновляемого аккредитива. После поставки части товара экспортер отказался допоставить оставшуюся часть, сославшись на невыполнение импортером условий поставки. Импортер возбудил против своего контрагента судебный процесс, требуя завершить поставку и возместить убытки.

Таким образом, экспортер рискует проиграть дело и понести убытки из-за прогнозируемого падения курса валюты цены. Стремясь обезопасить себя от этого риска, экспортер покупает опцион продавца этой валюты и в случае неблагоприятного для себя исхода дела и обесценения иностранной валюты будет иметь возможность продать свою выручку (реализовать опцион) по заранее оговоренному курсу. Если же он выигрывает дело или курс иностранной валюты не уменьшается, то экспортер не реализует опцион, теряя при этом выплаченную продавцу опциона премию, но все равно минимизирует свои убытки.

2. Хеджирование вложения капитала в другой валюте по более привлекательным ставкам.

Например, в связи с повышением ФРС процентной ставки по доллару инвестор из Германии приобрел долл. и разместил их на 6-месячный депозит в американском банке. Одновременно с этим он покупает опцион продавца этой валюты, так как опасается, что за время действия депозитного договора курс долл. может упасть ниже рассчитанного им значения, и он реально понесет убытки. В случае, если это произойдет, инвестор реализует опцион и продаст долл. по установленному курсу (выше рыночного), потеряв при этом премию.

---

<sup>101</sup> www.bullion.ru — сайт коммерческого банка «Кредиттраст»,

Если курс долл. не опустится ниже критического уровня, инвестор не реализует опцион и теряет только премию, уплаченную продавцу опциона.

### 3. Риск при торговой сделке.

Например, экспортер из Германии заключил контракт на сумму 10 млн долл. с импортером из США с отсрочкой платежа на 1 месяц. Экспортер может сделать следующее: одновременно с заключением контракта купить опцион продавца долл. по курсу  $1 \text{ USD} = 1,5446 \text{ DM}$  на 1 месяц. При этом он заплатил бы премию в размере 3 % стоимости опциона:

$$10 \text{ млн} \times 3/100 = 300 \text{ 000 долл.}, \text{ или } 300 \text{ 000} \times 1,5446 = 463 \text{ 380 DM.}$$

На момент платежа по контракту курс долл. к DM составил  $1 \text{ USD} = 1,3966 \text{ DM}$ . Убытки экспортера от сделки вследствие обесценения валюты цены контракта составили  $(1,5346 - 1,3966) \times 10 \text{ 000 000} = 1 \text{ 380 000}$  марок. Прибыль экспортера при реализации опциона по установленному курсу составила  $(1,5446 - 1,3966) \times 10 \text{ 000 000} = 1 \text{ 480 000}$  марок.

Таким образом, чистая прибыль экспортера с учетом уплаченной при покупке опциона премии составляет:

$$1 \text{ 480 000} - 1 \text{ 380 000} - 463 \text{ 380} = 536 \text{ 620 DM.}$$

В случае если бы курс долл. на момент совершения платежа повысился до, например,  $1 \text{ USD} = 1,6346 \text{ DM}$ , то экспортер, не реализуя опциона, продал бы доллар по рыночному курсу и получил бы прибыль в размере  $(1,6346 - 1,5346) \times 10 \text{ 000 000} = 1 \text{ 000 000 DM}$ , а за вычетом уплаченной премии  $1 \text{ 000 000} - 463 \text{ 380} = 536 \text{ 620 DM}$ .

Полученная экспортером в приведенном примере дополнительная прибыль реально может иметь место только при благоприятной для него динамике курса валюты, в которой заключена сделка, а также при покупке опциона по выгодному курсу. Если бы, например, на момент совершения платежа рыночный курс долл. точно соответствовал бы курсу в контракте, то экспортер потерпел бы убытки в размере уплаченной при покупке опциона премии.

В сделках с опционами основной риск несут подписчики опционов, так как их прибыль всегда ограничена величиной премии, а возможные убытки при неблагоприятном движении цены базисного актива не ограничены. Держатель опциона при неблагоприятном для него движении цены просто отказывается от своего права, максимальные его убытки не превышают размера премии. Такое асимметричное распределение рисков и необычность структуры сделок делают применение опционов чрезвычайно сложным и требующим точных расчетов и прогнозов.

Как подписчик, так и держатель опциона могут закрыть любую открытую позицию до истечения контракта путем заключения офсетной сделки, в результате чего прибыль или убытки определяются разницей в стоимости опциона при открытии и закрытии позиции.

Существует так называемая справедливая стоимость опциона — теоретически обоснованная минимальная цена, при получении которой подписчик опциона может обеспечить с достаточно большой вероятностью опционные платежи.

Размер рыночной стоимости опциона зависит от следующих факторов:

– текущего значения базисного актива;

- отношения между текущим значением базисного актива и ценой исполнения;
- времени, оставшегося до даты истечения контракта;
- волатильности цены базисного актива;
- индивидуальной оценки участников рынка будущей волатильности цены базисного актива;
- текущих безрисковых процентных ставок (обычно дисконтных ставок краткосрочных казначейских векселей);
- стиля опциона;
- текущих значений связанных активов, таких как фьючерсы на базисный актив;
- специфических особенностей опциона;
- глубины рынка опциона;
- влияния спроса и предложения на рынке опционов и на рынке базисного актива;
- доступной информации о текущих ценах и операциях с рынков базисных активов и рынков связанных активов;
- индивидуальной оценки участников рынка будущего развития событий в финансовом мире.

Таким образом, особенностью опциона, как страховой сделки, является риск продавца опциона, который возникает вследствие переноса на него валютного риска экспортера или инвестора. Неправильно рассчитав курс опциона, продавец рискует понести убытки, которые превысят полученную им премию. Поэтому продавец опциона всегда стремится занизить его курс и увеличить премию, что может быть неприемлемым для покупателя<sup>102</sup>.

#### **4.3.5. Межбанковские операции «своп»**

Своп-сделки, по которым производится одновременная покупка и продажа одной валюты за другую с последующим размещением на определенный срок и обратной конвертацией<sup>103</sup>.

Существует несколько типов операций «своп»: валютные, процентные, долговые, с золотом и их различные сочетания.

Валютная операция «своп» представляет собой покупку иностранной валюты на условиях «спот» в обмен на отечественную валюту с последующим выкупом. Например, немецкий банк, имея временно излишние долл. США, продает их евро американскому банку и одновременно покупает долл. на срок с поставкой через 1 месяц.

Операция «своп» может быть использована для хеджирования. В рассмотренном выше примере с экспортером из Германии банк экспортера потерпел убытки от форвардной покупки валюты у своего клиента, так как премия, уплаченная продавцом валюты, оказалась меньше убытков от повышения курса евро. Чтобы застраховать эту операцию, банк мог прибегнуть к сделке «своп»:

<sup>102</sup> www.ctta.ru — сайт Центра Технического и Технологического Содействия;

<sup>103</sup> Зуев А.А. Управление валютными рисками // Бюллетень «Технологическое оборудование и материалы». 1996. № 7.

ожидавая повышения курса евро, продать долл. другому банку за евро, и одновременно купить долл. с поставкой через месяц. В результате этой операции из-за падения курса долл. по отношению к евро, банк экспортера получил бы прибыль, которая покрыла бы его убытки от форвардной сделки со своим клиентом. Освоив грамотное проведение подобных операций, банк экспортера мог бы оказывать своему клиенту услуги по форвардной покупке его валюты по выгодному для клиента курсу и в дальнейшем (в том случае, если это важный для банка клиент).

Сделки «своп» удобны для банков, т.к. не создают непокрытой валютной позиции — объемы требований и обязательств банка в иностранной валюте совпадают. Целями «своп» бывают:

- приобретение необходимой валюты для международных расчетов;
- осуществление политики диверсификации валютных резервов;
- поддержание определенных остатков на текущих счетах;
- удовлетворение потребностей клиента в иностранной валюте и др.

К сделкам «своп» особенно активно прибегают центральные банки. Они используют их для временного подкрепления своих валютных резервов в периоды валютных кризисов и для проведения валютных интервенций. Так в 70-х гг. в период падения курса долл. лимит операций «своп» ФРС с 14 иностранными центральными банками и Банком международных расчетов увеличился до 22,16 млрд долл. в 1978 г. против 50 млн долл. в 1962 г. В 1969 г. создана многосторонняя система операций «своп» через Банк международных расчетов в Базеле, в рамках которой центральные банки предоставляют БМР кредит сроком до 6 месяцев для совершения интервенций на евროрынке в целях поддержания спроса на определенные евровалюты.

Центральные банки используют «своп» в качестве одного из методов валютного регулирования, прежде всего для поддержания курсов валют. Сделки «своп» с золотом проводятся аналогичным образом: металл продается на условиях наличной продажи и одновременно выкупается с платежом через определенный срок. Страны-члены ЕЭВС в целях частичного обеспечения золотом эмиссии евро осуществляли взносы 20 % своих официальных золотых и долл. резервов в Европейский фонд валютного сотрудничества в форме 3-месячных возобновляемых сделок «своп», сохраняя, таким образом, право на эти резервные активы.

Операции «своп» с валютой и золотом означают временный обмен активами, с процентами и долговыми требованиями — окончательный обмен.

Сущность операций «своп» с процентами заключается в том, что одна сторона обязуется выплатить другой проценты по ставке LIBOR в обмен на получение платежей по фиксированной ставке. Выигрывает та сторона, которая не ошиблась в прогнозировании рыночной процентной ставки.

Операции «своп» с долговыми обязательствами состоят в том, что кредиторы обмениваются не только процентными поступлениями, но и всей суммой долга клиента.

Операции «своп» с валютой и процентами иногда объединяются: одна сторона выплачивает проценты по плавающей процентной ставке в долларах

США в обмен на получение процентных платежей по фиксированной ставке в евро.

К операциям «своп» на финансовых рынках близки по смыслу так называемые операции «репо» (repurchasing agreement, или repo, или buybacks). Операции «репо» основаны на соглашении участников сделки об обратном выкупе ценных бумаг. Соглашение предусматривает, что одна сторона продает другой пакет ценных бумаг определенного размера с обязательством выкупить его по заранее оговоренной цене. Иными словами, одна сторона кредитует другую под залог ценных бумаг. Операции «репо» бывают нескольких видов: «репо» с фиксированной датой предусматривает, что заемщик обязуется выкупить ценные бумаги к заранее оговоренной дате; операции «открытые репо» предполагают, что выкуп ценных бумаг может быть осуществлен в любое время, либо в любое время после определенной даты. С помощью операций «репо» держатели крупных пакетов ценных бумаг получают возможность более эффективно распоряжаться своими активами, а банки и другие финансовые институты получают еще один инструмент управления ликвидностью.

#### 4.4. Регулирование валютной позиции

Как известно валютные риски возникают только при открытой валютной позиции, т.е. наличии требований или обязательств в иностранной валюте. Отсутствие таковых при закрытой валютной позиции исключает валютные риски. Кроме свопов, регулирующих валютную позицию посредством контрсделки, параллельной основной, валютной позицией можно управлять специальными методами. Наиболее распространенный из них *метчинг*.

Данный метод состоит в том, что банк или фирма могут использовать внутренние рычаги, такие как установление равновесия между поступлениями от валютных операций и займов с соответствующими расходами на определенный момент в конкретной валюте. Это позволяет компенсировать потери от колебания курса национальных валют. Так, при падении их курса потери от платежей будут покрываться соответствующим повышением доходов от поступлений. В случае роста курса национальной валюты произойдет обратный процесс компенсации потерь от валютных рисков. Закрытая таким способом валютная позиция гарантирует отсутствие валютных рисков. При неполном достижении совпадения расходов и доходов в валюте, т.е. сокращении валютной позиции, валютные риски будут, таким образом, минимизированы.

Кроме того, применяется способ, именуемый *лидз энд лэгз*, заключающийся, в *смещении сроков платежей по доходам и расходам, связанным с валютными операциями. В ожидании снижения курса национальной валюты банк стремится ускорить свои выплаты по валютным операциям и отсрочить получение поступлений.* При возможном повышении курса национальных денег возникают противоположные тенденции, поскольку при девальвации валютную премию имеют средства, полученные из-за границы в счет платежей, а убыточными становятся внешние выплаты.

Ряд транснациональных банков применяют метод *неттинга*, который состоит во взаимном зачете максимального объема валютных сделок между его

филиалами и дочерними институтами. Это ведет к сокращению платежей в валюте, которые подвержены валютным рискам. Для достижения такой цели координация деятельности всех подразделений данного ТНБ должна быть на высоком уровне<sup>104</sup>.

Лимитирование валютной позиции ограничивает объем риска, связанного с неблагоприятным изменением курсов валют, которые банк принимает на себя. Лимиты определяются как для каждой валюты, так и для совокупной позиции во всех валютах. При проведении операций помимо общих лимитов, устанавливаются персональные лимиты для валютных дилеров. Лимитирование потерь методом Stop loss ограничивает предельные потери по валютным операциям.

Лимит открытой валютной позиции по-прежнему служит главным инструментом административного регулирования Банком России рыночного риска коммерческих банков, активно работающих на национальном (внутреннем) и международных валютных рынках<sup>105</sup>.

Как показывает зарубежная практика, жесткие административные ограничения по величине открытой валютной позиции коммерческих банков не всегда оказывались эффективными вследствие возможности и способности скрыть, при желании, истинное состояние валютной позиции. Поэтому в настоящее время в развитых странах оценка риска осуществляется, как правило, самими коммерческими банками, а надзорные органы ограничиваются общими рекомендациями и контролем за реальностью этой оценки и наличием надлежащего внутреннего мониторинга в самих банках. Однако органы пруденциального надзора этих стран требуют от этих банков тщательного анализа рыночных рисков и не отстраняются от участия в подготовке соответствующих обзоров и обсуждений, связанных с этим вопросом. Важнейшим элементом при этом становится мониторинг операций, в процессе которого определяются базовые параметры функционирующего внутреннего валютного рынка. Интересен в этом отношении зарубежный опыт центральных банков «Группы десяти (G-10)», которые в рамках различных комитетов Банка международных расчетов регулярно проводят всесторонний анализ практики и процедур, которыми фактически пользуются участники исследуемых рынков в целях управления своими рисками<sup>106</sup>.

Таким образом, к валютным рискам нужно относиться как к неизбежному последствию развития международных валютных отношений. Даже при очень тщательном управлении валютными рисками устранить их полностью просто не представляется возможным.

---

<sup>104</sup> Шмелев В.В. Страхование банковских рисков // Управление риском. 2002. № 4.

<sup>105</sup> Москалев С.В. К вопросу о действующих административных ограничениях валютного риска коммерческих банков // Деньги и кредит. 2000. № 10.

<sup>106</sup> Группа десяти (G-10) — группа ведущих развитых стран — членов МВФ (США, ФРГ, Великобритания, Франция, Япония, Италия, Канада, Бельгия, Нидерланды, Швеция), принявших в 1962 г. обязательства в рамках общего соглашения о займах кредитовать друг друга в национальных валютах; в 1984 г. к ним присоединилась Швейцария. Эта группа играет заметную роль в международной валютной системе; из представителей входящих в нее стран образован Базельский комитет по банковскому надзору.

## 4.5. Страхование банковских рисков

В сфере финансов, и прежде всего в банковском бизнесе, растущие риски связаны напрямую с неквалифицированным использованием новых финансовых технологий и инструментов. Риски, которым в современных условиях подвергается банковская деятельность, можно с известной степенью условности разделить на два вида:

1) порождаемые внешними для финансовых институтов факторами: состоянием международных рынков капиталов и валютной системы, создающими более или менее благоприятный климат для работы банков;

2) внутрибанковскими факторами, непосредственно сказывающимися на данном бизнесе и работе пользующихся услугами клиентов. Первый вид рисков именуется системными, или международными, а второй — собственно банковскими, или коммерческими.

### 4.5.1. Системные риски

Глобализация, прежде всего посредством генерируемых ею бесконтрольных стремительных перемещений по миру громадных масс капиталов, оказывает определяющее воздействие на состояние и размеры системных рисков. Размеры этих масс таковы, что перемещение на рынок даже европейской страны до 1 % этих международных потоков средств способно подорвать курс ее валюты и нарушить ее денежное обращение, не говоря о развивающихся государствах. Глобализация усиливает взаимозависимость банков всех стран мира, и *банкротство одного из крупных* или группы средних может *вызвать эффект домино* многих других институтов, вовлеченных в операции рынка евровалют. Системный риск тем более серьезен, что растущая конкуренция сильно снизила банковскую маржу на международных рынках капиталов, сокращая для них возможности маневра.

В качестве самостоятельного страхования данного риска многие транснациональные банки (ТНК) в последнее время развернули крупномасштабные *операции по слиянию*. Более эффективным средством управления данным риском, поскольку является международным, служат государственные мероприятия и действия международных валютно-кредитных и финансовых организаций, прежде всего МВФ. Наиболее успешной мерой по борьбе с оттоком иностранного капитала может служить российский опыт по блокированию иностранных портфельных инвестиций после кризиса 1998 г. посредством перевода их на специальные рублевые счета типа «С» с последующей конверсией в СКВ через регулярные аукционы. Однако и эта мера не смогла ощутимо амортизировать для нашей банковской системы кризис 1998 г. Наряду с национальными мерами по ограничению перевода валюты за рубеж важную роль играет деятельность МВФ. Его советы правительствам по осуществлению мер по предупреждению кризиса, предоставлению кредитов для компенсации, хотя и частичной, дефицита средств, возникшего в результате отзыва инвестиций иностранными компаниями.

Другая форма системных рисков определяется состоянием современной (Ямайской) валютной системы, основанной не на фиксации правительством па-

ритетов валют в рамках золотого стандарта, а на свободном колебании («плавании») курсов в соответствии со спросом и предложением на межбанковском рынке. При этом базой для курсов ряда мягких валют, привязанных (фиксированных) к резервным, служит рыночное колебание резервных. Для банков и для фирмы валютный риск состоит в том, что стоимость их активов и пассивов, выраженных в иностранной валюте, может меняться в большую или меньшую сторону при их оценке в национальных деньгах вследствие колебаний курса последних.

#### 4.5.2. Коммерческие риски

Коммерческие риски представляют из себя вероятность финансовых потерь в процессе самой банковской деятельности. Их невозможно полностью отделить от системных, поскольку функционирование каждого кредитного института осуществляется в рамках комплекса тесно связанных между собой национальных и мировой экономик. Однако результаты деятельности отдельного банка зависят не только от состояния окружающей его экономической среды, но и от конкретных решений его руководства и работы аппарата. Последнее и служит источником банковских рисков. Естественно, что риск банка никогда не равен нулю. В результате кредитный институт должен прогнозировать источники и объемы возможных потерь, и степень риска, выраженную как вероятность в процентах. Руководство банка должно оптимизировать процесс управления своим портфелем, т.е. активами и пассивами данного учреждения, на базе соотношения прибыльности операций с соображениями их безопасности и ликвидности, поскольку прибыльные операции (обычно долгосрочные инвестиции) малоликвидны.

Наиболее значительный из данных рисков обусловлен невозможностью получить полную отдачу от кредита, что прежде всего, связано с невозвратом получателем основной суммы займа и неуплаты процентов по ней кредитору. Данному риску подвержена основная наиболее рентабельная сфера деятельности финансовых институтов — кредитование. Рассматриваемый риск существует по банковским операциям как внутри страны, так и по международным ссудам. Для каждой из этих форм операций характерны свои специфические причины и факторы, определяющие степень кредитного риска. Наиболее опасными являются международные операции, поскольку участвующие в них стороны находятся в различных расстояниях друг от друга. В силу этих и других факторов международные кредиты являются по преимуществу *бланковыми*, так как использование преимущественного обеспечения и поручительства по ним затруднительно. Так как кредитору весьма сложно определить реальную и перспективную стоимость движимого или недвижимого имущества в стране, иногда находящейся от него в другом конце света, то подавляющая часть международных займов представляется под кредитный рейтинг должника. Рейтинговые оценки разделяют долговые обязательства на: 1) инвестиционный класс высокой (от AAA до A+) до средней (BBB–) степени надежности и 2) спекулятивный класс со значительным уровнем риска от (BB+ до B–) и различными степенями высокой вероятности невыполнения обязательств (от CCC до D).



Данный показатель является комплексной оценкой платежеспособности заемщика, выражаемой через шкалу специально рассчитываемых авторитетными международными агентствами сводных индексов. Эти индексы служат лишь ориентиром для кредиторов, поскольку не обеспечивают возврат средств в отличие от страхования, залога, гарантии, поручительства и т.п. Тем более что и имущественных гарантии далеко не всегда эффективны.

В периоды финансовых кризисов цена заложенного имущества резко падает, что, к примеру, имело место в Японии после того, как в 90-х гг. лопнула «экономика мыльного пузыря». Все это свидетельствует о том, что абсолютных гарантий от рисков на уровне непосредственного заемщика не существует.

Тем не менее, международные кредиторы создали определенные органы защиты своих интересов. Ими являются Парижский и Лондонский клубы кредиторов, которые объединяют соответственно государственных и частных займодавцев с целью принятия коллективных мер к неплательщикам по долгам, такие как частичное списание, пролонгация и реструктуризация задолженности, предоставление дополнительных займов, выработка рекомендаций в адрес стран-должников, а иногда и принятие санкций в отношении к ним. Оба клуба предоставляют кредиторам дополнительные рычаги воздействия на должников, хотя нельзя сказать, чтобы очень эффективные, поскольку соответственно с 1978 и 1976 гг., когда они были созданы, проблемы внешней задолженности кардинальным образом не решены. В частности, это можно видеть на примере России, вступившей в 1997 г. в Парижский клуб, но так и не добившейся получения ощутимых сумм в счет погашения, предоставленных, прежде всего СССР, международных кредитов.

Наиболее известным видом имущественных гарантий иностранных кредиторов служат *депозитарные расписки* — глобальные, американские, континентальные. Последние размещаются на финансовых рынках Западной Европы, вторые — США, а первые в любых странах — участницах рынка евровалют.

Впервые депозитарные расписки возникли в 1933 г. Они были учреждены с целью позволить иностранным фирмам и банкам пользоваться услугами американского фондового рынка, в случае если данные субъекты не располагали возможностью размещать свои ценные бумаги на данной финансовой площадке напрямую. Например, при отсутствии рейтинга, юридических и денежных трудностей, связанных с листингом (включение в список в данной бирже) и т.п. Однако непременным условием является повышенная рентабельность ценных бумаг заемщика по сравнению с соответствующим уровнем фондового рынка США.

Такой иностранный оператор, способный заинтересовать американских кредиторов высоким уровнем доходов по их инвестициям, обращается к финансовым институтам США с предложением выпустить на американском фондовом рынке его депозитарные расписки (АДР) с повышенной местной фондовой площадкой, доходностью, аналогичной его ценным бумагам на национальном рынке. Кроме того, доход по таким АДР может увеличиваться за счет повышения их котировок в процессе обращения. В результате покупатели АДР имеют возможность получать по данным инструментам повышенные, по сравнению со

средним уровнем американского фондового рынка, доходы, иностранный оператор мобилизует необходимые ему финансовые ресурсы, минуя сложную и дорогостоящую процедуру прямого доступа на рынок ссудных капиталов США, как, например, при эмиссии облигаций, а американский банк-эмитент инкассирует погашенные комиссионные. Технически эмиссия АДР осуществляется следующим образом. Потенциальный иностранный должник обращается к американскому банку с просьбой выдать ему заем, мобилизовав для него средства посредством эмиссии депозитарных расписок кредитора. Такая процедура аналогична эмиссии иностранных облигаций. Но если данные бонды носят имя должника (т.н. Правительства РФ или Москвы), то ДР выпускает иностранный банк-эмитент под свое имя и гарантию, но реальным обеспечением расписок служат котирующиеся с повышенным доходом на родине должника его ценные бумаги. Последние в эквиваленте сумме эмиссии ДР депонируются на имя американского банка-эмитента в указанном им финансовом институте (банке-костодиане) в стране пребывания должника до полного погашения кредита и для обеспечения его соответствующим доходом. Таким образом, в отличие от иностранных облигаций, обеспечиваемых рейтингом должника, *ДР гарантируются ценными бумагами последнего, котирующимися на его национальном рынке.* По аналогии с АДР с 1969 г. страны ЕС стали выпускать континентальные депозитарные расписки (КДР). Они также *эмитируются под залог акций или облигаций компании-заемщика*, а расчет их первоначальных котировок осуществляется на базе доходности на национальном рынке депонированных в костодиане ценных бумаг.

Российские компании широко пользуются данной формой привлечения иностранных инвестиций. Так, например, Вымпелом, Мосэнерго прибегали к АДР, а Газпром и ГУМ — к КДР.

Если депозитарные расписки являются формой обеспечения иностранных долгов в виде залога, то формой поручительства по таким заимствованиям можно считать *делькредере*. По преимуществу коммерческие кредиты и дебиторская задолженность, но в ряде случаев и финансовые заимствования, страхуются таким образом. В рамках сделки делькредере (от итальянского — «на веру») кредитор заключает договор с поручителем о его гарантии за определенную комиссию по контракту коммерческому или финансовому. Такой агент-посредник, обычно брокер или факторинговая компания, оперирующие в стране должника, используя свое знание местного рынка, обеспечивают условия для успешного завершения контракта.

Таким образом, возникла особая форма поручительства — страхование делькредере, т.е. неплатежеспособность или нежелание должника отвечать по своим долгам. Риск неплатежеспособности заемщика вызывается как причинами, зависящими от самого должника, так и от внешних обстоятельств (ухудшение экономического положения или решения правительства страны его пребывания и т.п.). Наиболее важными из них являются *кредитный, процентный и трансферный риски.*

*Кредитный риск* состоит в неуплате заемщиком как основной суммы долга и процентов по займу в пользу кредитора. Защита от данного риска осу-

ществляется путем тщательного изучения и наблюдения за кредитоспособностью должника, оперативности при взыскании задолженности, диверсификации инвестиций, получения достаточных обеспечений ссуд, работы вышеупомянутых клубов кредиторов и т.д. Основными методами защиты от кредитных рисков наряду с упомянутым выше хеджированием является гарантия правительства или первоклассных банков. Важную роль играет специальная государственная система страхования международных экспортных кредитов, которые предоставляются на льготных для должников, по сравнению с розничными, условиях покупателя и машинотехнических товаров, и связанных с ними услуг страны-кредитора.

*Процентный риск* заключается в вероятности понести финансовые потери в связи с изменением рыночного уровня процентных ставок по сравнению с установленным кредитным соглашением в период его подписания и осуществлением платежа. Заемщик несет риск снижения рыночной процентной ставки, а кредитор — риск ее повышения. Ведь если после заключения кредитного договора рыночная ставка обнаруживает тенденцию к снижению по сравнению с согласованной в контракте должник упускает соответствующую выгоду, теряя возможность получить более дешевый кредит. И наоборот, кредитор при повышении рыночной ставки, соответственно, упускает возможность, уже заключив договор, продать свои деньги дороже. Применительно к коммерческим банкам, которые являются должниками по отношению к своим вкладчикам, и кредиторам по отношению к заемщикам (получателем) их займов процентный риск может быть определен как сокращение чистого дохода финансового института от отклонения рыночных ставок по ссудам от уровня, установленных в заключенных им контрактах со своими должниками и кредиторами. В результате возникает возможность превышения средней стоимости привлеченных средств по отношению к размещенным. Если страхование кредитных рисков осуществляется по преимуществу вышеперечисленными традиционными средствами, то основным методом страхования процентных рисков служат финансовые инструменты, прежде всего ценные бумаги (секьюритизация).

В качестве инструментов страхования данных рисков используются соглашения с верхним и нижним пределом процента, процентные фьючерсы и свопы. Для управления процентными рисками используются также опционы. Наиболее эффективной сделкой по хеджированию процентных рисков на рынке евровалют является комбинация двух опционов, именуемая рамочным соглашением. Данная комбинация регулирует диапазон процентных ставок: с одной стороны, защищает должников и кредиторов от колебания ставок евровалютного рынка, а с другой — позволяет сторонам контракта осуществлять спекулятивные операции на высоких и низких амплитудах котировок.

Третьим видом опасностей, связанных с невозможностью получить полную отдачу от кредита, является *трансфертный риск*. Его последствия связаны с физической невозможностью перевода средств в страну кредитора в связи с валютными ограничениями или замораживанием валютных счетов (как в ряде стран Латинской Америки в 2000 г.) в стране-заемщике или неплатежеспособностью последней, а также другими причинами. Поскольку данные угрозы свя-

заны с положением в конкретных государствах-должниках, трансфертный риск именуется также *страновым*. Наиболее эффективным средством борьбы с последствиями данного риска служат коллективные меры международных организаций — МВФ, МБРР, клубов кредиторов. Они способны за счет финансовой помощи и советов пострадавшему государству стабилизировать его обострившееся экономическое положение, которое является главным импульсом ужесточения валютных ограничений и фактором резкого снижения рентабельности предприятий, прежде всего крупных должников.

Особым и сравнительно новым источником банковских убытков является риск *финансовых инноваций*. Данные нововведения необходимо проводить всем банкам, стремящимся обеспечить себе уровень конкурентоспособности, сопоставимый с мировым. Рассматриваемые инновации заключаются, как в техническом усовершенствовании деятельности банков (компьютеризация), так и использовании новых финансовых инструментов, т.е. в секьютизации (увеличении роли и набора ценных бумаг, используемых на финансовых рынках).

Инновационные риски все чаще сочетаются и генерируют возможность потерь от непрозрачности, что делает их еще более опасными. Дело в том, что многие новые операции (т.н. гарантии, опционы, фьючерсы и т.п.) относятся к забалансовым статьям и обязательствам, за которыми традиционно труднее наблюдать как управляющим финансовыми институтами, так и государственными органам контроля. Данная ситуация порождает не только возможности для совершения ошибок и их сокрытия, что ведет к их повторению и увеличению соответствующих убытков.

Таким образом, по мере совершенствования средств повышения рентабельности банковской деятельности растет опасность увеличения убытков от неквалифицированного или неправильного использования новых финансовых инструментов и технологий<sup>107</sup>.

#### **4.6. Стратегии валютного менеджмента**

Постоянное проведение валютных операций, связанных с осуществлением международных торговых, инвестиционных и иных сделок, предполагает разработку компаниями и банками определенной стратегии валютного менеджмента, т. е. определение функциональной роли (спекулянт или хеджер) участников валютного рынка. Стратегия валютного менеджмента определяет общую линию поведения компании или банка на валютном рынке и характеризует политику рассматриваемого субъекта в области управления валютными рисками.

Несомненно, что при выборе валютной стратегии необходимо учитывать степень эффективности соответствующего валютного рынка. Под эффективностью рынка понимают его качественную характеристику, показывающую, насколько полно значения валютного курса отражают всю доступную информацию, которая имеется на данный момент. Поэтому, исходя из типа поведения

---

<sup>107</sup> Шмелев В.В. Страхование банковских рисков // Управление риском. 2002. № 4. С. 48–49.

участников валютного рынка, основанного на оценках его эффективности, различают два вида валютной стратегии: *активную* и *пассивную*.

Активная стратегия, реализуемая в форме спекулятивного подхода к валютному рынку, нацелена на получение максимальных доходов от валютных операций и связана со значительной величиной риска. Она свойственна в большей мере банковским институтам, осуществляющим трейдинговые операции на валютном рынке.

В рамках пассивной стратегии валютный рынок служит лишь механизмом обслуживания международных торговых операций компании, не играя при этом существенной роли в увеличении доходов. В данном случае компания проводит валютные операции по причине того, что в других странах имеются свои национальные валюты, которые являются единственным законным платежным средством на рынках этих стран. Компания не стремится преднамеренно создавать открытую валютную позицию, если в ее основе не лежит реальная товарная операция. Поэтому в большинстве случаев производственные компании выходят на валютный рынок лишь для осуществления хеджирования уже имеющихся открытых валютных позиций, возникших вследствие экспортно-импортных товарных операций.

Реализация активной валютной стратегии возможна в двух случаях:

1) когда валютные рынки эффективны, но компания имеет доступ к более точным (по сравнению с другими компаниями) методам прогнозирования (например, основанным на принципах работы нейронных сетей) или же изменения в ценах на сырье и готовую продукцию вследствие колебаний валютных курсов происходят в неравной степени;

2) когда валютные рынки имеют слабую степень эффективности и существует возможность спекулятивных и арбитражных операций.

Активная валютная стратегия предполагает открытие позитивных (по которым ожидаются доходы) рискованных позиций и страхование (хеджирование) негативных (по которым ожидаются убытки) рискованных позиций на основе прогнозных оценок, поиск недооцененных активов, использование налоговых льгот в разных странах, диверсификацию валютных активов, а также применение широкого спектра методов управления валютным риском при помощи забалансовых производных финансовых инструментов.

Пассивная валютная стратегия основана на предположении о высокой степени интеграции мировых валютных рынков и рынков ссудных капиталов и их эффективности. Она исходит из соблюдения в долгосрочном периоде паритетных условий валют (паритета покупательной способности, международного эффекта Фишера). Тактические действия в рамках пассивной валютной стратегии основаны на управлении активами и пассивами (балансовый инструментарий) и предусматривают применение системы *метчинга*.

Выбор валютной стратегии непосредственно зависит от того, как оценивает руководство компании наличие открытой валютной позиции, подверженной риску, как источник убытков или доходов. Поэтому отношение к риску может быть следующим.

1. *Непринятие риска* — нежелание иметь открытую валютную позицию, подверженную риску, т.е. предпочтение заранее известного результата (который достигается посредством хеджирования) риску неопределенности финансового результата. В данном случае целью валютного менеджмента является сведение риска к нулю независимо от издержек по страхованию открытых валютных позиций.

2. *Нейтральное отношение к риску* может быть обусловлено тем, что относительно данной открытой позиции (например, длинной) существует противоположная открытая позиция (короткая), совпадающая с первой по валюте контракта, сумме и сроку расчетов. Это ведет к балансированию данных позиций, в результате чего валютная позиция становится закрытой. Нейтральность может быть вызвана и сравнением возможного финансового результата по данной позиции с издержками по ее страхованию. К издержкам по страхованию относятся стоимость получения необходимой информации, величина уплаченной премии по опционам или первоначальной маржи на фьючерсном рынке, которая блокируется на счете в расчетной палате.

До введения валютного коридора рубля российские банки при заключении форвардных валютных контрактов требовали с клиента внесения определенного страхового депозита, чтобы гарантировать исполнение сделки. Это противоречило принятым мировым правилам функционирования внебиржевого форвардного валютного рынка. Внесение подобного страхового депозита на внебиржевом рынке также можно отнести к издержкам по страхованию, поскольку эта сумма не приносит дохода, который можно было бы получить при ее размещении на финансовом рынке.

3. *Поиск риска* — предпочтение иметь рисковую позицию, даже если вероятность получения прибыли равна вероятности получения убытков. Данное отношение к риску предполагает создание дополнительной или новой позитивной открытой позиции, по которой прогнозируется получение спекулятивных доходов, при этом созданная позиция оставляется непокрытой, т.е. не хеджируется. Под позитивной открытой позицией понимается валютная позиция (как длинная, так и короткая), которая способна принести спекулятивную прибыль за счет верной оценки направления изменения валютного курса. Так, например, если ожидается повышение валютного курса, то позитивной будет длинная позиция, а негативной — короткая позиция в данной валюте.

4. *«Асимметричное» отношение к риску* представляет комбинацию приведенных видов. При этом руководство компании рассматривает потери по операциям на валютном рынке как более нежелательные по сравнению с потерями на фондовом рынке. Если по открытой позиции ожидается получение убытков, то валютное управление компании будет стремиться закрыть данную позицию, даже если издержки по закрытию превышают ожидаемые валютные потери, поскольку реальное развитие событий может оказаться еще более негативным, чем прогнозировалось. Однако если наиболее вероятным результатом по открытой позиции являются валютные доходы, то она может быть оставлена открытой до тех пор, пока издержки по поддержанию позиции не превысят ожидаемые валютные доходы. Таким образом, в данном случае при равенстве

издержек по закрытию и поддержанию валютной позиции руководство компании в большей мере будет стремиться избежать валютных потерь, а не извлечь доходы.

Отношение руководства компании к валютному риску предполагает разработку общей стратегии (спекулировать или хеджировать) и определенных тактических действий (выбор конкретного инструмента управления) по управлению валютным риском. В зависимости от того, как воспринимается компанией наличие данной открытой позиции, финансовое управление компании может придерживаться одной из следующих валютных стратегий.

*Спекулятивная стратегия* — когда компания планирует получать доходы не только от своей основной производственной деятельности, но и от спекулятивных валютных операций с целью максимизации стоимости валютного портфеля компании. Поэтому при прогнозировании благоприятного изменения валютного курса спекулятивная стратегия предполагает увеличение открытой позиции в данной валюте.

*Стратегия невмешательства* не предусматривает покрытие открытых валютных позиций, возникающих в результате проведения компанией обычных (не спекулятивных) операций, т.е. связанных с движением реальных товарных потоков. Ее теоретическим обоснованием является гипотеза эффективных валютных рынков и соблюдения условия международного эффекта Фишера, который определяет зависимость между уровнями процентных ставок по сравнимым валютам и будущим значением валютного курса. Соответственно, стратегия невмешательства основана на том утверждении, что доходы по валютным операциям являются равноценными доходам по финансовым операциям (при размещении одинаковой суммы на валютном и финансовом рынках).

*Стратегии полного покрытия* основана на принципах хеджирования абсолютно всех открытых валютных позиций независимо от издержек по страхованию. Она исходит из негативного отношения к риску и уверенности в том, что форвардный валютный курс в точности равен будущему спот-курсу. Целью данной стратегии является минимизация вариаций финансовых результатов по открытым валютным позициям, т.е. нейтрализация валютного риска. Так, например, американская компания «Форд» выступает на валютном рынке исключительно в качестве хеджера, полностью покрывая свои рискованные валютные позиции.

*Стратегия селективного покрытия* трудна для осуществления, поскольку объединяет хеджирующий и спекулятивный элементы. Она строится на основе выбора между ожидаемой стоимостью валютных потоков, вариацией финансовых результатов и издержками по страхованию открытых валютных позиций. Хеджирование проводится по тем позициям, по которым ожидается получение валютных убытков. Если же открытая позиция потенциально может принести прибыль, то она оставляется непокрытой, что указывает на спекулятивный характер проводимых действий. Кроме этого, могут быть созданы дополнительные открытые позиции для извлечения спекулятивных валютных доходов. Такой стратегии валютного менеджмента придерживаются, в частности, в финской авиакомпании «Финнэйр».

Выбор того или иного инструмента должен быть тесным образом увязан с анализом волатильности валютного рынка. С этой точки зрения можно выделить следующие варианты управления валютным риском.

1. При малой вероятности непредвиденного негативного изменения валютного курса (низком уровне риска), которая наблюдается в случаях фиксированного или жестко управляемого режима валютного курса, компания может не производить затрат на хеджирование и оставлять валютную позицию открытой. Естественно, подобное поведение должно быть основано на достаточно скрупулезном анализе макроэкономической ситуации в стране.

2. При среднем уровне риска достаточно эффективным инструментом управления валютным риском является валютный опцион. В случае, когда волатильность рынка растет, но все еще остается незначительной, участник валютного рынка может получить дополнительные доходы от продажи валютных опционов. При дальнейшем росте уровня риска банку необходимо менять свою стратегию на опционном рынке: в данном случае целесообразным является уже не продажа, а покупка валютных опционов. Такой подход позволит банку застраховать свои платежи и поступления, а в случае резких колебаний рынка получить еще и спекулятивную прибыль.

3. В случае, когда валютный рынок характеризуется очень высоким уровнем риска, целесообразным может оказаться применение валютных фьючерсов. Это объясняется тем, что при высоком уровне волатильности валютного рынка имеет место не только валютный риск, но и кредитный риск. В этих условиях наиболее надежным (с точки зрения минимизации кредитного риска) является биржевой рынок валютных фьючерсов, поскольку исполнение обязательств в данном случае обеспечивается биржевой системой депозитной и вариационной марж. Подобная биржевая система управления рисками обеспечивает более чем 99-процентное покрытие риска в случае неисполнения партнером своих обязательств по сделке. При этом применение в целях хеджирования валютных фьючерсов ведет к трансформации профиля валютного риска из ценового в базисный. Поскольку базисный риск возникает из нарушения ценовых пропорций между наличной ценой и ценой валютного актива по срочному инструменту, то в условиях эффективного валютного рынка он намного меньше, чем ценовой риск (риск изменения стоимости валютного актива в случае, когда хеджирование не производится). Преимуществом фьючерсного контракта является также то, что в этом случае не приходится платить премию за волатильность рынка, как при покупке валютных опционов.

Данные стратегии валютного менеджмента предполагали принятие компанией определенных мер уже после возникновения открытой валютной позиции. В отличие от них стратегии определения валюты контракта предусматривают выбор соответствующей валюты еще до осуществления торговой, инвестиционной или иной операции, т.е. на стадии заключения контракта. В условиях жесткой рыночной конкуренции выбор валюты контракта имеет важное значение для оценки конкурентоспособности компании. В случае, когда компания имеет возможность самостоятельного выбора валюты контракта, то она придерживается следующих стратегий: *агрессивной* или *защитной*.



*Агрессивное* поведение экспортера при определении валюты контракта проявляется в выборе такой валюты, которая по отношению к валюте экспортера имеет тенденцию к удорожанию. Это ведет к получению экспортером дополнительных валютных доходов вследствие положительного изменения валютного курса. Агрессивный импортер, наоборот, будет стремиться указывать в контракте такую валюту платежа, которая подвержена удешевлению относительно валюты импортера. Квалифицированное размещение требуемых в настоящем финансовых ресурсов на срочных финансовых рынках позволит такому импортеру сэкономить средства при оплате контракта в будущем.

Ключевой предпосылкой агрессивного поведения при определении валюты контракта является наличие развитого валютного рынка не только наличных, но и срочных биржевых и внебиржевых операций. В противном же случае, в условиях жесткого валютного контроля создание открытой валютной позиции представляется возможным лишь при проведении торговой операции. В странах, где жесткий валютный контроль отсутствует, для компании с агрессивным поведением легче проводить свою спекулятивную валютную политику, поскольку создание открытой валютной позиции не требует обязательного осуществления торговой операции, т.е. перемещения материальных ресурсов. При этом валютное покрытие проводится только в том случае, если форвардный курс является более выгодным, чем ожидаемый спот-курс на расчетную дату.

*Защитное поведение* при определении валюты контракта характеризуется тем, что участник внешнеторговых операций стремится выбирать такую валюту контракта, в которой выражаются его издержки. В качестве защитной меры от колебаний валютного курса в контракте может быть предусмотрена инфляционная или дефляционная ценовая «подушка».

При принятии финансовых решений долгосрочного характера (например, относительно долга) компания с агрессивным поведением выбирает валюту контракта, подверженную удешевлению относительно национальной валюты компании. В то же время компания с защитным поведением будет стремиться к применению системы *метчинга*, если выбор национальной валюты в качестве валюты контракта невозможен.

Как видно, в практике международных компаний встречаются различные подходы к поведению на валютном рынке, которые зависят от общей финансовой стратегии компании. При этом, чем крупнее международная компания, тем больше у нее возможностей для эффективного управления финансовыми потоками. Как правило ТНК создают специализированные подразделения по управлению международными денежными потоками между материнским и дочерними предприятиями. Помимо финансовой политики ТНК имеют возможность осуществлять управление операционными переменными (изменение сырьевой, производственной, кредитной и ценовой политики, размещение производства, выбора рынка и т. д.), что способствует повышению конкурентоспособности компании на мировых рынках.

Применительно к российской практике проблема выбора определенной стратегии валютного менеджмента отечественными экономическими агентами основывается на двух основных переменных:

- 1) макроэкономическое состояние страны;
- 2) слабое законодательное регулирование рынка срочных валютных контрактов.

Общее макроэкономическое состояние страны предопределяет валютную политику российских компаний и банков. В условиях, когда прогнозируется дальнейшее долгосрочное обесценение российского рубля, компании и банки переводят, по возможности, свои требования в более сильную валюту, а обязательства — в рублевое выражение, что свидетельствует о спекулятивной направленности валютного менеджмента данного субъекта внешнеэкономической деятельности. При этом следует придерживаться наиболее оптимальной структуры срочности (временного параметра) статей баланса: требования (активы) желательно иметь короткие, а обязательства (пассивы) — длинные.

Таким образом, теоретически все участники сделки имеют возможность застраховать свои валютные риски и даже получить дополнительную прибыль в случае благоприятной для них динамики валютного курса. При плавающих валютных курсах, фьючерсные котировки валют подвержены значительным и часто непредсказуемым изменениям, что делает задачу правильного прогнозирования валютного курса трудно разрешимой в принципе. Качественный прорыв в решении задачи прогнозирования валютного курса может быть достигнут в результате использования *теории самоорганизующихся систем и методов хаотической динамики*. Эти сравнительно молодые разделы математики уже успели зарекомендовать себя в биологии, метеорологии, управлении объектами в противодействующей среде и т.п.

### **Контрольные вопросы**

1. Назовите категории рисков, возникающие в результате финансовой деятельности, согласно Базельского комитета по банковскому надзору при Банке Международных Расчетов.
2. Какие риски относятся к валютным и какие способы защиты от этих рисков существуют в рыночной практике?
3. Охарактеризуйте три формы проявления валютного риска: позитивный, нейтральный и негативный риск.
4. Назовите виды открытых позиций банка и в чем их отличие друг от друга.
5. Охарактеризуйте страновой риск, обуславливающий валютный риск.
6. В чем суть коммерческих и конверсионных рисков?
7. Какой риск возникает при проведении международных торговых, финансовых (получение и предоставление кредитов, покупка-продажа валюты и т.д.) операций, а также при заключении срочных сделок (форвардных контрактов)?
8. Дайте определение валютного риска, проявление которого обусловлено расширением сети зарубежных подразделений транснациональных корпораций
9. Назовите основные методы трансляционного пересчета.
10. Охарактеризуйте экономический риск, вызванный долгосрочными колебаниями валютного курса.



$$1000\ 000\ 000/76,75 - 1000\ 000\ 000/77,50 = 13\ 029\ 316 - 12\ 903\ 226 = 126\ 090 \text{ долл.}$$

При неудаче в конкурсе и курсе 76,00 — 76,75 фирме придется купить доллары по курсу форвард 77,50 и продать по курсу 76,75

Убытки составят:

$$10\ 000\ 000\ 000 / 76,75 - 10\ 000\ 000\ 000 / 77,50 = 12\ 903\ 225,8$$

$$13\ 029\ 316 - 12\ 903\ 225,8 = 126\ 091$$

т.е.

$$[(77,50 - 76,75) \times 360] / (75,0 \times 90) = 0,04 = 4,00\%$$

В то же время при фактическом курсе 78,75 — 80,00 в случае, если конкурс на получение контракта не будет выигран, то фирма получит прибыль

$$1000\ 000\ 000/77,75 - 1000\ 000\ 000/80,00 = 12\ 861\ 736 - 12\ 500\ 000 = 361\ 736 \text{ долл.}$$

*При выборе стратегии 2*

Сумма, которую необходимо занять в рублях, учитывая, что погашение будет исходя из 7% годовых при займе на 3 месяца 1000 000 000 р., составит

$$1000\ 000\ 000 / [1 + (0,07 \times 90/360)] = 982\ 800\ 982,80 \text{ р.}$$

Эта сумма при конвертации в долл. по курсу спот в момент подачи заявки на участие в конкурсе составит:  $982\ 800\ 982,80 / 75,50 = 13\ 017\ 232 \text{ долл.}$

При ставке по депозиту в долларах 4% годовых располагаемая сумма в долларах через 90 дней составит:

$$13\ 017\ 232[1 + (0,04 \times 90/360)] = 12\ 888\ 349 \text{ долл.}$$

Таким образом, курс доллара на момент получения контракта мог бы составить  $1000\ 000\ 000 / 12\ 888\ 349 = 77,59 \text{ р. за долл.}$

Форвардная маржа составит  $77,59 - 75,50 = 209 \text{ пунктов.}$

Стоимость этого варианта составит

$$(2,09 \times 360) / (77,59 \times 77,59) = 0,108 = 10,8\%$$

*Если фирма конкурс проигрывает*, то при текущем курсе спот

76,00 — 76,75 для возврата занятых рублей с процентами потребуется  $1000\ 000\ 000 / 76,00 = 13\ 157\ 895 \text{ долл.}$

Убытки составят  $13\ 157\ 895 - 12\ 888\ 349 = 269\ 546 \text{ долл.}$

Стоимость операции:

$$(269\ 546 \times 360) / (12\ 888\ 349 \times 90) = 0,084 = 8,4\%$$

*Если конкурс не будет выигран* при курсе 78,75 — 80,00, для возврата рублей потребуется  $1000\ 000\ 000 / 78,75 = 12\ 698\ 413 \text{ долл.}$  В этом случае прибыль составит:  $12\ 888\ 349 - 12\ 698\ 413 = 189\ 936 \text{ долл.}$

То есть доходность составит:

$$(189\ 936 \times 360) / (12\ 888\ 349 \times 90) = 0,0589 = 5,894\%$$

*При выборе стратегии 3.*

Если фирма выигрывает конкурс при курсе спот на этот момент

76,00 — 76,75 руб, то 1 млрд р. при конвертации в доллары составят  $1\ 000\ 000\ 000 / 76,75 = 13\ 046\ 314,42 \text{ долл.}$

При курсе 78,75 — 80,00 р., то 1 млрд р. при конвертации в доллары составят  $1\,000\,000\,000/80,00 = 12\,500\,000$  долл.

Если конкурс не будет выигран, то фирма ничего не потеряет.

## 5. МЕЖДУНАРОДНЫЕ РАСЧЕТЫ И ИХ ФОРМЫ

### 5.1. Международные расчеты и их особенности

*Международные расчеты* — это осуществление платежей по договорам юридических и физических лиц различных стран, связанным с экономическими, политическими и культурными отношениями. Международные расчеты проводятся в форме документарного аккредитива, документарного инкассо и банковского перевода и имеют ряд особенностей.

*Первая особенность* заключается в том, что отношения, возникающие между импортерами, экспортерами и банками, их обслуживающими, обособлены от внешнеторгового контракта. Это означает, что помимо поставки продукции или оказания услуг экспортеру и импортеру необходимо оформить ряд документов, а банкам — взять на себя ответственность по их проверке, пересылке и урегулированию денежных обязательств по внешнеэкономическому контракту. В зависимости от формы расчетов, обязанности ее участников распределяются по-разному. Так, при расчетах аккредитивами на банки ложится ответственность по тщательной проверке всех документов, сопровождающих внешнеторговую операцию, депонированию денежных средств для ее проведения и их перечислению экспортеру.

При банковском переводе банк лишь выполняет поручение импортера о перечислении денежных средств экспортеру и несет минимальную ответственность за состояние документов. При инкассовой форме расчета банк берет на себя обязанность передать документы на распоряжение товаром импортеру при выполнении последним условий инкассо. Соответственно возложенным на банк обязанностям, плата за обслуживание будет самой максимальной при аккредитивной форме расчетов, минимальной — при банковском переводе.

*Вторая особенность* международных расчетов состоит в их унификации. Международная торговая палата, созданная в Париже в начале XX столетия, разработала и приняла ряд документов, касающихся проведения международных расчетов:

1. Унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов.
2. Унифицированные правила по инкассо.
3. Унифицированные правила по договорным гарантиям.

Следует отметить, что первые два документа признаны банками всего мира, а по правилам использования договорных гарантий пока такого порядка не достигнуто.

Кроме того, некоторые страны приняли конвенции, закрепляющие действие инструментов осуществления международных платежей. В 1930 г. Женевская конференция, в которой приняли участие 30 стран, разработала три вексельные конвенции:

1. Конвенцию, устанавливающую Единообразный закон о переводном и простом векселе.
2. Конвенцию по разрешению некоторых коллизий законов о переводном и простом векселе.

3. Конвенцию о гербовом сборе в отношении переводного и простого векселей.

В 1931 г. была принята Женевская конвенция о чеках.

Ряд стран подписали и ратифицировали Женевские конвенции, приняв на себя обязательство ввести на своих территориях Единообразный вексельный закон и Единообразный закон о чеках.

С 1936 г. в мировой практике используются международные правила толкования торговых терминов — «Инкотермс», в которых унифицированы условия поставок и определена система включения различных расходов в цену товара.

*Третья особенность* связана с тем, что международные расчеты регулируются как нормативными национальными законодательными актами, так и международными банковскими правилами и обычаями.

*Четвертая особенность* заключается в документарном характере международных расчетов. Это означает, что перевод денежных средств по договору осуществляется при наличии соответствующих документов: технических, товаросопроводительных, транспортных и расчетных.

*Пятой особенностью* международных расчетов является их проведение в различных валютах, что позволяет говорить об их тесной связи с валютными операциями: куплей-продажей валют, открытием счетов резидентам и нерезидентам в иностранной валюте (в России также с открытием счетов нерезидентам в валюте РФ) и пр.

На выбор форм и инструментов расчетов влияет ряд факторов:

- характер взаимоотношений между экспортером и импортером;
- платежеспособность покупателя;
- состояние конъюнктуры на товарном рынке по продаваемому товару или услуге;
- межправительственные соглашения.

## 5.2. Документарная форма расчетов

*Документарный аккредитив* — это соглашение, в силу которого банк обязуется по просьбе клиента произвести в пользу третьего лица — бенефициара — оплату документов, акцепт тратты, выставленной бенефициаром, или неогоциацию (покупку) документов.

В соответствии с Унифицированными правилами и обычаями для документарных аккредитивов<sup>108</sup> выделяют их формы, виды и конструкции.

В аккредитивной сделке участвуют четыре стороны: экспортер (бенефициар по аккредитиву) и обслуживающий его банк — корреспондент (авизирующий банк), импортер и обслуживающий его банк — эмитент.

Формы документарного аккредитива различаются с помощью ряда классификационных признаков.

---

<sup>108</sup> Унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов были приняты Международной торговой палатой в 1933 г. в Париже, прошли 5 редакций, последняя вступила в силу 01.01.1999 г.

## Формы документарного аккредитива

Признак классификации	Форма аккредитива
1. По возможности изменения	безотзывный; отзывный
2. По наличию дополнительных обязательств банка	подтвержденный; неподтвержденный
3. По виду исполнения — платежный;	акцептуемый; негоцируемый
4. По переадресуемости	трансферабельный (переадресуемый); нетрансферабельный (непереадресуемый)
5. По наличию покрытия	покрытый; непокрытый
6. По возобновляемости	револьверный (возобновляемый); неревольверный (невозобновляемый)

*Отзывный аккредитив* в любое время может быть изменен или аннулирован банком-эмитентом, в большинстве случаев по указанию импортера без предварительного уведомления экспортера.

Изменение условий *безотзывного аккредитива* или его аннулирование возможны только с согласия бенефициара, а также банка-эмитента и банка-корреспондента. Безотзывный аккредитив дает бенефициару высокую степень уверенности в том, что в случае представления им предусмотренных документов и соблюдения условий по аккредитиву платеж будет произведен в срок.

*Безотзывный аккредитив* может быть *подтвержденным и неподтвержденным*.

При *подтвержденном аккредитиве* банк-корреспондент подтверждает бенефициару свое обязательство произвести платеж по документам, соответствующим аккредитиву и поданным в срок. У бенефициара появляется наряду с обязательством банка-эмитента юридически равноценное и самостоятельное обязательство банка-корреспондента произвести платеж. Такой аккредитив используется в стране экспортера и устраняет страновой риск и риск перевода средств.

При *безотзывном неподтвержденном аккредитиве* банк-корреспондент лишь авизует бенефициару открытие аккредитива.

В случае применения *платежного аккредитива* средства перечисляются против представления бенефициаром соответствующих документов; *акцептуемого* — против акцепта тратты (переводного векселя) банком-эмитентом, *негоцируемого* — против выставления векселя, сопровождаемого кредитным письмом банка-эмитента. Во всех случаях экспортером должны быть выполнены условия аккредитива.



*Трансферабельный аккредитив* применяется при наличии в сделке посредника, которому переадресуется часть выручки. Перевод может быть осуществлен не более одного раза.

*Нетрансферабельный аккредитив* не дает такой возможности.

При открытии *покрытого аккредитива* банк-эмитент переводит средства и депонирует сумму по аккредитиву, как правило, в авизирующем банке. Формой покрытия также могут быть депозитные счета или страховые депозиты.

Если таких гарантий нет, то аккредитив будет *непокрытый*.

*Револьверный аккредитив* открывается на часть стоимости контракта и дает возможность осуществлять поставку с регулярной отгрузкой через определенные промежутки времени без оформления на каждую поставку отдельного аккредитива.

В международной практике используются восемь видов аккредитивов (их выделяют в зависимости от использования аккредитива):

1. Аккредитив с платежом по предъявлению.
2. Аккредитив с акцептом трафт бенефициара (рамбурсный).
3. Аккредитив с рассрочкой платежа.
4. Аккредитив с «красной оговоркой» (с авансом).
5. Револьверный аккредитив.
6. Аккредитив с неоговочной трафт бенефициара (коммерческий).
7. Аккредитив «Stand-by Letter of Credit» 1 (резервный аккредитив).
8. Переводной аккредитив.

*Аккредитив с платежом по предъявлению* предусматривает, что расчеты с бенефициаром производятся непосредственно после представления всех предписанных документов, если соблюдены условия аккредитива и банк проверил документы.

Как правило, выручка поступает бенефициару немедленно. В случае неподтвержденного аккредитива банк-корреспондент может задержать платеж до тех пор, пока не получит от банка-эмитента указанную в документах сумму.

*Документооборот аккредитива с платежом по предъявлению:*

- 1 — заключение договора о поставке товара;
- 2 — импортер обращается в банк с поручением на открытие аккредитива;
- 3 — банк-эмитент открывает аккредитив на оговоренную сумму;
- 3' — если банки связаны между собой корреспондентскими отношениями, то в банке-корреспонденте можно тоже открыть аккредитив;
- 4 — сообщение в исполняющий банк, что деньги задепонированы;
- 5 — банк сообщает экспортеру об открытии аккредитива;
- 6 — поставка товара;
- 7 — передача экспортером в банк необходимых документов;
- 8 — передача документов;
- 9 — банк-эмитент снимает деньги со счета и перечисляет в авизирующий банк;
- 10 — деньги зачисляются на счет экспортера;
- 11 — банк-эмитент передает документы и сообщает об оплате по договору.

В аккредитивной форме расчетов выделяют три фазы: соглашение об аккредитиве, открытие аккредитива и его использование.

При *соглашении об аккредитиве* экспортер в ходе переговоров с покупателем оговаривает его условия. Необходимо определить форму и вид аккредитива, возможность и необходимость использования конструкций; срок действия аккредитива, пути и средства транспортировки, страховую защиту.

После того как импортер принял предложение экспортера и подписал контракт, он *открывает аккредитив* в пользу поставщика, для чего оформляет поручение на открытие аккредитива. Данный документ должен содержать следующие реквизиты:

1. Форма аккредитива.
2. Способ передачи извещения об открытии аккредитива.
3. Банк-корреспондент бенефициара.
4. Реквизиты бенефициара.
5. Валюта и сумма платежа.
6. Срок действия аккредитива и дата истечения срока.
7. Документы, представляемые экспортером.
8. Страховая стоимость товара.
9. Товаросопроводительные документы.
10. Адрес перевозчика.
11. Дата отправки и срок отгрузки.
12. Условия поставки.
13. Наименование товара.
14. Частичные поставки и перевалки грузов.
15. Инструкции по дебетованию счета.
16. Подпись импортера.

После открытия аккредитива банк-эмитент сообщает эту информацию банку-корреспонденту, а тот, в свою очередь, бенефициару. Сообщение об открытии аккредитива, или авизо, в исключительных случаях может поступать прямо в адрес бенефициара. Если банку-корреспонденту поручено лишь авизование аккредитива, то он передает бенефициару необходимый текст без каких-либо обязательств, проверив подлинность аккредитива по внешним признакам. По просьбе или поручению банка-эмитента банк-корреспондент может добавить к безотзывному аккредитиву свое собственное подтверждение, но примет на себя обязательство произвести платеж, если испытывает полное доверие к банку-эмитенту. Банк-корреспондент не обязан подтверждать аккредитив. В этом случае он немедленно информирует об этом банк-эмитент и авизует аккредитив бенефициару без подтверждения.

При получении авизо бенефициар проверяет его соответствие договору. В случае несовпадения каких-либо условий бенефициар немедленно требует внесения изменений и предъявляет претензии непосредственно импортеру. При согласии с изменениями импортера и участвующих банков они приобретают юридическую силу. Более того, бенефициар не должен безоговорочно принимать аккредитив. Последний считается акцептованным, если бенефициар подаст в положенный срок в банк-корреспондент необходимые документы. Экспор-

тер всегда имеет возможность не воспользоваться аккредитивом. Аккредитив теряет силу, если бенефициар не представил в банк никаких документов до даты истечения срока аккредитива. Экспортер даже не обязан информировать об этом импортера и участвующие банки.

*Использование аккредитива происходит в случае, когда экспортер отгрузил товар, подготовил необходимые документы и представил их в банк-корреспондент. Банк при приеме документов четко придерживается двух принципов: строгого соблюдения документов и строгого соблюдения сроков.*

После проверки документов и выполнения условий по аккредитиву экспортер получает оплату за товар.

*Аккредитивная форма расчета в большей степени выгодна экспортеру, чем импортеру. Экспортеру гарантируется оплата товара за счет денежных средств, резервируемых импортером на аккредитивном счете в банке-эмитенте и временно выведенных им из оборота. Данная форма расчетов связана с высокими затратами, поскольку банки несут ответственность за все нарушения, связанные с проверкой документов и платежами.*

### **5.3. Инкассовая форма расчетов**

*Документарное инкассо: документооборот и условия исполнения*

*Инкассо — это форма расчетов, согласно которой банк по поручению экспортера получает погашение обязательств за отгруженные в адрес импортера товары (оказанные услуги) путем зачисления средств на счет экспортера в банке или акцепта тратты, которая должна быть оплачена в оговоренный срок.*

Различают *чистое и документарное инкассо*. При чистом инкассо взыскание средств по сделке производится против финансовых документов (переводные векселя, простые векселя, чеки или другие подобные документы, используемые для получения денежного платежа). Документарное инкассо означает получение платежа против финансовых документов, сопровождаемых коммерческими (счета-фактуры, транспортные, товарораспорядительные или другие документы, не являющиеся финансовыми), либо только против коммерческих документов.

Документарное инкассо предназначается для платежей в случае, если экспортер не хочет отгружать товар по открытому счету, но в то же время не располагает возможностью использовать аккредитив. Услуга по инкассо связана с меньшими издержками, чем аккредитивная форма расчетов, поскольку функции банков по проверке документов и перечислению денежных средств более формальны.

Документарное инкассо не позволяет импортеру вступить во владение товаром без его оплаты или неакцепта векселя, а экспортер при этом не освобожден от риска неплатежа. В связи с этим такая форма расчетов может применяться при выполнении следующих условий:

- продавец уверен в платежеспособности покупателя;
- политические и экономические риски в стране импортера являются низкими;

- сделка защищена стабильной правовой базой стран экспортера и импортера;
- валютные ограничения в стране импортера отрицательно не влияют на завершение сделки.

Согласно «Унифицированным правилам по инкассо»<sup>109</sup>, инкассовые операции осуществляются банками на основе инструкций, полученных от экспортера. В расчетах участвуют экспортер и банк-ремитент<sup>110</sup>, импортер и инкассирующий банк<sup>111</sup>.

В инкассовой форме расчетов выделяют три фазы: договоренность об условиях инкассо, оформление инкассового поручения и предоставление документов по сделке экспортером, предоставление документов плательщику и получение суммы платежа.

*Договоренность об условиях инкассо* достигается между экспортером и импортером и закрепляется во внешнеторговом контракте. Условий инкассо может быть несколько:

1. Вручение документов против платежа. Инкассирующий банк может вручать импортеру документы против немедленной оплаты. Немедленная оплата, согласно международным обычаям, означает, что оплата производится самое позднее при поступлении товара. Если экспортер не хочет долго ждать оплаты за товар, то в инкассовом поручении он может потребовать платежа по первому представлению документов. В этом случае в контракте и в финансовых документах должно содержаться положение о предъявлении плательщику документов немедленно по их поступлении в инкассирующий банк.

*Документооборот инкассо с условием «Вручение документов против платежа»:*

- 1 — заключается контракт;
- 2 — поставка товара;
- 3 — экспортер передает в банк инкассовое поручение с документами;
- 4 — передача инкассового поручения с документами в банк импортера;
- 4' — подтверждение получения документов;
- 5 — сообщение импортеру о получении документов;
- 6 — полномочие на оплату;
- 7 — дебетование счета и выдача инкассовых документов импортеру;
- 7' — уведомление о платеже и перевод суммы инкассо;
- 8 — кредитование суммы инкассо, за вычетом комиссий и расходов

2. *Вручение документов против акцепта тратты.* Инкассирующий банк вручает плательщику коммерческие документы против акцепта тратты, которая подлежит оплате в течение определенного периода после предъявления или в

<sup>109</sup> Унифицированные правила по инкассо были приняты Международной торговой палатой в 1936 г. в Париже. Последняя действующая редакция вступила в силу с 01.01.1996 г.

<sup>110</sup> Банк-ремитент — это банк, которому экспортер поручает операцию по зачислению денежных средств на свой счет по сделке.

<sup>111</sup> Инкассирующий банк (представляющий) — это банк, информирующий покупателя о поступлении документов и условиях их выкупа. Он принимает от импортера платеж или акцепт тратты и передает ему документы на владение товаром, а также переводит сумму платежа банку-ремитенту.

определенный срок. Импортер вступает во владение товаром до совершения платежа, может его продать и приобрести средства для оплаты векселя.

Для импортера это условие выгодно, поскольку не требует дополнительного финансирования сделки. Экспортер наоборот подвержен риску неплатежа, а обеспечением оплаты служит здесь только акцепт векселя импортером.

Риск неплатежа можно снизить, если экспортер потребует наряду с акцептом аваль по векселю инкассирующего банка или любого другого первоклассного банка. Авалист по векселю несет солидарную ответственность вместе с трассатом (импортером), т.е. он ответит по векселю, если трассат при наступлении срока оплаты не выполнит платежные обязательства;

3. *Акцепт с вручением документов против платежа.* Экспортер требует, чтобы трассат по предъявлении документов акцептовал вексель с определенным сроком оплаты. Документы будут вручены импортеру лишь после оплаты векселя. До этого времени товар будет находиться на ответственном хранении.

После получения заказа и заключения контракта экспортер отгружает товар или в адрес покупателя, или в адрес инкассирующего банка. Одновременно он оформляет все необходимые коммерческие и финансовые документы и передает их вместе с инкассовым поручением в банк-ремитент, который пересылает документы с необходимыми инструкциями инкассирующему банку. В инкассовом поручении экспортер должен дать четкие и полные указания банку-ремитенту и инкассирующему банку, поскольку они придерживаются в своих действиях только этого документа.

В международной практике *инкассовое поручение* (документарная римесса) обычно содержит следующие обязательные реквизиты:

1. Адрес плательщика.
2. Способ вручения документов.
3. Коммерческие документы (вид и количество).
4. Адрес банка плательщика.
5. Вексель, выставленный на покупателя.
6. Взимание комиссий и расходов.
7. Указание адреса представителя экспортера в стране импортера.
8. Особые замечания (указания экспортера инкассирующему банку о случаях заявления протеста против действий импортера или прочие инструкции).
9. Кредитуемый счет.
10. Подпись экспортера.

Банки не обязаны проверять правильность и полноту заполнения документов по сделке. В их функции входит проверка наличия всех приведенных в инкассовом поручении документов, а также передача коммерческих и финансовых документов от экспортера импортеру, квалифицированное и правильное исполнение инкассового поручения.

Инкассирующий банк, получив необходимые документы, информирует покупателя об их поступлении. В некоторых случаях он поручает представить документы другому банку.

*Предоставление документов плательщику* банк производит с помощью авизо. Импортер находит там сведения об отгруженном товаре, возможностях

его получения и оплаты пошлин. При желании импортер может проверить документы в представляющем банке, но банк не вправе разрешить осмотреть прибывший товар, если об этом не было специальных указаний экспортера в инкассовом поручении.

При оплате документов представляющий банк незамедлительно перечисляет выручку банку-ремитенту, как только поступает необходимая сумма соответствующей валюты. В странах с ограниченной конвертируемостью валют может произойти задержка их обмена, и, соответственно, момент вступления во владение товаром импортером может отодвинуться на неопределенный срок. В этом случае используется практика, согласно которой документы вручаются против депонирования суммы платежа в национальной валюте и выставления гарантии покрытия валютного риска. Возмещение курсовой разницы покрывает импортер.

В случае получения импортером документов против акцепта тратты, акцептованный вексель в зависимости от инструкций экспортера либо остается в инкассирующем банке, либо возвращается банку-ремитенту. Последний передает вексель экспортеру, который предъявляет его в банк для учета, если желает получить деньги до наступления срока платежа, но с дисконтом, либо представляет его в день платежа и получает сумму полностью.

За услугу по проведению инкассовой операции банки начисляют комиссии за:

- вручение документов против акцепта и платежа;
- оплату акцепта;
- передачу товара, адресованного банку, в распоряжение импортера.

Комиссии могут начисляться дополнительно за пролонгацию векселей, сообщения о судьбе документов, их возврат и протест и т. п. Обслуживание инкассовой формы расчетов обходится дешевле, чем аккредитивной.

Инкассовая форма содержит преимущество для импортера и имеет существенные недостатки со стороны экспортера.

Преимущество для импортера состоит в том, что оплата стоимости поставляемого товара производится по прошествии определенного срока после его отгрузки и не возникает необходимости отвлекать из оборота денежный капитал. При таком условии инкассо как вручение документов против акцепта тратты расчет за товар может происходить после его продажи.

Для экспортера инкассо связано с замедлением оборачиваемости оборотных средств, поскольку поступление выручки за отгруженный товар происходит после отгрузки товара и оплаты коммерческих документов импортером. Экспортер несет риск неплатежа в случае, если импортер откажется от оплаты документов в связи с ухудшением своей платежеспособности или снижением выгоды от покупки товара из-за изменившейся конъюнктуры на мировых рынках.

#### **5.4. Банковский перевод**

*Банковский перевод: особенности применения при экспортно-импортных операциях*

*Банковский перевод — это простое поручение коммерческого банка своему банку-корреспонденту выплатить определенную сумму денежных средств по просьбе и за счет перевододателя иностранному получателю (бенефициару) с указанием способа возмещения банку-плательщику выплаченной им суммы.*

Участие банков в этой форме расчетов минимально — они лишь выполняют платежное поручение клиента, соответственно минимально и обеспечение платежа. Такая форма расчетов возможна в случае доверительных отношений между экспортером и импортером и при существовании длительных хозяйственных связей между ними.

В банковском переводе участвуют экспортер (переводополучатель) и обслуживающий его банк, импортер (перевододатель) и банк, принявший поручение и обслуживающий импортера.

В международной практике различают два вида банковского перевода: перевод за фактически поставленный товар и перевод в оплату аванса по контракту.

Выделяют три фазы при расчетах банковским переводом: договоренность об условиях перевода, оформление перевода, получение экспортером выручки за товар (услуги).

*Договоренность о расчетах посредством банковского перевода* закрепляется во внешнеторговом контракте. При переводе платежа за фактически поставленный товар в разделе «Условия платежа» контракта указывается, что расчеты будут произведены в форме банковского перевода, и представляются полный перечень документов, направляемых от экспортера импортеру по видам и количеству, банковские реквизиты экспортера и срок платежа. Для исключения риска неплатежа экспортер может поставить условие о выплате аванса. В этом случае в разделе «Условия платежа» содержится положение о переводе определенного процента стоимости контракта авансом.

Обычно такой процент устанавливается в размере от 15 до 30 % стоимости контракта, а оплата оставшейся части производится за фактически поставленный товар. Перевод аванса не выгоден импортеру, т. к. представляет собой фирменный кредит экспортеру и несет в себе риск потери аванса в случае непоставки товара. Импортер может защитить себя от данного риска, потребовав у экспортера гарантию на возврат аванса или поставив условие о применении документарного (условного) перевода.

Если в «Условиях платежа» содержится положение о переводе аванса с гарантией, то экспортер должен обратиться в один из банков своей страны с просьбой выдать гарантию на возврат аванса в пользу импортера. Такая гарантия предоставляется под высокую комиссию и носит безотзывный и безусловный характер. Содержание гарантии заключается в возврате импортеру переведенного аванса в случае непоставки товара с учетом процентов за весь период пользования денежными средствами.

Под документарным (условным) переводом понимается перевод аванса с условием, что банк экспортера в оговоренный период произведет фактическую выплату аванса экспортеру только против предоставления отгрузочных документов.

*Оформление банковского перевода* производит импортер после получения товара, а также коммерческих и финансовых документов. Он оформляет поручение на перевод денежных средств. В настоящее время не существует унифицированной формы этого документа. Иногда стоимость гарантии доходит до 10–15 % от суммы контракта.

После обращения импортера с платежным поручением в обслуживающий его банк, последний проверяет соответствие документа внешнеторговому контракту, но не несет никакой ответственности за платеж. Банк импортера взыскивает с импортера комиссию за банковский перевод, которая является минимальной. Приняв платежное поручение от импортера, банк направляет его от своего имени в банк экспортера способом, указанным в поручении клиента. Если комиссия отнесена на счет экспортера, она вычитается из отправляемой суммы с пометкой, что банковская комиссия банка-отправителя взята.

После получения банком экспортера платежного поручения он проверяет его на подлинность и *зачисляет средства на счет экспортера*. После этого банк сообщает экспортеру о поступившей в его пользу сумме.

Таким образом, банковский перевод предполагает ограниченное участие в нем банков, минимальные издержки по обслуживанию, но максимальный риск неплатежа, который несет экспортер.

### **Контрольные вопросы**

1. Что такое международные расчеты?
2. Какова роль банков в международных расчетах?
3. Каковы валютно-финансовые и платежные условия внешнеэкономических сделок?
4. В чем проявляется взаимосвязь международных, валютных, кредитных и расчетных операциях?
5. В чем состоят отличия международных расчетов от внутренних? Против каких документов они осуществляются?
6. Перечислите финансовые и коммерческие документы.
7. В чем различия аккредитивной и инкассовой форм расчетов? В чем их преимущества и недостатки?
8. Каковы принципы классификации аккредитивов?
11. Какие международные расчеты осуществляются в форме банковского перевода?
12. Почему ограничивается сумма авансового платежа?
13. В чем особенность по открытому счету?
14. Чем отличается финансовое инкассо от документарного инкассо?
15. В каких случаях в международных расчетах используется преимущественно банковский перевод?
16. Будет ли оплачен аккредитив, если все его условия выполнены, но были нарушены условия внешнеторгового договора, который оплачивался аккредитивом?



## ТЕСТЫ

*1. Определите отличия международных расчетов от внутренних:*

*1.1. Законодательная рекомендация расчетов:*

- а) национальное законодательство;
- б) унифицированные правила осуществления основных форм расчетов;
- в) оба вида регламентации.

*1.2. Валюта платежа:*

- а) национальная;
- б) иностранная;
- в) международная валютная единица (СДР и др.);
- г) золотые слитки.

*1.3. Коммерческие документы, сопровождающие международные расчеты:*

- а) счет-фактура;
- б) вексель;
- в) транспортные документы;
- г) чек;
- д) страховой полис;
- е) сертификаты (количество, качество, товара и др.);
- ж) платежная расписка;
- з) таможенные счета.

*1.4. Финансовые документы:*

- а) счет-фактура;
- б) вексель;
- в) транспортные документы;
- г) чек;
- д) страховой полис;
- е) сертификаты (количество, качество, товара и др.);
- ж) платежная расписка;
- з) таможенные счета.

## 6. МИРОВОЙ РЫНОК ССУДНЫХ КАПИТАЛОВ. РЫНОК ЕВРОВАЛЮТ И ЕВРОКАПИТАЛОВ

### 6.1. Понятие «мировой рынок ссудных капиталов»

Мировой кредитный рынок (или рынок ссудных капиталов) — сфера рыночных отношений, где осуществляется движение ссудного капитала между странами на условиях возвратности, срочности, обеспеченности, уплаты процентов и формируются спрос и предложение, а также взаимодействие кредиторов и заемщиков.

Объектом сделки на этом рынке является ссудный капитал, привлекаемый из-за границы или предоставляемый в ссуду юридическим лицам и гражданам иностранных государств.

С функциональной точки зрения мировой рынок ссудных капиталов — это система рыночных отношений, обеспечивающих аккумуляцию и перераспределение ссудного капитала между странами в целях непрерывности и рентабельности процесса воспроизводства. Исторически этот мировой рынок возник на базе международных операций национальных рынков ссудных капиталов, затем сформировался на основе их интернационализации и глобализации.

*Мировой рынок ссудных капиталов:* Мировой денежный рынок, Мировой рынок капитала, Мировой финансовый рынок.

*Мировой денежный рынок:* 1. Краткосрочные валютные и депозитные операции (от одного дня до года). 2. Рынок евровалют (депозитно-ссудные операции до года).

*Мировой рынок капитала:* 1. Средне- (от года до 7 лет) и долгосрочные (свыше 7 лет) кредиты. 2. Рынок еврокредитов (синдицированных еврокредитов).

*Мировой финансовый рынок:* 1. Эмиссия и операции с ценными бумагами. 2. Еврофинансовый рынок (еврооблигации, евроакции, евроекселья, производные финансовые инструменты).

Классические иностранные кредиты и займы основаны на принципе единства места заимствования и единства валюты (обычно валюта кредитора).

С конца 1950-х гг. постепенно сформировался евროрынок, который расширяется, хотя периодически проявляется его нестабильность.

*Евროрынок* — часть мирового рынка ссудного капитала, на котором банки осуществляют депозитно-ссудные операции в евровалютах.

*Евровалюта* — валюта, переведенная на счета иностранных банков и используемая ими для операций во всех странах, включая страну-эмитента этой валюты. Хотя евровалюты функционируют на мировом рынке, они сохраняют форму национальных денежных единиц. Приставка «евро» свидетельствует о выходе национальных валют из-под национальной регламентации и юрисдикции центрального банка-эмитента. Например, евродоллары, переведенные в иностранные банки, расположенные за пределами США или в свободной банковской зоне в Нью-Йорке. Операции с евродолларами не подлежат регламентации со стороны США.

Первоначально к евродолларам относились доллары, принадлежавшие иностранцам и депонированные в европейских банках за пределами США.

Постепенно понятие евродолларов расширилось и стало включать доллары, используемые иностранными банками, находящимися как за пределами США, так и на их территории в свободной банковской зоне. С 1960-х гг. рынок евровалют стал включать и валюты других стран.

Развитие рынка евровалют обусловили следующие факторы:

- потребность в гибком международном валютно-кредитном обслуживании внешнеэкономической деятельности;
- введение конвертируемости ведущих валют с конца 1950-х — начала 1960-х гг.;
- либерализация национального законодательства стимулировала размещение средств банков и фирм в заграничных банках в целях извлечения прибылей.

## **6.2. Особенности мирового кредитного рынка (еврорынка)**

Рассмотрим особенности мирового кредитного рынка, в том числе евро-рынка.

1. *Огромные масштабы.* Объем операций на рынке евровалют превысил 6 трлн долл. в начале 2000-х гг. (против 2 млрд в 1960 г., 20 млрд в 1964 г.). Этот объем-брутто, включающий повторный счет, более чем в 1,5 раза превышает объем-нетто еврорынка. Это обусловлено действием кредитного мультипликатора — коэффициента, отражающего связь между депозитами и увеличением кредитных операций путем создания межбанковских депозитов. Одна и та же сумма евровалют в течение года неоднократно используется для депозитно-ссудных операций. Брутто-объем мирового кредитного рынка создает завышенное представление о его возможности кредитования конечных заемщиков.

2. *Отсутствие четких пространственных и временных границ.* Мировой кредитный рынок непрерывно функционирует, преодолевая ограниченность часовых поясов в поисках оптимальных условий (экономических, особенно налоговых, политических) для кредитных операций.

3. *Институциональная особенность.* С институциональной точки зрения мировой кредитный рынок — это совокупность кредитно-финансовых учреждений, через которое осуществляется движение ссудного капитала в сфере международных экономических отношений. К ним относятся: частные фирмы и банки, прежде всего ТНК и ТНБ, фондовые биржи (примерно 40 % всех операций), государственные предприятия, правительственные и муниципальные органы (более 40 %), международные финансовые институты (около 20 %).

Особенность (институциональная) еврорынка — выделение категории евробанков. ТНБ — гигантские международные кредитно-финансовые комплексы универсального типа, имеющие за границей разветвленную сеть филиалов, осуществляющих операции во многих странах, в разных сферах и валютах. ТНБ ведут конкурентную борьбу за получение от клиентов мандата на организацию синдицированного или консорциального кредита, что приносит прибыль, укрепляет их связи с клиентами и служит рекламой.

4. *Ограничение доступа заемщиков на мировой рынок ссудных капиталов.* Основными заемщиками на этом рынке являются ТНБ, ТНК, правитель-

ства, международные финансовые организации. ТНК покрывают 35–40 % своих потребностей за счет внешних источников, в частности мирового рынка ссудных капиталов. Одной из форм кредитования ТНК являются параллельные займы, основанные на сочетании депозитной операции (материнская компания размещает депозит в ТНБ своей страны) и кредитной (этот ТНБ через свое отделение предоставляет кредит филиалу ТНК в другой стране). Доступ на мировой рынок ссудных капиталов приобретают заемщики из стран, которые получили кредиты МВФ и МБРР. Статус международных финансовых организаций также обеспечивает им льготный доступ на мировой рынок капиталов, где они заимствуют средства, размещают свои облигационные займы.

5. Использование валют ведущих стран в качестве валюты сделок. На рынке евровалют доминирует доллар США, хотя доля его снижается (более 80 % — в 1960-х гг., 68 % — в 1980 г., 50 % — в начале 2000-х гг.). На еврорынке совершаются операции в Евро валюте, в еврошвейцарских франках, евростерлингах и других ведущих валютах.

6. *Упрощенная стандартизированная процедура совершения сделок с использованием инновационных технологий.* Сделки на еврорынке осуществляются по телефону, телефаксу с обменом в тот же день подтверждением, которое служит единственным документом. При этом не требуется обеспечения: гарантией сделки служит авторитет банка-контрагента или не банковского клиента с высшим рейтингом (AAA). Сроки евродепозитов составляют от 1 дня до 1 года, иногда до 2 лет, обычно 6 месяцев. Кредитные операции совершаются в размере от 1 млн до нескольких сотен миллионов долл. США. Электронная технология Интернет-бэнкинга позволяет осуществлять сделки с участниками, находящимися в любой точке земного шара, через специальные терминальные устройства в офисах в режиме дистанционного обслуживания.

7. *Международные процентные ставки.* Специфика процентных ставок на еврорынке заключается в их относительной самостоятельности по отношению к национальным ставкам. Международные процентные ставки взимаются при открытии лимита кредитования кредитной линии — юридически оформленного обязательства банка выдать заемщику ссуду в течение определенного периода в пределах установленного лимита. Процентная ставка на рынке евровалют включает в качестве переменной ЛИБОР (LIBOR) лондонскую межбанковскую ставку предложения по краткосрочным межбанковским депозитам в евровалютах (обычно 6 месяцев), а в качестве постоянного элемента — надбавку к базисной ставке: спред (spread), т.е. премию за банковские услуги. Уровень спреда колеблется от 3/4 до 3 % и зависит от соотношения спроса на кредит и его предложения, срока ссуды, кредитоспособности клиента, кредитного риска. Совокупная процентная ставка равна базовой ставке плюс спред. Межбанковская процентная ставка спроса по краткосрочным депозитам на еврорынке в Лондоне называется ЛИБИД (LIBID). Процентные ставки дифференцированы. С 60-х гг. на мировом рынке преобладают плавающие процентные ставки.

8. Более высокая прибыльность операций в евровалютах, чем в национальных валютах; имеется в виду, что ставки по евродепозитам выше, а по еврокредитам ниже, так как на евродепозиты не распространяется система обяза-

тельных резервов, которые коммерческие банки обязаны держать на счете в центральном банке, а также подоходный налог на проценты.

9. Взаимосвязь мирового кредитного рынка с основными секторами мировых финансовых рынков. На нем осуществляются не только кредитные, но и валютные, гарантийные операции. Он связан с рынком страховых услуг, ценных бумаг.

10. Диверсификация секторов мирового рынка ссудных капиталов включая евторынок.

Различаются два основных взаимосвязанных сектора мирового рынка ссудных капиталов.

1. Мировой денежный рынок (краткосрочные депозитно-ссудные операции от 1 дня до 1 года), главным образом между крупными банками. С конца 50-х гг. сформировался рынок евровалют. Исторически вначале денежный рынок возник в Лондоне, где он охватывал и рынок учета векселей учетными домами, денежными брокерами.

2. Мировой рынок капиталов включает два сегмента: а) традиционные средне- и долгосрочные иностранные кредиты, характеризующиеся единством места и валюты займа; б) рынок еврокредитов с 1968 г. сроком от 1 года до 15 и более лет.

*Формы еврокредитов.* Еврокредиты — кредиты в евровалютах, предоставляются на срок от 10 месяцев до 12 лет (в среднем 7 лет), на сумму от 100 млн до 500 млн долл. Процентные ставки по еврокредитам плавающие, регулярно пересматриваются на основе ставки (ЛИБОР), к которой прибавляется спрэд.

Евробанки взимают комиссионные за управление, участие, обслуживание кредита.

Деятельность мирового рынка ссудных капиталов тесно связана с мировым фондовым рынком, где осуществляются эмиссия и купля-продажа ценных бумаг. К нему применимо название финансового рынка лишь в узком смысле слова. Их взаимосвязь усиливается в связи с тенденцией к секьюритизации (англ. Securities ценные бумаги) — замещению традиционных форм банковского кредита выпуском ценных бумаг. Обеспечением их эмиссии служит пакет обязательств банковских клиентов по полученным ими аналогичным по характеру кредитам. Банк выплачивает проценты и погашает эти ценные бумаги из средств, поступающих от заемщиков в погашение ссуд. Чтобы избежать при продаже ценных бумаг юридической оговорки «об обороте на банк-эмитент» (эти активы остаются на его балансе), банки используют аккредитивы стэнд-бай. Банки, особенно международные, предпочитают, выдав кредит (за вознаграждение), переуступить его другим кредиторам при нехватке ликвидных средств, при значительных рисках и необходимости соблюдать банковские коэффициенты.

На первичном рынке — рынке новых эмиссий осуществляется реализация вновь выпущенных ценных бумаг. Активно развивается рынок производных финансовых инструментов.

*Структура мирового рынка ценных бумаг:*

1. Первичный рынок — эмиссия ценных бумаг.

2. Вторичный рынок — купля-продажа ранее выпущенных бумаг.

3. Рынок производных финансовых инструментов (Еврофинансовый рынок):

3.1. Еврооблигаций.

3.2. Евроакций.

3.3. Евровекселей.

3.4. Новых финансовых инструментов.

На еврофинансовом рынке осуществляются операции с ценными бумагами, номинированными в евровалютах, преимущественно в долларах США, а также в евро и японских иенах.

На долю ежегодной эмиссии-нетто на мировом фондовом рынке приходится примерно половина всех источников международного кредитования и финансирования.

Классические займы в форме выпуска облигаций на иностранном рынке ценных бумаг основаны при принципе единства места (в Нью-Йорке, Лондоне либо других финансовых центрах), валюты) обычно валюты кредитора) и биржевой котировки.

В современных условиях эмитентами иностранных облигационных займов являются ведущие страны. В каждой из них сохраняется специфическое название выпускаемых ими облигаций: В Швейцарии — Chocolateonds, Японии — Samurai Bonds, США — Jankee Bonds, Великобритании Bulldogonds. Рынок иностранных облигационных займов регулируется законодательством страны-эмитента, но учитывает рыночные условия в аспекте налогообложения процентов, порядка эмиссии и функционирования вторичного рынка.

### **6.3. Финансовые инструменты мировых кредитных и фондовых рынков**

Различаются базовые и производные финансовые инструменты (англ. derivatives), цена которых производна от цены базисного актива (финансового обязательства), на котором они основаны. Базисные инструменты различны, среди них банковские, казначейские и коммерческие векселя, банковские акцепты, депозитные сертификаты, облигации, акции.

Еврокоммерческие векселя (векселя в евровалютах) выпускаются сроком на 3–6 месяцев с премией 0,25 % к курсу евродолларовых депозитных сертификатов.

Евробанки выпускают депозитные сертификаты с номиналом от 25 тыс. долл. и выше сроком от 30 дней до 3–5 лет и размещают их среди банков и частных лиц, которые могут реализовать их на вторичном рынке.

С 1980-х гг. инструментом операций стали евроноты — краткосрочные обязательства с плавающей процентной ставкой, а также различные возобновляемые кредитные инструменты с банковскими гарантиями.

С 1984 г. выпускаются евровекселя — векселя в евровалютах.

Инструментом операций фондового рынка являются ценные бумаги, в основном облигации разных видов.

В числе производных ценных бумаг:

– обращающиеся сертификаты ценных бумаг;

– вторичные ценные бумаги — депозитарные расписки (американские и глобальные);

Срочные контракты (фьючерсы, форвард, опцион).

*Сертификаты ценных бумаг* — зарегистрированные в государственном органе документы, дающие владельцу право документарных ценных бумаг. При хранении сертификаты ценных бумаг в депозитарии переход права собственности на них оформляется записями в книге депозитария без физического перемещения сертификата. Одна ценная бумага оформляется единичным сертификатом. Глобальный сертификат оформляет весь выпуск ценных бумаг (или его большую часть) и обязательно хранится в депозитарии.

*Депозитарные расписки* — документ, выданный кастодиальным депозитарием, который обычно совмещает хранение ценных бумаг с банковской, брокерской, дилерской деятельностью на фондовом рынке.

В США купля-продажа иностранных ценных бумаг разрешена лишь в форме американских депозитарных расписок (ADR), которые относительно свободно приобретаются национальными инвесторами, так как их эмитенты находятся под строгим государственным надзором.

На мировом фондовом рынке для организации торгов иностранных ценных бумаг используются также глобальные депозитарные расписки (GDR).

*Новые международные финансовые инструменты* возникли в 1980-х гг. на базе усовершенствования традиционных финансовых обязательств. К ним относятся *аннулируемый форвардный валютный контракт*, владелец которого может его аннулировать при наступлении срока погашения; *предельный форвардный валютный контракт*, при наступлении срока которого обмен валют производится в установленных в контракте пределах их курсовых колебаний; *своп с нулевым купоном*, обмениваемый на купон с плавающей процентной ставкой; *своп «цирк»* в форме комбинирования валютного и процентного свопа; «свопцион» — сочетание свопа и опциона; *цилиндрический опцион* — комбинированный валютный опцион продавца и покупателя; *перпендикулярный спрэд*, основанный на использовании опционов с одинаковым сроком, но с различной ценой; *двойной спрэд* — комбинация двух опционов колл и двух опционов пут с несколькими сроками исполнения; *календарный спрэд* — купля-продажа опциона одних и тех же ценных бумаг с разными сроками погашения.

Сформировался рынок финансовых фьючерсов, финансовых опционов и своп. Используются гибридные финансовые инструменты на базе комбинации обычных ценных бумаг со срочными контрактами: обращающиеся варранты на акции и облигации; конвертируемые привилегированные акции и конвертируемые облигации. Производные финансовые инструменты динамично развиваются.

На рынке международных ссудных капиталов каждое государство может выступать в четырех ролях:

- кредитора, если есть свободные денежные средства;
- заемщика, если свободных денежных средств нет;
- донора, если есть политический или экономический интерес к развитию государств — будущих потенциальных заемщиков;
- гаранта, обеспечивая кредитные соглашения других стран.

Политика и позиция различных государств в сфере международного кредитования в разные исторические периоды менялись неоднократно.

В 1960-е, 1970-е гг. основным кредитором выступали США, в 1973 г. к ним присоединились крупные страны нефте-экспортеры (Ирак). Но в 1982 г. произошел кризис доверия на мировом рынке, 38 стран не смогли выдержать согласованные от 1975 г. графики выплат по долгам, а кредиторы в свою очередь приостановили новое кредитование и в массовом порядке вне всякой очереди потребовали возврат долгов.

Кризис доверия на мировом рынке ссудных капиталов 1982 г. произошел по двум причинам:

1. Депрессия многих стран, обострившаяся в связи со спадом мирового производства и повышением инфляции.

2. Бегство от новых кредитов именно в государственном масштабе. Кредитование прекращалось с погашением старых кредитов.

В 1982 г. кредиты девяти крупнейших банков США, предоставленные и неоплаченные, превысили величину их капиталов. США после этого кризиса резко изменили свою политику в области международного кредитования, став импортером капитала. В настоящее время суммы кредитов, которые предоставляют США, равны суммам займов, которые ими получены.

Россию до 1992 г. можно было считать крупным кредитором, но с распадом Советского Союза Российская Федерация взяла на себя все долги бывших республик и стала накапливать собственные. В настоящее время часть долга реструктурирована, остальная выплачивается Россией в соответствии с установленным графиком выплат.

Крупными мировыми кредиторами в современных условиях являются Япония, Канада, Германия, Франция, другие европейские стабильные страны.

#### **6.4. Современное состояние фондового рынка 2020 г.**

Несмотря на пандемию и экономический спад, 2020 г. оказался сравнительно успешным для многих финансовых рынков, что выразилось в укреплении курсов валют к доллару и позитивной доходности фондовых индексов. Российский рубль оказался в числе наиболее ослабленных валют, а доходность индекса РТС была отрицательной. Недооценка рубля и акций российских компаний в истекшем году дают надежду на укрепление отечественной валюты и позитивную доходность российских акций в 2021 г.

Предпринятые многими странами меры поддержки экономики способствовали смягчению последствий пандемии и позволяют надеяться на возобновление роста в 2021 г.

Однако в период после пандемии большинству крупных экономик придется решать проблему повышения их глобальной конкурентоспособности и реализовывать структурные реформы.

Опыт Китая показывает, что в решении указанных проблем в этой стране все более явным становится выбор в пользу усиления вмешательства государства в экономику. Насколько результативным и востребованным в других странах окажется такой курс, покажет будущее.

2020 г. позиции Китая в мировой экономике усилились — его экономика оказалась практически единственной из крупных, показавшей рост. Согласно



расчетам Moody's Analytics в 2020 г. доля Китая в мировом ВВП составит 16,8 % по сравнению с 14,2 % в 2016 г.<sup>112</sup> Китай меньше других стран пострадал от пандемии.

Он сделал ставку не на поддержание внутреннего спроса, а на стимулирование экономики со стороны предложения, в том числе путем поддержки малых и средних предприятий.

Однако в долгосрочной перспективе экономика Китая столкнется с серьезными проблемами, связанными со старением населения, ростом издержек на рабочую силу, ослаблением экспортного потенциала традиционных отраслей, усилением глобальной конкуренции, высокой долговой нагрузкой компаний и региональных бюджетов. Эффективность экономики снижается, что выражается в замедлении экономического роста с 6,8 % в среднем за 2013–2019 гг. до 5,7 % в 2022 г. (по прогнозу МВФ). Это, в свою очередь, может объясняться падением спроса. Кроме того, по данным China Dashboard, в прошедшем году объем капиталовложений, необходимых для 1%-ного экономического роста, почти удвоился по сравнению 2012 г. Отчасти это связано с более низкой по сравнению с частными эффективностью государственных компаний.

Риски экономики Китая проявляются в изменении подхода руководства страны к государственному и частному секторам. В 2020 г. акценты в экономической политике стали смещаться в сторону усиления роли государства.

В сентябре 2020 г. Коммунистическая партия Китая обнародовала новые руководящие принципы для частных компаний<sup>113</sup>. Отныне органы управления частных предприятий смогут принимать стратегические решения по бизнесу только после их согласования с партийной организацией в каждой компании.

О блокировании реформирования национальных госкомпаний говорится в отчете МВФ (2021), где отмечается, что реформа реального сектора китайской экономики продвигалась медленно, особенно в области государственных предприятий и конкуренции. Госкомпании по-прежнему пользуются привилегированным доступом к кредитам и другим ресурсам, несмотря на их более низкую производительность по сравнению с частными предприятиями<sup>114</sup>.

В начале ноября 2020 г. по инициативе Си Цзинь пина было отменено IPO частной компании Ant Group на 34 млрд долл. из-за опасений, что оно было слишком сосредоточено на прибыли, а не на цели государства по контролю над финансами<sup>115</sup>.

Риски введения государственного контроля возникли и у других частных компаний (Tencent Holdings Ltd., Nets Union и др.). Против Alibaba начато антитимонопольное расследование. По мнению журнала The Economist, исход кон-

---

<sup>112</sup> Yifan Xie Stella, Jeong Eun-Young, Cherney Mike. China's Economy Powers Ahead While the Rest of the World Reels // The Wall Street Journal online. 2021. January 13.

<sup>113</sup> Buckley Chris, Bradsher Keith. China's Communists to Private Business: You Heed Us, We'll Help You // The New York Times. 2020. September 17.

<sup>114</sup> IMF. Country Report No. 21/6/ People's Republic of China, 2020, Article IV consultation. 2021. January.

<sup>115</sup> Wei Lingling. China's Xi Ramps Up Control of Private Sector. «We Have No Choice but to Follow the Party» // The Wall Street Journal online. 2020. December 10.

фликта с Alibaba покажет миру перспективы создания частных экосистем в сфере электронной коммерции<sup>116</sup>.

Усиление глобальной конкуренции и опасения относительно нерыночных форм вмешательства государства в поддержку китайских компаний вызывают ответную реакцию других государств. Например, в ноябре 2020 г. администрация США запретила американским инвесторам приобретать акции 35 китайских компаний, которые Пентагон классифицировал как помощь обороне, разведке и безопасности Китая. Это спровоцировало отток капитала из акций китайских компаний, вынудило администраторов индексов исключить данные компании из индексов, подтолкнуло глобальных инвесторов к переоценке рисков, связанных с инвестированием в Китай.

Таким образом, несмотря на постепенное восстановление экономик в 2020 г., в среднесрочной перспективе можно ожидать появления новых рисков, вызванных обострением глобальной конкуренции и проведением существенных структурных реформ и изменений методов корпоративного управления даже в таких динамично развивающихся экономиках, как китайская. Большинство крупных экономик будут сталкиваться с необходимостью поиска новых источников роста. Все это, в свою очередь, будет влиять на усиление волатильности финансовых рынков. В целом же 2020 г. характеризовался следующими результатами. Курс доллара по отношению к корзине валют, согласно индексу Bloomberg, упал на 5,5 %, а стоимость золота в долларовом выражении выросла на 25,1 % (табл. 6.1).

Таблица 6.1

Динамика курсов основных национальных валют к доллару США в 2020 г., %

Валюта	Изменение курса валют к доллару США, %
Золото	25,1
Шведская крона	13,9
Швейцарский франк	9,4
Евро	8,9
Китайский юань	6,7
Японская иена	5,2
Кувейтский динар	-0,4
Индонезийская рупия	-0,5
Индийская рупия	-2,5
Доллар США (Bloomberg Index)	-5,5
Российский рубль	-16,2

Источник: Расчеты по данным Bloomberg.

Укрепление национальных валют по отношению к доллару свидетельствует об осторожно-позитивном отношении рынка к перспективам экономики и об отказе от долларовых активов как «тихой гавани». В выборке из 27 валют укрепились 13, большинство которых являются валютами развитых стран. В то

<sup>116</sup> The great mall of China // The Economist. 2021. January.

же время индикатором сохраняющихся опасений инвесторов служит опережающий рост цен на золото как на хеджирующий актив.

Курс рубля по отношению к доллару по итогам 2020 г. снизился на 16,2 %. Во многом это связано с отказом от временной поддержки рубля во второй половине 2020 г. и с приостановлением исполнения бюджетного правила. Свою роль при этом могли сыграть также динамика нефтяных котировок и санкционные риски.

В 2020 г. наблюдался рост 24 из 40 наиболее значимых фондовых индексов (табл. 6.2). Отрыв фондовых индексов от состояния экономик вызван тем, что их динамика в большей мере определяется ожиданиями инвесторов, чем текущей макроэкономической ситуацией. Наибольший рост показали индексы Шэньчжэньской фондовой биржи, американской биржи NASDAQ, бирж Дании, Южной Кореи и Тайваня. Среди рынков с наибольшим падением основных индексов можно выделить Бразилию (–20,1 %) и Аргентину (–12,5 %). Российский индекс РТС снизился на 10,4 % — преимущественно из-за оттока средств иностранных портфельных инвесторов и снижения финансовых показателей внутренних компаний, связанных с добычей сырья, и в сфере транспорта. Обращаясь к российскому фондовому рынку, мы видим, что среди акций отечественных компаний в лидерах роста курсовой стоимости оказались бумаги золотодобывающих компаний (ПАО «Селигдар», ПАО «Лензолото», ПАО «Полюс»), что связано с уже отмеченным выше (см. табл. 6.2) ростом цен на золото как на хеджирующий актив. Также высокую доходность показали нециклические акции компаний потребительского сектора — «Белуга Групп», «АФК Система», «Таттелеком», «Магнит». Среди лидеров доходности преобладали акции небольших по капитализации компаний, что свидетельствует об интересе инвесторов к вложениям в средний бизнес, напрямую не связанный с добычей энергетических ресурсов. В список аутсайдеров попали преимущественно акции добывающих нефтегазовых компаний, обрабатывающих отраслей и потребительского сектора циклического характера, включая транспортные компании. Примечательно, что акции большинства крупнейших российских ПАО оказались в списке 25 акций с наибольшим падением доходности, продемонстрировав риски сложившейся структуры экономики<sup>117</sup>.

В табл. 6.2 представлены индексы национальных фондовых бирж, которые отреагировали на макроэкономические показатели в мировой экономике.

Таблица 6.2

Динамика индексов национальных фондовых бирж в 2020 г. (долл. США), %

Биржа страны	Изменение индекса, %
Китай — Шэньчжэньская фондовая биржа	44,2
США — NASDAQ (композитный индекс)	43,6
Южная Корея — корейская биржа (KOSPI)	38,9
Япония — Токийская биржа (Nikkei)	22,3
Китай — Шанхайская фондовая биржа	21,5

<sup>117</sup>Абрамов А.Е. и др. Мировые финансовые рынки в 2020 г.: предварительные итоги // Экономическое развитие России. 2021. Т. 28, № 1. С. 11–15.

Биржа страны	Изменение индекса, %
США — Standard & Poor's 500	16,3
Гонконг — биржа (Hang Seng)	-3,0
Испания — Мадридская биржа (Ibex 35)	-8,0
Таиланд — биржа Таиланда (SET)	-8,3
Сингапур — Сингапурская биржа (Straits)	-10,2

Источник: Расчеты по данным Bloomberg.

### Контрольные вопросы

1. Сущность, источники и противоречия формирования рынка ссудных капиталов. Понятие международного и мирового рынка ссудных капиталов.
2. Роль мирового рынка ссудных капиталов в процессе воспроизводства.
3. Участники мирового рынка ссудных капиталов. Место и роль ТНК и ТНБ на мировом рынке ссудных капиталов.
4. Иностраные и международные облигационные займы. Создание единого рынка капиталов и финансовых услуг в ЕС.
5. Особенности мирового ссудных капиталов в условиях глобализации экономики.
6. Россия на мировом рынке ссудных капиталов.
7. Понятие рынка евровалют и еврокапиталов: причины формирования, этапы развития.
8. Особенности функционирования и организационной структуры рынков евровалют и еврокапиталов. Участники рынка евровалют и еврокапиталов.
9. Источники предложения и спроса на евровалюты в условиях глобализации финансовых рынков. Факторы, влияющие на движение еврокапиталов.
10. Операции с евровалютами. Рынок еврооблигаций, евроекселей и евронотт.

### Задание

Задание 1.

Раскройте сущность и структуру мирового рынка ссудных капиталов.

Задание 2.

Объясните, какую роль играет мировой денежный рынок. В чем особенность операций на этом рынке?

Задание 3.

Дайте обоснованное разъяснение, в чем состоит разница между евровалютным займом и еврооблигациями. В чем состоит разница между иностранными облигациями и еврооблигациями.

Задание 4.

От каких факторов зависит уровень процентной ставки по отдельным инструментам, обращающимся на мировом финансовом рынке? Объясните, по каким валютам и почему устанавливаются ставки на мировом рынке ссудных капиталов.

## 7. МЕЖДУНАРОДНЫЕ КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

### 7.1. Кредит как источник финансирования

В международных экономических отношениях любого государства существенное значение имеют кредитные отношения. Международное заимствование и кредитование стало результатом развития, с одной стороны, внутреннего кредитного рынка наиболее развитых стран мира, а с другой — ответом на потребность финансирования международной торговли. На межгосударственном уровне потребность в кредитовании возникает в связи с необходимостью покрытия отрицательных сальдо международных расчетов. В качестве кредиторов и заемщиков выступают частные предприятия (банки, фирмы), государственные учреждения, правительства, международные и региональные валютно-кредитные и финансовые организации.

В настоящее время кредит обслуживает большинство видов внешнеэкономических связей — внешнюю торговлю, обмен услугами, зарубежную инвестиционную деятельность, производственные и научно-технические связи и т.д. В ходе внешнеэкономической деятельности предприятия и организации, как правило, одновременно выступают и в качестве должников, и в качестве кредиторов, привлекая и предоставляя необходимые кредиты.

Кредит является неотъемлемым элементом рыночного хозяйства, оказывающим непосредственное воздействие на процессы расширенного воспроизводства на макроуровне и на уровне отдельного предприятия.

Кредит в переводе с латинского (*kreditum*) имеет два значения — «верую, доверяю» и «долг, ссуда». Являясь экономической категорией, кредит выражает экономические отношения, возникающие между собственниками (хозяйствующими субъектами) по поводу перераспределения временно свободных материальных ресурсов, денежных средств на условиях возвратности, срочности, платности. Он выступает самостоятельной экономической категорией и имеет существенные отличия от родственной категории «финансы».

Во-первых, он осуществляет возвратное перераспределение, в то время как финансам свойственна безвозвратность в распределительных процессах.

Во-вторых, при кредитных отношениях возникает смена пользователя ссудными материальными и денежными ресурсами, но не их собственника.

В-третьих, при кредитных отношениях ссудные средства передаются во временное пользование, а при финансовых отношениях — в бессрочное.

В-четвертых, объектом финансовых отношений является совокупный общественный продукт и национальный доход. Объектом кредитных отношений предстает лишь временно свободная их часть, включая часть национального богатства.

В-пятых, предоставление средств в пользование при кредитных отношениях происходит на платной основе, при финансовых — безвозмездно<sup>118</sup>.

Кредитное отношение предполагает субъектов (кредитор и заемщик), а также объект — ссужаемую стоимость в денежной или товарной форме. Креди-

---

<sup>118</sup> Балабанов И.Т., Балабанов А.И. Внешнеэкономические связи: учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 127.

тор — это субъект, предоставляющий ссуду, а заемщик — субъект, получающий ее. После получения ссуды заемщик превращается в должника.

В ходе исторического развития изменялся социально-классовый облик субъектов кредитных отношений. В средние века ими являлись купцы, торговцы, ремесленники, церковь, монастыри, государство, монахи, знать, феодалы. Использование кредита носило в основном непроизводственный характер. При этом кредиторы нередко становились жертвами своих могущественных должников (феодалов, монархов).

В эпоху капитализма субъектами кредитных отношений становятся промышленники, сельхозтоваропроизводители, торговцы, купцы, банки, кредитные кооперации, государство.

В современных условиях мировой экономики основными заемщиками являются государство, физические и юридические лица разных форм собственности. Они также могут выступать в качестве кредитора — вкладчика банка, а предприятия — в роли кредитора при коммерческом кредите.

Существует две теории кредита:

1. *Натуралистическая теория кредита.* Первоначально натуралистическую теорию кредита обосновали видные английские экономисты А. Смит (1723–1790 гг.) и Д. Рикардо (1772–1823 гг.). Этой теории придерживались представители так называемой исторической школы Германии и Австрии, французские экономисты Ж. Сэй, Ф. Бастиа и американский Д. Мак-Куллох.

Основные постулаты экономистов натуралистической теории заключались в следующем:

– объектом кредита являются натуральные, т.е. неденежные вещественные блага;

– кредит представляет собой движение натуральных благ, и поэтому он есть лишь способ перераспределения существующих в данном обществе материальных ценностей;

– ссудный капитал тождествен действительному, следовательно, накопление ссудного капитала есть проявление накопления действительного капитала, а движение ссудного капитала полностью совпадает с движением производственного капитала;

– поскольку кредит выполняет пассивную роль, то коммерческие банки являются всего лишь скромными посредниками.

Таким образом, представители натуралистической школы давали искаженную трактовку сущности кредита и его роли в капиталистической экономике. Ошибочность их взглядов заключалась, в частности, в том, что они не понимали кругооборота промышленного капитала в трех формах и сущности ссудного капитала как обособившейся части промышленного капитала в денежной форме, а следовательно, самостоятельной роли ссудного капитала и его специфики.

В результате они трактовали кредит как способ перераспределения материальных ценностей в натуральной форме, тогда как на самом деле *кредит есть движение ссудного капитала*. Отождествляя ссудный и действительный капитал, натуралисты не понимали не только роли кредита и его создателя —

банков, но и его двойственного характера, в силу которого кредит может способствовать как расширению капиталистического воспроизводства, так и обострению его противоречий.

При всех своих негативных сторонах натуралистическая теория имела ряд позитивных аспектов: натуралисты правильно считали, что кредит не создает реального капитала, который образуется в процессе производства. Они показали зависимость кредита от производства, не преувеличивая его роли (в отличие от представителей капиталотворческой теории), подчеркивали зависимость процента от колебания и динамики прибыли.

Таким образом, натуралистическая теория содержала противоречивые трактовки кредита.

*2. Капиталотворческая теория кредита.* Основные концепции этой теории были сформулированы английским экономистом Дж. Ло (1671–1729). Согласно его взглядам, кредит занимает положение, не зависимое от процесса воспроизводства, и ему принадлежит решающая роль в развитии экономики. Из этого основного постулата вытекали все последующие элементы капиталотворческой теории.

Кредит отождествлялся с деньгами и богатством. По мнению Ло, кредит способен привести в движение все неиспользуемые производственные возможности страны, создавать богатство и капитал. Банки он рассматривал не как посредников, а как создателей капитала. Дж. Ло принадлежит идея об организации эмиссионного банка, с помощью которого можно привести в движение все производительные силы общества и обогатить страну. Однако эти идеи на практике провалились. Так, будучи министром финансов Франции, Ло в 1720 г. преобразовал свой частный банк в государственный Королевский банк, который выпускал банкноты в порядке учета векселей и разменивал их на серебро. Однако выпуск необеспеченных денег, связанный с приобретением акций общества «Компания Индия», привел к их обесценению, банк лопнул, а Ло бежал из страны.

Основной недостаток теории Ло заключался в том, что он делал ставку на эмиссию банкнот с принудительным курсом, что носило спекулятивный характер. Однако Ло оказался пророком на будущее, так как кредитные отношения получили широкое развитие в XIX–XX вв.<sup>119</sup>

По мере развития кредитной системы капитализма, акционерных обществ, внедрения чекового обращения идеи Ло были развиты рядом английских и французских экономистов. Так, английский экономист Г. Маклеод (1821–1902) стал наиболее крупным последователем капиталотворческой теории. Его концепция сводилась к тому, что деньги и кредит, имея покупательную силу, являются богатством. Кредит приносит прибыль, и поэтому является «производительным капиталом», а банки — это «фабрики кредита», ибо они создают кредит, а значит, и капитал. Однако капиталотворческая теория ошибочно трактовала кредит, считая, что деньги, кредит и капитал — одинаковые понятия. Но

---

<sup>119</sup> Тарасов В.И. Деньги. Кредит. Банки: учеб. пособие. М.: Мисанта, 2003. С. 123.

связь денег и кредита не тождественна, поскольку деньги делятся на бумажные и кредитные. Кроме того, представители теории ошибочно полагали, что кредит и деньги — богатство, так как чеки, акции, облигации могут быть обменены на деньги, а банки создают капитал через свои активные операции. Представители этой теории не понимали, что размеры банковского кредита определяются условиями капиталистического воспроизводства, а не собственным желанием банков устанавливать объемы ссудных операций.

Последователями и теоретиками капиталотворческой концепции в начале XX в. стали западные экономисты И. Шумпетер (Австрия), А. Ган (Германия), Дж. Кейнс и Р. Хоугри (Англия).

А. Ган и Й. Шумпетер считали банки всемогущими, поскольку кредит создает депозиты, а значит и капитал. Они полагали, что кредит может быть безграничным, и потому безграничны создаваемые им депозиты и капитал. По их мнению, инфляционный кредит (т.е. кредит, способный к безграничному расширению) является движущей силой воспроизводства, экономического развития и содействует постоянному экономическому росту. Поэтому их теория получила также название «экспансионистская теория кредита». Сторонников поздней капиталотворческой теории объединяло то, что они отдавали предпочтение сфере обращения перед производством. Ошибочность взглядов Гана и Шумпетера заключалась в том, что она оправдывала кредитную экспансию и инфляцию, способствовала обострению противоречий капиталистического воспроизводства.

Кризис 1929–1933 гг. развенчал капиталотворческую теорию и показал ее полную несостоятельность. Однако «рациональные зерна» этой теории были использованы Дж. Кейнсом и его последователями после кризиса 1929–1933 гг. и второй мировой войны. В целом, базируясь на капиталотворческой теории, Дж. Кейнс и его последователи обосновали принципы *кредитного регулирования экономики, согласно которым кредит определяет экономическое развитие*. Поэтому для того чтобы стимулировать производство и потребительский рынок, *необходимо способствовать расширению инвестиций путем снижения ссудного процента, что в итоге увеличит производственный и потребительский спрос, снизит безработицу*.

Дж. Кейнс приравнивал ссудный капитал к деньгам и определял уровень процента от количества денег в обращении. Согласно его более поздней *концепции, деньги влияют на процент, процент — на инвестиции, инвестиции — на производство, производство — на доход, а доход — на цены*. В то же время в конце своей жизни Дж. Кейнс признавал, что *денежная масса влияет на процент до определенного уровня, а инвестиции не всегда должным образом реагируют на процент*.

Теоретические концепции Дж. Кейнса, принятые правящими кругами в качестве методов регулирования, способствовали выводу экономики капиталистических стран из кризиса 1929–1933 гг., ослабили глубину спадов в послевоенные годы, содействовали формированию системы государственного регулирования. Однако они не смогли разрешить социально-экономических противоречий.



Последовательницей Дж. Кейнса в послевоенные годы выступила неокейнсианская школа денежно-кредитного регулирования, которая была представлена в основном американскими экономистами П. Самуэльсоном, Л. Лернером, С. Харрисом, Э. Хансеном, Дж. Гэлбрейтом. В основе их взглядов лежит идея Дж. Кейнса об активном вмешательстве государства в хозяйственные процессы, в том числе с помощью кредита. При этом главная ставка в регулировании экономики делается, с одной стороны, *на бюджетное финансирование, т.е. рост государственных расходов, а с другой — на способность центрального банка определять денежно-кредитную политику путем изменения учетной ставки.*

В США появляется другая группа экономистов (С. Кузнец, Х. Дугел, Д. Криммер), которая исследует рынок ссудных капиталов. Эти экономисты *прослеживают определенную зависимость развития экономики от накопления денежного капитала, динамики рынка капитала и кредита.* Они показывают, что корпорации, государство, население не могут развиваться на базе собственных финансовых ресурсов и требуют постоянных вливаний денежных средств рынка капитала. Заслуга этих ученых состоит в том, что они *создали структуру и параметры функционирования рынка капиталов и кредитной системы.*

В целом их концепция базируется на кейнсианской и неокейнсианской идеях о кредите.

Капиталотворческая теория получает дальнейшее развитие в теории монетаризма, представителем которой являются в США М. Фридман, Р. Руза, А. Берне, во Франции — Ж. Рюэфф, в ФРГ — О. Файт. Особо следует выделить концепцию монетаризма М. Фридмана, согласно которой *основными инструментами регулирования экономики являются изменения денежной массы и процентных ставок, что дает возможность чередовать кредитную экспансию и рестрикцию. Установление среднегодовых темпов роста денежной массы в сочетании с определенным уровнем процентных ставок позволяет влиять на динамику производства и цен.*

Теория монетаризма получила название также *антиинфляционной*, так как ее рекомендации используются в экономической политике правящих кругов США и Западной Европы с 80-х гг. по настоящее время. Сущность ее заключается в *сдерживании роста денежной массы и увеличении процентных ставок.* Хотя эти меры способствовали снижению роста цен в 80–90-х гг., однако они не ликвидировали инфляцию и ее коренные причины в западных странах<sup>120</sup>.

## **7.2. Международный кредит как экономическая категория**

В качестве разновидности кредита выделяют международный кредит.

*Международный кредит — движение ссудного капитала в сфере международных экономических отношений, связанное с предоставлением валютных и товарных ресурсов на условиях возвратности, срочности и уплаты процента.*

В качестве кредиторов и заемщиков являются частные предприятия (фирмы, банки), государственные учреждения, правительства, международные

---

<sup>120</sup> Тарасов В.И. Деньги. Кредит. Банки: учеб. пособие. М.: Мисанта, 2003. С. 125.

и региональные валютно-кредитные и финансовые организации. Международный кредит возник на заре капиталистического способа производства и был одним из рычагов первоначального накопления капитала. Объективной основой его развития стали выход производства за национальные рамки, усиление интернационализации хозяйственных связей, международное обобществление капитала, специализация и кооперирование производства, НТР. Интенсификация, глобализация мирохозяйственных связей, углубление международного разделения труда обусловили увеличение масштабов и дифференциацию сроков международного кредита. Темп его роста в несколько раз превышает темп роста производства и внешней торговли.

Международный кредит возник в XIV–XV вв. в международной торговле, на заре капиталистического способа производства, особенно после освоения морских путей из Европы на Ближний и Средний Восток, а позднее — в Америку и Индию, и был одним из «рычагов» первоначального накопления капитала.

Будучи разновидностью категории «кредит» и опосредствуя движение товаров, услуг, капиталов, международный кредит связан с другими экономическими категориями (прибыль, цена, деньги, валютный курс, платежный баланс и т.д.) и всей совокупностью экономических законов рынка. Международный кредит играет важную роль в реализации требований основного экономического закона, создавая условия для получения прибылей субъектами рынка. Как элемент механизма действия закона стоимости, международный кредит снижает индивидуальную стоимость товаров по сравнению с их общественной стоимостью, например, на основе внедрения импортного оборудования, купленного в кредит. Международный кредит связан с законом экономии рабочего времени, живого и овеществленного труда, что способствует увеличению общественного богатства при условии эффективного использования заимствованных средств.

Международный кредит участвует в кругообороте капитала на всех его стадиях: при превращении денежного капитала в производственный путем приобретения импортного оборудования, сырья, топлива. Международный кредит участвует в процессе производства в форме кредитования под незавершенное производство, при реализации товаров на мировых рынках. Разновременность отдельных фаз воспроизводства, несовпадение времени и места вступления в международный оборот реализуемой стоимости и необходимых для этой реализации платежных средств, несовпадение валютного оборота с движением ссудного капитала определяют взаимосвязь международного кредита и производства.

Источниками международного кредита служат: временно высвобождаемая у предприятий в процессе кругооборота часть капитала в денежной форме; денежные накопления государства и личного сектора, мобилизуемые банками.

#### *Принципы международного кредита.*

Связь международного кредита с воспроизводством проявляется в его принципах:

1. Возвратность: если полученные средства не возвращаются, то имеет место безвозвратная передача денежного капитала, т.е. финансирование.

2. Срочность, обеспечивающая возвратность кредита в установленные кредитным соглашением сроки.

3. Платность, отражающая действие закона стоимости и способ осуществления дифференцированных условий кредита.

4. Материальная обеспеченность, проявляющаяся в гарантии его погашения.

5. Целевой характер — определение конкретных объектов ссуды (например, «связанные» кредиты), его применение прежде всего в целях стимулирования экспорта страны-кредитора.

Принципы международного кредита выражают его связь с экономическими законами рынка и используются для достижения текущих и стратегических задач субъектов рынка и государства.

*Международный кредит выполняет следующие функции, отражающие специфику движения ссудного капитала:*

1. *Перераспределение ссудных капиталов между странами* для обеспечения потребностей расширенного воспроизводства. Через механизм международного кредита ссудный капитал устремляется в те сферы, которым отдают предпочтение экономические агенты в целях обеспечения прибылей. Тем самым кредит способствует выравниванию национальной прибыли в среднюю прибыль и повышению ее массы.

2. *Экономия издержек обращения в сфере международных расчетов* путем замены действительных денег (золотых, серебряных) кредитными, а также путем развития и ускорения безналичных платежей, замены наличного валютного оборота международными кредитными операциями. На базе международного кредита возникли кредитные средства международных расчетов — векселя, чеки, а также банковские переводы, депозитные сертификаты и др. Экономия времени обращения ссудного капитала в международных экономических отношениях увеличивает время производительного функционирования капитала, обеспечивая расширение производства и рост прибылей.

3. *Ускорение концентрации и централизации капитала.* Благодаря привлечению иностранных кредитов ускоряется процесс капитализации прибавочной стоимости, раздвигаются границы индивидуального накопления. Капиталы предпринимателей одной страны увеличиваются за счет присоединения к ним средств других стран. Международный кредит издавна выступает фактором превращения индивидуальных предприятий в акционерные общества, создания новых фирм, монополий. Кредит дает возможность распоряжаться в известных пределах капиталом, собственностью и трудом других стран. Льготные международные кредиты крупным компаниям и затруднение доступа мелких и средних фирм к мировому рынку ссудных капиталов способствует усилению концентрации и централизации капитала<sup>121</sup>.

Значение функций международного кредита неравноценно и меняется по мере развития национального и мирового хозяйства. В современных условиях

---

<sup>121</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Л.Н. Красавиной. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2008. С. 222.

международный кредит выполняет функцию регулирования экономики и сам является объектом регулирования.

### 7.3. Формы международного кредита

Разнообразные формы международного кредита в общих чертах можно классифицировать по нескольким главным признакам, характеризующим отдельные стороны кредитных отношений.

*По источникам* различаются внутреннее, иностранное и смешанное кредитование и финансирование внешней торговли. Они тесно взаимосвязаны и обслуживают все стадии движения товара от экспортера к импортеру, включая заготовку или производство экспортного товара, пребывание его в пути и на складе, в том числе за границей, а также использование товара импортером в процессе производства и потребления. Чем ближе товар к реализации, тем благоприятнее, как правило, для должника условия международного кредита.

*По назначению*, в зависимости от того, какая внешнеэкономическая сделка покрывается за счет заемных средств, различаются:

- коммерческие кредиты, непосредственно связанные с внешней торговлей и услугами;
- финансовые кредиты, используемые на любые другие цели, включая прямые капиталовложения, строительство инвестиционных объектов, приобретение ценных бумаг, погашение внешней задолженности, валютную интервенцию;
- «промежуточные» кредиты, предназначенные для обслуживания смешанных форм вывоза капиталов, товаров и услуг, например в виде выполнения подрядных работ (инжиниринг).

*По видам делятся на:*

- товарные, предоставляемые в основном экспортерами своим покупателям;
- валютные, выдаваемые банками и импортерами в форме авансовых платежей. В ряде случаев валютный кредит является одним из условий коммерческой сделки по поставке оборудования и используется для кредитования местных затрат по строительству объекта на базе импортного оборудования.

*По валюте займа* различаются международные кредиты, предоставляемые в валюте страны-должника или страны-кредитора, в валюте третьей страны, а также в международной счетной валютной единице, базирующейся на валютной корзине (СДР, ЭКЮ, замененной евро с 1999 г. и др.), валютной корзине с определенным набором валют.

*По срокам:*

1. Краткосрочные — до 1 года, иногда до 18 месяцев (сверхкраткосрочные — до 3 месяцев, суточные, недельные). Краткосрочный кредит обычно обеспечивает оборотным капиталом предпринимателей и используется во внешней торговле, в международном платежном обороте, обслуживая неторговые, страховые и спекулятивные сделки. Если краткосрочный кредит продлевается, он становится средне- и иногда долгосрочным. В процессе трансформации краткосрочных кредитов в средне- и долгосрочные активно участвует государство, выступая в качестве гаранта.

2. Среднесрочные — от 1 года до 5 лет. В ряде стран среднесрочными считаются кредиты до 7 лет, а долгосрочными — свыше 7 лет.

3. Долгосрочные — свыше 5 лет. Долгосрочный международный кредит предназначен, как правило, для инвестиций в основные средства производства, обслуживает до 85 % экспорта машин и комплектного оборудования, новые формы МЭО (крупномасштабные проекты, научно-исследовательские работы, внедрение новой техники).

*По обеспеченности:*

1. Обеспеченные кредиты — обеспечением обычно служат товары, товарораспорядительные и другие коммерческие документы, ценные бумаги, векселя, недвижимость и ценности. Залог товара для получения кредита осуществляется в трех формах: твердый залог (определенная товарная масса закладывается в пользу банка); залог товара в обороте (учитывается остаток товара соответствующего ассортимента на определенную сумму); залог товара в переработке (из заложенного товара можно изготавливать изделия, но передавая их в залог банку).

Кредитор предпочитает брать в залог товары, которые имеют большие возможности реализации, и при определении размера обеспечения учитывает конъюнктуру товарного рынка. Иногда в качестве обеспечения кредита используют часть официальных золотых запасов, оцениваемых по среднерыночной цене (Финляндия в 1963 г., Италия, Уругвай, Португалия в середине 70-х гг.). Развивающиеся страны (особенно в начале 80-х гг.) стали шире практиковать депонирование золота под залог полученных иностранных кредитов для погашения своей внешней задолженности. Однако ссуды под залог золота не получили широкого распространения в силу «негативной золотой оговорки», характерной для многих международных кредитов. Сущность ее заключается в следующем: если заемщик предоставит дополнительное обеспечение по другим кредитам, то кредитор может потребовать подобного же обеспечения по данной ссуде. Следовательно, если страна получит кредит под залог золота, у нее могут потребовать золотого обеспечения ранее полученных ссуд. Поэтому некоторые страны предпочитают продавать золото. Поскольку залог является способом обеспечения обязательства по кредитному соглашению, то кредитор имеет право при невыполнении должником обязательства получить компенсацию из стоимости залога<sup>122</sup>.

2. Бланковые кредиты выдается под обязательство должника погасить его в определенный срок. Обычно документом по этому кредиту служит соло-вексель с одной подписью заемщика. Разновидностями бланковых кредитов является контокоррент и овердрафт.

С точки зрения *техники предоставления* различаются: финансовые (наличные) кредиты, зачисляемые на счет должника в его распоряжение, акцептные кредиты в форме акцепта тратты импортером или банком; депозитные сертификаты; облигационные займы; консорциальные кредиты и т.д.

В зависимости от того, кто *выступает в качестве кредитора* делятся на:

---

<sup>122</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Л.Н. Красавиной. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2008. С. 226.

- 1) частные, предоставляемые фирмами, банками, иногда посредниками (брокерами);
- 2) правительственные;
- 3) смешанные, в которых участвуют частные предприятия и государство;
- 4) межгосударственные кредиты международных и региональных валютно-кредитных и финансовых организаций.

*По назначению:*

- 1) фирменные кредиты;
- 2) финансовые кредиты;
- 3) «промежуточные» кредиты.

1. *Фирменный (коммерческий) кредит* — ссуда, предоставляемая фирмой, обычно экспортером, одной страны импортеру другой страны в виде отсрочки платежа; коммерческий кредит во внешней торговле сочетается с расчетами по товарным операциям. Сроки фирменных кредитов различны (обычно до 2–7 лет) и определяются условиями конъюнктуры мировых рынков, видом товаров и другими факторами. С расширением экспорта машин и сложного оборудования новым явлением стало удлинение их сроков. Фирменный кредит обычно оформляется векселем или предоставляется по открытому счету.

*Вексельный кредит* предусматривает, что экспортер, заключив соглашение о продаже товара, выставляет переводной вексель (тратту) на импортера, который, получив коммерческие документы, акцептует его, т.е. дает согласие на оплату в указанный на нем срок.

*Кредит по открытому счету* предоставляется путем соглашения между экспортером и импортером, по которому поставщик записывает на счет покупателя в качестве его долга стоимость проданных и отгруженных товаров, а импортер обязуется погасить кредит в установленный срок. Кредит по открытому счету практикуется при регулярных поставках товаров с периодическим погашением задолженности в середине и конце месяца.

Разновидностью фирменных кредитов является авансовый платеж импортера (покупательный аванс), который при подписании контракта осуществляется импортером в пользу иностранного поставщика обычно в размере 10–15 % (иногда и более) стоимости заказанных машин, оборудования, судов.

Поскольку фирменные кредиты не могут решить проблему кредитования экспорта машин и оборудования по объему и условиям кредита, усиливается роль банковского кредита.

*Банковское кредитование* экспорта и импорта выступает в форме ссуд под залог товаров, товарных документов, векселе, а также учета тратт. Иногда банки предоставляют крупным фирмам-экспортерам, с которыми они тесно связаны, бланковый кредит, т.е. без формального обеспечения. Банковские кредиты в международной торговле имеют преимущества перед фирменными. Они дают возможность получателю свободнее использовать средства на покупку товаров, освобождают его от необходимости обращаться за кредитом к фирмам-поставщикам, производить с ними расчеты за товары наличными за счет банковского кредита. Благодаря привлечению государственных средств и применению гарантий частные банки нередко предоставляют экспортные кредиты

на 10–15 лет по ставкам ниже рыночных. Однако банки, как правило, ограничивают использование кредита пределами своей страны и нередко ставят условия об израсходовании его на определенные цели, например на покупку товаров у фирм, в которых они заинтересованы. Банки предоставляют экспортные и финансовые кредиты. *Экспортный кредит* — кредит, выдаваемый банком страны-экспортера банку страны-импортера для кредитования поставок машин, оборудования и т.д. *Банковские кредиты* выдаются в денежной форме и носят «связанный» характер, так как заемщик обязан использовать ссуду исключительно для закупок товаров в стране-кредиторе.

2. *Финансовый кредит* позволяет закупать товары на любом рынке, и, следовательно, на максимально выгодных условиях. Зачастую финансовый кредит не связан с товарными поставками и предназначен, например, для погашения внешней задолженности, поддержки валютного курса, пополнения авуаров (счетов) в иностранной валюте.

Крупные банки предоставляют *акцептный кредит* в форме акцепта тратты. Экспортер договаривается с импортером, что платеж за товар будет произведен через банк путем акцепта последним выставленных экспортером тратт. Согласно Единообразному вексельному закону, принятому Женевской вексельной конвенцией 1930 г., акцепт должен быть простым, ничем не обусловленным, но может быть ограничен частью вексельной суммы (частичный акцепт). Английское вексельное право допускает акцепт общий и ограниченный (условный, частичный, местный, подписанный одним из нескольких плательщиков). Акцептант является главным должником, т.е. отвечает за оплату векселя в установленный срок. В случае неплатежа держатель векселя имеет право предъявить против акцептанта прямой иск. Векселя, акцептованные банками, служат инструментом при предоставлении межбанковских кредитов, что расширяет возможность кредитования внешней торговли. Существует рынок банковских акцептов. Акцептованные первоклассным банком тратты легко реализуются на рынке ссудных капиталов. Путем возобновления акцептов кредиты часто превращаются из краткосрочных в долгосрочные.

Одной из форм кредитования экспорта является *акцептно-рамбурсный кредит*, основанный на сочетании акцепта векселей экспортера банком третьей страны и переводе (рамбурсировании) суммы векселя импортером банку-акцептанту.

Акцептно-рамбурсный кредит наиболее обеспечен, когда он связан с внешнеторговыми операциями и применяется при расчетах между экспортером и импортером. Технически при этом используются аккредитив и переводной вексель. Условия акцептно-рамбурсного кредита — лимит, срок кредита, процентная ставка, порядок оформления, использования, погашения — определяются на основе предварительной межбанковской договоренности. Обеспеченность его обусловлена реализацией товаров. Если этот кредит не связан с товарными поставками, он приобретает чисто финансовый характер.

3. *«Промежуточные» кредиты*, предназначенные для обслуживания смешанных форм вывоза капиталов, товаров и услуг.

Нередко практикуется смешанный вид международного кредита, например, обычные формы кредитования экспорта, сочетаются с предоставлением помощи.

Новой формой международного кредитования стало так называемое *совместное финансирование* несколькими кредитными учреждениями крупных проектов, преимущественно в отраслях инфраструктуры. Инициаторами совместного финансирования выступают международные финансовые институты, которые привлекают к этим операциям частные коммерческие банки. Эти банки обычно кредитуют на льготных условиях (процентная ставка ниже рыночной) наиболее прибыльную часть проекта. Практикуются две формы совместного финансирования:

– *параллельное финансирование*, при котором проект делится на составные части, кредитруемые разными кредиторами в пределах установленной для них квоты;

– *софинансирование*, при котором все кредиторы предоставляют ссуды в ходе выполнения проекта. Один из кредиторов (банк-менеджер) координирует и контролирует подготовку и осуществление проекта.

Совместное финансирование дает определенные льготы заемщику, открывая ему доступ к льготным кредитам. Но главные выгоды получают кредиторы, так как такое кредитование дает дополнительную гарантию своевременного погашения ссуды должником и усиливает зависимость развивающихся стран от кредиторов.

Синдикаты частных банков предоставляют кредит при условии получения страной-заемщиком кредитов МВФ или МБРР. Главная цель подобного разделения труда между межгосударственными и частными банками — регулирование доступа заемщиков на мировой рынок ссудных капиталов исходя из экономических и политических факторов. Поэтому кредиты международных валютно-кредитных и финансовых организаций занимают скромное место по сумме по сравнению с двухсторонними правительственными кредитами и особенно кредитами частных банков, еврокредитами, но играют важную роль.

*Проектное финансирование* — современная форма долгосрочного международного кредитования. Хотя общепринят термин «проектное финансирование», речь идет не о безвозвратном субсидировании, а о кредитовании инвестиционных проектов на определенный срок. Его специфика заключается в том, что основные этапы инвестиционного цикла увязаны между собой и входят в компенсацию определенного банковского синдиката, возглавляемого банком-менеджером.

Проектное финансирование — разновидность банковского кредитования инвестиционных проектов, при котором кредитор берет на себя частично или полностью риски, связанные с их реализацией. При этом кредит погашается исключительно или в основном за счет доходов от реализации проекта. Дополнительным обеспечением могут служить активы, относящиеся к инвестиционному проекту.

Проектное финансирование, связанное с повышенными рисками для банка-кредитора, имеет внешнее сходство с *венчурным* (рисковым) финанси-



нием. Однако эти механизмы финансирования принципиально различны. *Венчурное финансирование осуществляется из фондов венчурного бизнеса, которые специально создаются для финансирования проектов с высокими и очень высокими рисками.* Как правило, это проекты, связанные с разработкой новых технологий и новых продуктов. Соответственно при венчурном финансировании преобладают риски научно-технического характера и коммерческие (рыночные) риски. Проектное финансирование имеет дело обычно с более или менее известными технологиями, а проекты чаще всего ориентированы на выпуск традиционных товаров и услуг (нефть, газ, другие энергоносители, золото, другие сырьевые товары и полуфабрикаты с устойчивым спросом на мировом рынке).

Специфической формой *кредитного обслуживания* внешнеэкономических связей являются операции *по лизингу, факторингу и форфейтингу.*

1. *Лизинг* — предоставление лизингодателем материальных ценностей лизингополучателю в аренду на разные сроки. Операции лизингов известны давно. Они проводились около 2 тыс. лет до н.э. в Вавилоне. В условиях интернационализации хозяйственных связей они приобрели новые черты, увеличились их объем и сфера использования. С 50-х гг. эти операции применяются в международном обороте. В 60–70-х гг. возникли многонациональные лизинговые компании типа «Орион лизинг холдинг», созданной консорциумом американских, западноевропейских и японских банков. Лизинговые компании представляют фирмам оборудование, суда, самолеты и т.д. в аренду срок от 3 до 15 лет и более без перехода права собственности. Часто лизинговые соглашения заключаются одновременно с фрахтовыми, что гарантирует занятость судна или самолета в течение длительного периода.

Современный рынок лизинговых услуг характеризуется многообразием форм лизинга, высокой динамикой его показателей, быстро расширяющейся географией заключаемых сделок. Основная часть мирового рынка лизинговых услуг сконцентрирована в «треугольнике»: США — Западная Европа — Япония.

Как свидетельствует мировой опыт, лизинговыми операциями занимаются не коммерческие банки, а специализированные компании. Лизинговые операции выгодны не только для развитых стран, но и для стран с высоким уровнем международной задолженности и ограниченными валютными средствами. Развитой рынок лизинговых услуг укрепляет производственный сектор экономики, создавая условия для ускоренного развития стратегически важных отраслей<sup>123</sup>.

2. *Факторинг* — международный кредит в форме покупки специализированной финансовой компанией денежных требований экспортера к импортеру в размере до 70–90 % суммы контракта до наступления срока их оплаты; факторинговая компания кредитует экспортера на срок до 120 дней<sup>124</sup>.

При этом фирма обязуется либо вручить деньги клиенту по мере взимания их с должников, либо выплатить ему наличными при заключении сделки.

---

<sup>123</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Л.Н. Красавиной. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2008. С. 247.

<sup>124</sup> Общая теория денег и кредита: учебник / под ред. Е.Ф. Жукова. М.: Банки и биржи : ЮНИТИ. 2000. С. 295.

Взимая долги с покупателя и принимая на себя риск по кредиту, факторинговая компания выполняет функции экспортного отдела промышленной фирмы, коммерческого банка и страховой компании одновременно. Стоимость факторинга дороже, чем обычной банковской ссуды. В процентном отношении к размеру фактически выданных заемных средств она может достигать 20 %. Следует учитывать, что в нее входит не только оплата получаемого кредита, но и цена других услуг. Таким образом, система факторинга расширяет возможности экспортеров по предоставлению краткосрочных фирменных кредитов.

Развитие факторинговых компаний с 60-х гг. XX в. обусловлено задержками платежей, неплатежами, а также растущей потребностью экспортеров в кредитах. Их историческими предшественниками явились факторинги колониального типа, которые занимались куплей-продажей товаров, складскими и комиссионными операциями. Еще в древности и в средние века группы купцов выступали агентами по сбыту товаров на незнакомых производителям рынках. Это товарный факторинг. Финансовые факторинги впервые возникли в США в 1980 г. в связи с введением защитных пошлин на текстиль, предназначенных для сдерживания его импорта из Европы. Широкое развитие они получили после второй мировой войны.

3. *Форфетирование.* В США этот метод менее развит и известен как «рефинансирование векселей». Суть операции заключается в передаче экспортером прав по требованиям, выставленным им на импортера, банку-форфейтору, который может держать их у себя или продать на международном рынке. В обмен на приобретенные ценные бумаги банк выплачивает экспортеру эквивалент их стоимости наличными за вычетом фиксированной учетной ставки, премии (forfait), взимаемой банком за принятие на себя риска неоплаты обязательств, и разового сбора за обязательство купить векселя экспортера.

Техника и финансовые инструменты, используемые в операциях по форфейтингу, аналогичны тем, которые применяются при традиционном учете торговых векселей банками. Отличие заключается в том, что векселедатель, т.е. экспортер, не несет при форфейтинге никаких рисков, в то время как при обычном учете векселя ответственность за его неоплату должником, согласно вексельному законодательству многих стран, сохраняется за ним в любом случае.

Сделки по форфейтингу позволили значительно удлинить сроки кредитования экспортером покупателя на условиях вексельного кредита, доведя их до пяти, а иногда восьми и более лет, поскольку принятие на себя риска солидным банком-форфейтером повышает заинтересованность инвесторов в длительном помещении своих средств. Источником средств для банков, участвующих в форфейтинговых операциях, служит рынок евровалют, поэтому учетная ставка по форфейтингу тесно связана с уровнем процента по среднесрочным кредитам на этом рынке. Основными валютами сделок являются: американский доллар — 40 % и швейцарский франк — 10 %<sup>125</sup>.

---

<sup>125</sup> Общая теория денег и кредита: учебник / под ред. Е.Ф. Жукова. М.: Банки и биржи : ЮНИТИ, 2000. С. 28.

Таким образом, кредит является неотъемлемым элементом рыночного хозяйства. Являясь экономической категорией, кредит выражает экономические отношения, возникающие между собственниками (хозяйствующими субъектами) по поводу перераспределения временно свободных материальных ресурсов, денежных средств на условиях возвратности, срочности уплаты процента. Он выступает самостоятельной экономической категорией и имеет существенные отличия от родственной категории «финансы». Международный кредит является разновидностью экономической категории «кредит» и имеет разнообразные формы. Средства для международного кредита мобилизуются на международном рынке ссудных капиталов, на национальных рынках ссудного капитала, а также за счет использования ресурсов государственных, региональных и международных организаций.

#### **7.4. Российский рынок факторинга: ретроспективный анализ**

В 2003 г. объем факторингового рынка составил 732,1 млн долл. США, прирост за 2003 г. составил 230%.

При объеме 3 млрд долл. в 2004 г. доля «рыночных» факторинговых сделок в ВВП составила 0,5%.

Объемы этого финансового рынка сопоставимы с такими рынками, как рынок лизинга (5 млрд долл.), рынок рублевых корпоративных облигаций (5 млрд долл. — объем новых эмиссий в 2004 г.).

По данным Всемирного банка соотношение объемов продаж факторинговых услуг в разных странах мира к ВВП этих стран составляют: Австрия — 1,2 %, Германия — 1,6 %, с одной стороны. С другой стороны, Италия — 11,9%, Великобритания — 10,5 %, Португалия — 9,8 %. Там, где эти показатели низкие, факторинг — это банковский бизнес или осуществляется в рамках банка. В тех странах, где этот показатель высок, факторинг дальше всего банковского бизнеса.

По мировым стандартам, 21 фактор — это обычное количество для одной страны. Лишь в 6 странах мира (из 60) число факторинговых компаний превышает 30, к их числу относятся США — 210 компаний, Великобритания — 110, Турция — 100. В среднем же в европейских странах на одном страновом рынке работает 10 факторов.

Более 50 % операторов факторинга располагаются в Москве, в Приволжском ФО — 24 %, в Уральском ФО — 10 %. Это распределение вполне закономерно, поскольку основными провайдерами факторинга являются банки, более половины которых расположены в столичном регионе.

На российском факторинговом рынке существуют две основные группы участников. Во-первых, это банки — их в рейтинге большинство. Для них факторинг — один из продуктов наряду с классическими банковскими продуктами. Обычно факторинг играет далеко не приоритетную роль в бизнесе этих банков. В то же время можно отметить, что в приоритетах менее крупных банков факторинг обычно играет большую роль.

Во-вторых, это менее многочисленная группа «классических» факторинговых компаний, специализирующихся исключительно на факторинговом биз-

несе. Прежде всего, это крупнейший участник рынка — Национальная факторинговая компания «Уралсиб-НИКойл». Хотя эта компания и обладает банковской лицензией, что фактически является данью требованиям несовершенного регулирования в сфере факторинга, а не свидетельством того факта, что компания является банком в традиционном понимании.

НФК «Уралсиб-НИКойл» — это первая компания, которая начала заниматься факторингом после кризиса, потом она стала первой, кто начал заниматься экспортным факторингом, потом импортным факторингом, потом факторингом без регресса, потом электронным факторингом. Первая пошла в регионы, первая вышла за пределы Российской Федерации. НФК «Уралсиб-НИКойл» и дальше собирается сохранить за собой роль локомотива российского рынка факторинга, в ближайшие несколько лет — стать крупнейшей факторинговой компанией в Центральной и Восточной Европе.

К этой группе относятся также факторинговая компания «Еврокоммерц», о специфике работы которой сказано выше, «Катерпиллар Файненшл» — единственная на данный момент российская факторинговая компания с иностранным капиталом и «Средневолжская факторинговая компания». Последняя примечательна тем, что единственная из известных нам участников рынка факторинга не имеет банковской лицензии.

Доля лидера — НФК «Уралсиб-НИКойл», по оценкам, составляет около 36 %, хотя за 2002–2004 гг. его доля сократилась почти на 40 п.п. (процентных пунктов). Первым пяти факторам в 2004 г. были уступлены 86 % всех денежных требований. При этом на первых двух факторов (НФК «Уралсиб-НИКойл» и «Еврокоммерц») приходится более 60 %, но с каждым годом рынок становится все менее концентрированным. Лидирующие позиции НФК «Уралсиб-НИКойл» закономерны, так как компания уже долгое время является крупнейшим игроком рынка. Во многом благодаря примеру этой компании на факторинг обратили внимание и другие участники рынка.

Таким образом, факторинг сможет быстро развиваться в России, если он будет работать в рамках специализированных компаний.

В 2004 г. объем финансирования составил 1550,8 млн долл., в 2003 г. 515,4 млн долл., в 2002 г. 147,9 млн долл. Темпы прироста финансирования в 2004 г. — 200 %, в 2003 г. — 248 %.

#### *Преимущества и ограничения использования факторинга.*

Почти все руководители факторинговых компаний и банковских факторинговых подразделений проводят грань между просто кредитованием под уступку денежного требования и «классическим» факторингом. При кредитовании под уступку денежного требования сама уступка денежного требования рассматривается лишь как дополнительное обеспечение сделки (т.е. ставится цель гарантировать возврат кредита, а не получить сумму по денежному требованию, получив прибыль с дисконта между ценой приобретения и полученной суммой). Эта практика широко применяется в банках, поскольку механизм факторинга в данном случае позволяет снизить юридические риски банка.

В то же время в банках имеет место тенденция постепенного перехода от кредитования под уступку денежного требования к чистому факторингу.

Факторинг особо востребован в пищевой отрасли, где сильны западные компании, как производители, так и торговые компании. Эти компании оценивают стоимость отсрочки платежа на российском рынке довольно высоко, поскольку вообще считают российский рынок высокорисковым. В такой ситуации обращение к факторинговой компании становится спасением для западного поставщика. Российская факторинговая компания на месте имеет больше возможностей для оценки подобных рисков и обычно оценивает их значительно ниже, поэтому такие сделки очень выгодны и для западных поставщиков, и для российских факторинговых компаний.

Более трети потребителей факторинга являются производителями пищевой продукции, при этом чуть менее половины — это производители алкогольной продукции. Больше половины сделок (66 %) заключены с компаниями — производителями товаров народного потребления: пищевой промышленности — 33 %, приборостроения (сюда входит бытовая техника и компьютеры) — 16 %, химии и нефтехимии (сюда входит бытовая химия) — 12 %, легкой промышленности — 5 %.

Например, в «Пробизнесбанке» процентная ставка по факторингу состоит из двух частей. Это ставка за финансирование и ставка за административное управление дебиторской задолженностью. Часто факторинговая сделка оформляется при помощи двух договоров — о предоставлении кредита и об управлении дебиторской задолженностью. Это вызвано налоговыми соображениями: проценты по кредитному договору не облагаются НДС.

Другая традиционная черта факторинга — то, что денежные требования приобретаются фактором с целью получить по ним причитающиеся суммы, получив прибыль с разницы между ценой покупки и полученной суммой.

Ключевым преимуществом факторинга является то, что фактически этот инструмент — *беззалоговый* в традиционном понимании, он доступен широкому кругу малых и средних компаний. Факторинговую компанию интересует не прошлое, а будущее клиента — сколько денег он получит за проданную продукцию, и как будут развиваться его продажи в будущем.

В этом заключается основное идеологическое отличие факторинга от банковского кредитования: *размер факторингового финансирования зависит от будущих доходов компании, а размер кредита зависит от прошлых доходов, выраженных в виде предмета залога и общего благополучного финансового состояния заемщика.*

Важное преимущество факторинга заключается в том, что он не исключает одновременное использование традиционных долговых инструментов, при этом, что кредиты, облигации и векселя, например, являются конкурирующими инструментами привлечения заемного финансирования, факторинг может применяться одновременно с ними, поскольку не требует предоставления традиционных залогов или гарантий.

Следующим преимуществом факторинга является то, что *это целевой инструмент для увеличения объемов продаж. Он позволяет предоставлять клиентам отсрочку платежа, что является одним из важнейших ресурсов конкурентоспособности продаж компании, потому что на высококонкурентных*

*рынках, когда дальнейшее снижение цены уже невозможно, именно отсрочка платежа становится единственно возможным конкурентным преимуществом.*

На Западе стоимость факторинга превышает стоимость кредита в 4 раза, но нельзя говорить о том, что это деньги стоят в 4 раза дороже. Во-первых, фактор берет на себя всю техническую работу по инкассации дебиторской задолженности и информированию клиента о состоянии его дебиторской задолженности, благодаря чему освобождается соответствующий ресурс бухгалтерии клиента. Кроме того, фактор может предоставлять клиенту независимую информацию о платежеспособности его дебиторов, что пока делают немногие.

Снижение рисков, связанных с дебиторской задолженностью, при помощи факторинга происходит вследствие того, что после уступки денежных требований фактору для поставщика не имеет значения, когда они будут оплачены (т.е. сколько он потеряет за счет временной стоимости денег в случае задержек оплаты). При безрегрессном факторинге поставщик получает также возможность не беспокоиться, будут ли его требования оплачены вообще когда-нибудь.

Еще одно преимущество заключается в том, что факторинг *позволяет экономить на налоге на прибыль*. В соответствии с современным налоговым законодательством налог на прибыль должен уплачиваться «по реализации», т.е. с момента фактической отгрузки товара. В то же время, если компания предоставляет отсрочки платежа (коммерческий кредит) своим покупателям, то средства за отгруженную продукцию поступают позже. Таким образом, на практике возникает ситуация, когда *обязательства по уплате налога на прибыль возникают раньше, чем поступают средства от реализации*. Факторинг позволяет избежать такой ситуации. В этом контексте, если бы аналогичный подход применялся к определению момента уплаты НДС, это стало бы еще большим стимулом развития факторинга для налоговой оптимизации.

Однако с налогами же связан и недостаток факторинга: обложение факторинга НДС. НДС облагаются суммы, уплаченные за услуги по управлению дебиторской задолженностью, но не облагается процентная ставка по кредиту, предоставленного под уступку денежного требования. По нынешнему законодательству затраты на уплату комиссионного вознаграждения по факторингу может отнести на себестоимость только поставщик. Факторинг подходит предприятиям, осуществляющим регулярные поставки товаров, потому что лишь в этом случае наиболее ценны услуги фактора по управлению дебиторской задолженностью

Факторинг не нужен тем компаниям, которые конкурируют за то, кто первый заплатит, это часто относится к нефтяному рынку, иногда к металлургическому. Факторинг не нужен на монополизированных рынках, где у поставщика нет необходимости бороться за покупателя путем предоставления им отсрочек платежа.

Проиллюстрируем описанные возможности и ограничения использования факторинга историями из практики российских факторов.

Например, «Пробизнесбанк»: «К нам обратился производитель сухариков под маркой «Емеля». Его проблема заключалась в том, что продажи сильно за-

висели от времени года. В сезон (март — май) объемы продаж возрастали в 3–4 раза. Сейчас мы предоставляем ему финансирование под уступку денежного требования в период роста продаж, т.е. именно тогда, когда ему это действительно необходимо».

Национальные традиции тоже могут становиться причиной востребованности факторинга. «ДельтаБанк»: «В нашей практике был случай с одним клиентом — поставщиком продуктов питания в продуктовые магазины в Москве. Мы заметили, что его дебиторы (продуктовые магазины) всегда платят вовремя, кроме одного периода в году — весны. Стали выяснять, в чем дело, оказалось — Великий Пост».

За 2002–2004 гг. число клиентов факторов увеличилось почти в 3 раза, при этом более 80 % прироста пришлось на 2004 г.

81 % принятой на обслуживание дебиторской задолженности принадлежит производственным компаниям, соответственно лишь 19 % — торговым. Такое неравномерное распределение объясняется тем, что в составе промышленных холдингов часто присутствуют собственные торговые компании.

Руководители факторинговых компаний и факторинговых подразделений банков отмечают, что размер предприятия-клиента не оказывает существенного влияния на привлекательность для него факторинга. Приблизительно 15 % факторингового портфеля приходится на услуги для малых предприятий, 35 % — для средних и 50 % — для крупных.

«Еврокоммерц» — прямо противоположная ситуация. «На данный момент среди наших клиентов очень высока доля крупных предприятий».

Таким образом, что, факторинг является привлекательным инструментом для всех групп предприятий независимо от размера. Для малых — поскольку позволяет им получать финансирование без залога. Для средних предприятий в факторинге более важно страхование рисков и административное управление дебиторской задолженностью. Крупным предприятиям факторинг позволяет «расчистить» баланс — уменьшить дебиторскую задолженность без увеличения кредиторской, что особенно актуально, если предприятие намерено привлечь инвесторов. Кроме того, для крупных предприятий всегда актуален вопрос избавления от дебиторской задолженности.

Данные о распределении объема сделок по регионам демонстрируют, что большая часть факторинговых сделок заключается в Москве (58 %), далее идут Приволжский и Уральский ФО. Наиболее активны в регионах банки, располагающие большой филиальной сетью.

В «Пробизнесбанке» основное требование к клиенту заключается в том, что дебиторская задолженность одного дебитора не должна превышать 15 % от всей дебиторской задолженности. В банке «Союз» принимаются денежные требования от клиента на сумму не менее 2 млн р., кроме того, на факторинговое обслуживание должны передаваться платежи не менее трех дебиторов одного поставщика.

В качестве основного канала продаж факторинговых услуг в большинстве компаний и банков-факторов называют агентов, среди которых существенная доля приходится на средние и малые банки. В основном российские факторы

либо придерживаются стратегии прямых продаж, либо вообще привлекают клиентов случайным образом, т.е. работают с теми, кто сами обратились в банк. Целенаправленное масштабное продвижение своих услуг и самой концепции факторинга проводит лишь НФК «Уралсиб-НИКойл».

*Характеристики факторинговых сделок на российском рынке.*

В случае безрегрессного факторинга, поставщик обязуется возместить весь объем финансирования, предоставленного фактором, если покупатель не расплатится за поставленную ему продукцию по истечении отсрочки платежа.

По данным, 94 % всех сделок факторинга заключаются с регрессом и 6 % без регресса. Лишь четыре банка указали, что предоставляют факторинг без регресса, это «Уралсиб-НИКкойл», «Промсвязьбанк», «Центрокредит» и «ЛКБ-Финанс»

На Западе лишь 30 % сделок с заключаются с регрессом. При этом на Западе факторинговые компании риск неоплаты денежных требований обычно передают страховщикам. У нас же страхование кредитных рисков практически не развито. В последнее время можно наблюдать первые попытки запустить в работу подобную схему сотрудничества: в феврале 2005 г. АКБ «Промсвязьбанк» и ОАО «РОСНО» объявили о запуске совместных проектов «Безрегрессный факторинг», «Факторинг с частичным регрессом». При заключении таких договоров факторинга, страховая компания берет на себя риски за неполную оплату и неоплату профинансированной поставки дебиторов в сумме финансирования, банк предоставляет финансирование и управление дебиторской задолженностью. В то же время есть определенные сомнения в целесообразности использования фактором (особенно в составе банка) услуг страховщика по страхованию кредитного риска. Ведь функция банка или факторинговой компании как финансового посредника как раз заключается именно в управлении риском, и если он считает, что с его основной функцией лучше справится некий страховщик, то он должен отдать ему и большую часть своей прибыли. Кроме того, фактор гораздо ближе, чем страховщик, знаком со специфическими рисками своих клиентов и, следовательно, самостоятельно управлять этими рисками для него дешевле, чем прибегать к услугам страховщика.

Главной причиной неразвитости безрегрессного факторинга на российском рынке является *невысокий пока интерес к этому продукту со стороны самих факторов*. Факторы не всегда могут оценить надежность покупателей клиента и поэтому не готовы принимать на себя кредитный риск. В том случае, если и поставщик, и банк уверены в платежеспособности покупателя, заключать договор безрегрессного обслуживания поставщику становится невыгодно, поскольку обычно безрегрессный факторинг стоит дороже, чем факторинг с регрессом.

Выходом является использование скоринговой системы оценки надежности дебиторов. Использование на практике скоринговых систем оценки позволит факторам увеличить число принимаемых на обслуживание дебиторов поставщика, а также увеличить предложение безрегрессного факторинга.

Позитивный фон для развития безрегрессного факторинга обусловлен в настоящее время тем, что убытки российских факторов от неплатежей дебиторов крайне малы. Мошенничество (передача фиктивной дебиторской задол-



женности) также пока не является проблемой для российских факторов — подозрительные сделки удастся отсеивать на этапе рассмотрения заявок. С одной стороны, такая благополучная ситуация объясняется тем, что рынок еще молод, с другой стороны, в большинстве случаев сами дебиторы не заинтересованы чрезмерно задерживать платежи — с тем, чтобы и в дальнейшем регулярно получать продукцию. И конечно, ключевым фактором хорошей платежеспособности дебиторов является продолжающийся в России экономический рост.

Исходя из этих условий и опыта развитых рынков факторинга следует предполагать, что доля безрегрессного факторинга на российском рынке будет расти.

*Открытый и закрытый факторинг.* В России доля сделок открытого характера преобладает, поскольку применение закрытого факторинга в российских условиях приводит к резкому увеличению рисков фактора. Пункт 1 статьи 830 Гражданского кодекса Российской Федерации гласит: «Должник обязан произвести платеж финансовому агенту при условии, что он получил от клиента либо от финансового агента письменное уведомление об уступке денежного требования данному финансовому агенту, и в уведомлении определено подлежащее исполнению денежное требование, а также указан финансовый агент, которому должен быть произведен платеж». Но с другой стороны, в статье 382 ГК РФ об основаниях и порядке перехода прав кредитора к другому лицу сказано, что для перехода к другому лицу прав кредитора не требуется согласия должника, если иное не предусмотрено законом или договором. В то же время в главе 43 в статье 828 сказано, что уступка финансовому агенту денежного требования является действительной, даже если между клиентом и его должником существует соглашение о ее запрете или ограничении. Однако это положение не освобождает клиента от обязательств или ответственности перед должником в связи с уступкой требования в нарушение существующего между ними соглашения о ее запрете или ограничении.

*Международный и внутренний факторинг.* В 2003 г. общий объем сделок международного факторинга в России не превышал 17 млн долл. Это можно объяснить неразвитостью рынка, с одной стороны, и преобладанием сырьевой составляющей в российском экспорте, с другой. Традиционными секторами для факторинга являются отрасли, характеризующиеся более высокой степенью передела: пищевая, фармацевтическая, химическая отрасли, приборостроение (бытовая техника и компьютеры). Кроме того, компании-экспортеры обычно могут прибегать к услугам зарубежных финансовых институтов. Более актуальными услуги российских факторов могли бы стать для импортеров, поскольку они не знакомы с российскими рисками.

*Сроки факторингового финансирования.* В 42 случаях из 100 факторинговое обслуживание по одной сделке в 2004 г. предоставлялось на срок 31–60 дней. На этот срок покупатель получал отсрочку платежа, по истечении которого должен был перечислить деньги на счет фактора. На срок до 90 дней было заключено более 80 % всех сделок. Необходимо отметить, что сам договор факторинга между поставщиком и фактором обычно носит бессрочный характер. В рамках договора поставщик, в тех случаях, когда ему необходимо по-

лучить финансирование сразу после отгрузки товара, уступает фактору права денежных требований к своим покупателям.

Факторинговая компания может устанавливать на каждого поставщика лимиты финансирования, которые пересматриваются с ростом оборотов клиентов.

*Участники рынка факторинга.* Оценки объема и темпов роста российского рынка факторинга основаны на данных, предоставленных 21 банком и факторинговыми компаниями.

В отличие от остальных участников рынка, которые самостоятельно финансируют факторинговые сделки из собственных и заемных средств, «Еврокоммерц» работает на основе партнерства с рядом крупных банков: «ТрансКредитБанк», «Еврокоммерц Стройкредит», Московский Международный Банк, банк «Траст», Всероссийский Банк Развития Регионов. Эти банки финансируют сделки факторинга, в то время как «Еврокоммерц» выполняет ряд чисто факторинговых функций, таких как административное управление дебиторской задолженностью и страхование рисков, связанных с дебиторской задолженностью. В этой схеме есть ряд преимуществ, в частности, она позволяет «Еврокоммерцу» быстро и практически неограниченно расширять бизнес, привлекая новых партнеров (т.е. снижает зависимость роста от ресурсных ограничений), а также позволяет компании хорошо диверсифицировать бизнес.

Многообразие игроков факторингового рынка объясняется тем, что вопрос о субъекте факторинга не урегулирован до конца законодательно. Гражданский кодекс Российской Федерации в ст. 825 гл. 43 устанавливает, что «в качестве финансового агента договоры финансирования под уступку денежного требования могут заключать банки и иные кредитные организации, а также другие коммерческие организации, имеющие разрешение (лицензию) на осуществление деятельности такого вида». Лицензирование различных видов деятельности осуществляется на основании Федерального Закона РФ № 128-ФЗ от 08.08.2001 «О лицензировании отдельных видов деятельности», который не содержит требования о лицензировании деятельности по предоставлению финансирования под уступку денежных требований. А в статье 18 указанного закона говорится о том, что федеральные законы и иные нормативные правовые акты, регулирующие порядок лицензирования отдельных видов деятельности, действуют в части, не противоречащей Закону о лицензировании, и подлежат приведению в соответствие с Законом о лицензировании.

Таким образом, ГК РФ, введенный в действие соответствующим федеральным законом, не должен противоречить Закону о лицензировании и подлежит приведению в соответствие с последним.

Следует отметить, что Закон о лицензировании вступил в силу 10.02.2002 г. До этого времени деятельность по финансированию под уступку денежного требования, хотя и указывалась в качестве лицензируемой, отдельного положения, устанавливающего порядок ее лицензирования, не существовало.

В пользу того, что факторинговый бизнес должен развиваться в рамках банков говорят, прежде всего, соображения по управлению ликвидностью. Для факторов особенно актуален риск ликвидности, поскольку оборачиваемость финансирования в факторинге довольно сложна для прогнозирования. Вслед-

ствие этого, самостоятельные факторинговые компании вынуждены постоянно поддерживать значительную долю высоколиквидных, а, следовательно, низкодоходных активов. В конечном итоге это увеличивает себестоимость факторинговой услуги. В банке, для которого факторинг — не основной бизнес, риски ликвидности фактора практически незаметны и легко покрываются ликвидными активами банка.

Во-вторых, факторинг в настоящее время является очень привлекательным инструментом для большинства банков, поскольку он предполагает использование краткосрочных кредитных ресурсов, которых у российских банков в избытке. Для многих некрупных банков это целая стратегия. Особенно выросла для банков роль факторинга в условиях сжатия рынка межбанковского кредитования летом 2004 г.

Главной проблемой осуществления факторинговой деятельности в банке является отличная от кредитного подразделения банка система принятия решений. В частности, работа с факторинговыми рисками требует специфического подхода, прежде всего скоринговых систем оценки. В большинстве банков такой системы нет, используется система оценки, близкая к кредитной.

Другая проблема факторинга внутри банка — внутренняя конкуренция с кредитным подразделением. На развитых рынках к факторингу обращаются те клиенты, которым надоело работать с коммерческими банками. То есть факторинговые компании — прямые конкуренты банков. И поэтому внутри банка факторинг не может развиваться.

В перспективе в России объективные условия складываются в пользу того, чтобы факторинг развивался в рамках специализированных компаний. Дело в том, что сейчас факторинг является приоритетным инструментом лишь для небольших банков, которым для конкуренции с крупными нужно развивать какие-то новые направления. И именно эти малые банки в контексте общей тенденции укрупнения банковской системы вытесняются с рынка.

Таким образом, действительно крупный факторинговый бизнес сможет развиваться лишь в рамках специализированных компаний<sup>126</sup>.

### **7.5. Международное кредитование развивающихся стран (влияние кризиса в Юго-Восточной Азии)**

Финансовые потоки в развивающиеся страны имеют следующие особенности. Во-первых, *значительную часть внешних ресурсов эти страны получают в форме льготных кредитов и субсидий* на основе межправительственных соглашений и от международных финансовых институтов («официальное финансирование развития (ОФР)»).

В табл. 7.1 представлены страны, являющиеся основными кредиторами в международных валютно-кредитных отношениях и они являются главными заемщиками для развивающихся стран.

Во-вторых, для каждой страны в зависимости от уровня экономического развития, экономической ситуации, состояния внутреннего финансового рынка,

---

<sup>126</sup> [http://www.cfin.ru/management/practice/russian\\_factoring\\_3.shtml](http://www.cfin.ru/management/practice/russian_factoring_3.shtml).

роли в мировой экономике и политике *формируется свой особый механизм международного кредитования и финансирования*. Развивающиеся страны делятся на две категории: слабо развитые (привлекают внешние ресурсы из официальных источников) и относительно развитые (привлекают частные ресурсы). В-третьих, *международное кредитование и финансирование развивающихся стран сводятся преимущественно к отношениям между центром и периферией мирового хозяйства*. Лишь небольшая часть международных кредитов и субсидий предоставляется в рамках взаимного сотрудничества развивающихся стран.

Таблица 7.1

Страны — основные кредиторы

	млрд долл. США
Япония	80
США	70
Франция	50
Германия	60
Великобритания	20

Источник: Балабанов И.Т., Балабанов А.И. Внешнеэкономические связи: учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 120.

Структура внешнего кредитования и финансирования развивающихся стран находится в постоянном движении, которая находится под влиянием внутренних и внешних факторов В, связи с этим, можно выделить следующие периоды.

*Первый период* — с момента окончания второй мировой войны до середины 50-х гг. В то время мировой рынок ссудных капиталов был дезорганизован. Основным источником кредитования как развивающихся, так и развитых стран были *официальные ресурсы*. Структура притока внешних ресурсов в развивающиеся страны включала: 63 % — официальные кредиты и субсидии, 28 % — прямые инвестиции, 8 % — частные кредиты. Приток ресурсов в эти страны был крайне ограничен. Большое значение при их распределении играли политические интересы стран-должников.

*Второй период* — с середины 50-х гг. до начала 70-х гг. Наиболее характерная его черта — *быстрый рост потока официальных ресурсов, в начале преимущественно на двухсторонней основе*. Преобладание официальных ресурсов в финансовых потоках придавало системе устойчивость. Кризисы платежеспособности имели локальный характер и происходили нечасто.

*Третий период* — с начала 70-х гг. до августа 1982 г., т.е. до вспышки глобального долгового кризиса. Основные его черты — *уменьшение потока официальных ресурсов и резкий рост банковского кредитования*. На рынке синдицированных кредитов доля развивающихся стран достигла 1/2. Сложившейся в то время системе кредитных отношений была присуща большая гибкость в отличие от предшествующей системы, основанной на официальных ресурсах. Однако усилилась зависимость многих стран, привлекавших в больших размерах банковские кредиты, от конъюнктуры мирового рынка ссудных капиталов.

*Четвертый период* — с августа 1982 г. до начала 90-х гг. Характеризуется резким сокращением притока частных ресурсов, особенно банковских кредитов, доля которых в общем притоке ресурсов в 1980 г. достигла 38 %, а в 1990 г. упала до 3 %, а доля всех частных ресурсов уменьшилась соответственно с 65 до 40 %. К концу 80-х чистый приток ресурсов в развивающиеся страны сократился почти в 2 раза. В центре внимания международных финансовых институтов находилась проблема долгового кризиса, который принял глобальный характер.

*Пятый период* — в начале 90-х гг. Приток частного капитала в страны, испытывавшие долговой кризис, возобновился. В государствах, избежавшие кризиса и демонстрировавшие устойчивые темпы роста в 80-х гг., приток ресурсов значительно возрос.

В 90-х гг. возникло новое явление — интеграция развивающихся финансовых рынков в мировой рынок. Прежде всего, это выразилось в быстром увеличении потока ресурсов и изменении структуры потока в пользу частных источников, их доля достигла 85 % в 1997 г.

Размеры банковских кредитов хотя и выросли, но заняли скромное место. Вместе с тем повысилась роль различных инструментов фондового рынка, а также прямых капиталовложений.

С середины 1980-х гг. по середину 1990-х гг. *азиатские страны испытывали беспрецедентный рост экономики, который финансировался в основном за счет банковских займов. Как результат этого бума, корпорации стали злоупотреблять размером финансового рычага и накопили огромную задолженность. Банки же за это время накопили большое количество просроченных и невозвратных кредитов.*

В табл. 7.2 представлена сложившаяся в 90-х гг. структура внешнего кредитования и финансирования развивающихся стран.

Таблица 7.2

Нетто-потоки капитала на формирующиеся рынки

	1990 г.		1995 г.		2002 г.	
	млрд долл.	% к итогу	млрд долл.	% к итогу	млрд долл.	% к итогу
Всего	101,2	100	236,7	100	111,7	100
I. Официальное Финансирование развития	59,4	58,7	28,3	12,0	25,8	23,1
II. Частные потоки	41,8	41,3	208,4	88,0	85,9	76,9
В том числе:						
Кредиты						
Портфельные инвестиции	14,1	13,9	64,6	27,2	-16,7	-15,0
(облигации и акции)	2	4,1	48,8	20,6	-36,6	-32,7
Прямые инвестиции	23,5	23,3	95,0	40,2	139,2	124,6

Источник: Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Л.Н. Красиной. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2008. С. 275.

Остальные же кредиты были выданы в основном под залог недвижимости или ценных бумаг, цены на которые постоянно росли. Падение цен на рынках

финансовых активов могло вызвать обесценение залога, а значит и массовый невозврат кредитов.

В таблице 7.3 представлены данные о размерах банковского кредита частному сектору по отношению к внутреннему валовому продукту.

Внутренний кредит имел явную повышательную тенденцию и стабильно рос на протяжении всех предкризисных лет. С 1990 г. по 1996 г. соотношение банковского кредита частному сектору по отношению к внутреннему валовому продукту выросло на 11% в Корее, 10% в Индонезии, 31% в Малайзии, 151% на Филиппинах, 58% в Таиланде.

О качестве выданных займов по данным Банка Международных Расчетов позволяют говорить следующие цифры.

Таблица 7.3

Банковское кредитование частного сектора, % от ВВП

Страны	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Корея	52,54	52,81	53,34	54,21	56,84	57,04	61,81	69,79	74,18
Индонезия	49,67	50,32	49,45	48,90	51,88	53,48	55,42	69,23	53,94
Малайзия	71,36	75,29	74,72	74,06	74,61	84,80	93,39	106,91	151,11
Филиппины	19,17	17,76	20,44	26,37	29,06	37,52	48,98	56,53	47,99
Сингапур	82,20	83,34	85,06	84,14	84,21	90,75	95,96	100,29	–
Таиланд	64,30	67,70	72,24	80,01	91,00	97,62	101,94	116,33	156,14
Гонконг	–	141,84	134,20	140,02	149,00	155,24	162,36	174,24	–
Китай	85,51	87,87	86,17	95,49	87,12	85,83	91,65	101,07	–
Тайвань	100,41	108,99	126,43	137,23	146,89	149,49	146,05	146,23	–
Россия	–	–	–	11,79	12,13	8,70	7,37	9,37	12,90

Источник: Международный Валютный Фонд (International Financial Statistics, 2000).

В 1996 г. доля невозвратных ссуд в общем кредитовании составила 14 % для Филиппин, 13 % для невозвратных ссуд в общем кредитовании составила 14 % для Филиппин, 13 % для Таиланда и Индонезии, 10% для Малайзии, 8 % для Кореи и примерно 3–4 % для Сингапура, Тайваня и Гонконга.

Факт бума на финансовых рынках подтверждается статистикой по фондовым индексам (табл. 7.4).

Практически во всех исследуемых странах фондовый рынок в начале 1990-х гг. показал существенный рост. В Корее и Таиланде максимальное значение было зафиксировано в 1994 г., затем индексы немного снизились, очевидно, по причине влияния мексиканского кризиса.

Во всех остальных странах акции продолжали рост вплоть до кризиса 1997 г.

Максимальных докризисных отметок акции не достигли (за исключением Гонконга, Сингапура и Тайваня), что подтверждает спекулятивный характер роста и наличие сформировавшегося к 1997 г. «пузыря» на рынке акций. Если учесть, что акции зачастую являлись предметом залога при выдаче кредита, то можно понять причину увеличения доли невозвратных кредитов после обвала на фондовом рынке.

Таблица 7.4

## Индексы фондового рынка стран Юго-Восточной Азии и России

Страны	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Корея (Seoul Composite)	696	610	678	866	1027	882	651	376	562	1028	505
Индонезия (Jakarta Composite)	417	247	274	588	469	813	637	401	398	677	416
Малайзия (KLSE Composite)	505	556	643	1275	971	995	1237	594	586	812	680
Филиппины (PSE Composite)	651	1151	1256	3196	2785	2594	3170	1869	1968	2143	1494
Сингапур (Straits Times)	1154	1490	1524	2425	2239	2266	2216	1529	1393	2479	1927
Таиланд (SET)	612	711	893	1682	1360	1280	831	372	356	482	269
Гонконг (Hang Seng)	3024	4297	5512	11888	8191	10073	13451	10722	9714	16962	15095
Тайвань (Taiwan Weighted)	4350	4600	3377	6070	7111	5158	6933	8187	6418	8449	4744
Россия (RTS)	–	–	–	–	–	82,92	200,5	396,8	58,93	177,7	143,2

Источник: <http://quote.yahoo.com>.

Проанализированные макроэкономические показатели показывают, что к 1997 г. ряд азиатских стран достигли критической зоны, ставя под сомнение национальную финансовую устойчивость.

В итоге для полномасштабного экономического краха в этих странах было достаточно незначительного неблагоприятного «толчка». Этим толчком послужили банкротства нескольких крупных корпораций в Корее и Таиланде. Так как «азиатская пятерка» (Корея, Индонезия, Малайзия, Филиппины и Таиланд) имела очень схожие точки уязвимости, кризис мгновенно поразил эти страны.

Примечательным, однако, является тот факт, что кризис испытали и другие азиатские страны, такие как Гонконг, Сингапур, Тайвань, у которых не было очевидных проблем с ликвидностью и финансовой устойчивостью.

Конечно, у России и Азии накануне кризиса было много схожих черт, как, например, олигархические формы отношения крупных финансово-промышленных групп с государством, небольшая экономическая значимость и слабое политическое влияние среднего и малого бизнеса, в значительной мере нерыночный характер взаимодействия банков с промышленными корпорациями.

Но фундаментальные макроэкономические показатели говорят о том, что природа финансовых кризисов в России и Азии сильно отличалась. В то время как в Азии шел бурный экономический рост, ВВП России падал гигантскими темпами (табл. 7.5).

Таблица 7.5

Рост реального ВВП, %

Страны	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Корея	8,98	9,23	5,44	5,49	8,25	8,92	6,75	5,01	-5,84
Индонезия	7,23	6,96	6,45	6,51	7,53	8,23	7,82	4,70	-13,51
Малайзия	9,73	8,60	7,80	8,35	9,30	9,36	8,60	7,70	-
Филиппины	3,04	-0,57	0,32	2,12	4,38	4,68	5,85	5,17	-0,49
Сингапур	8,97	7,05	6,56	12,75	11,43	8,07	7,56	8,91	0,25
Таиланд	11,17	8,56	8,08	8,71	8,62	8,83	5,52	-0,43	-10,17
Гонконг	3,40	5,06	6,26	6,13	5,40	3,89	4,49	4,97	-5,14
Китай	3,83	9,19	14,24	13,49	12,66	10,55	9,54	8,80	-
Тайвань	-	7,55	6,76	6,32	6,54	6,03	5,67	6,81	-
Россия	-	-4,89	-14,60	-8,87	-13,15	-9,91	-0,51	-2,05	-4,96

Источник: Международный Валютный Фонд (International Financial Statistics, 2000.)

*Азиатские страны страдали от дефицита текущего баланса, а в России, несмотря на сильное завышение реального курса рубля, до 1998 г. сохранялось устойчивое положительное сальдо.* Поскольку, основными предпосылками азиатского кризиса были непрозрачная и уязвимая банковская система и огромная валютная краткосрочная задолженность частного сектора, в России же основным должником выступало государство, которое занимало преимущественно в национальной валюте, поэтому с легкостью могло рефинансировать свои обязательства за счет размещения новых облигаций или за счет дополнительной денежной эмиссии. *Основным симптомом российского финансового кризиса был чересчур завышенный валютный курс рубля, который денежные власти защищали с завидной стойкостью до самого августа 1998 г.*

Вероятность банковского кризиса в России была сравнительно мала, так как в 1990-е гг. не было ни бума внутреннего кредитования, ни бурного потока иностранных займов. Несомненно, национальная финансовая система не отличалась устойчивостью развитых стран, но при отсутствии внешних дестабилизирующих факторов могла бы устоять. Поэтому главным катализатором российского финансового коллапса 1998 г. послужил азиатский кризис.

Согласно данным Банка международных расчетов суммарный размер внешних банковских кредитов, предоставленных развивающимся странам в 1998 г. сократился на 75 млрд долл. Банк международных расчетов базируется в Базеле, осуществляет валютно-кредитные операции, а также проводит научно-исследовательскую работу. Его акционером являются ЦБ развитых и восточноевропейских государств. Спад в кредитования в 1998 г. связан с ужесточением кредитной политики многих банков в отношении Азии и распространением такого курса во второй половине года и на другие регионы. Международные банки ограничили выдачу заемных средств развивающимся странам Азии в январе — июне 1998 г. на 58 млрд долл., в июне — декабре на 28 млрд долл.



Проблемы с погашением задолженности России в августе привели к свертыванию выдачи кредитов другим государствам Восточной Европы, а также Латинской Америки. Практически ни один регион, с формирующимся рынками, не избежал ограничения на кредитные операции после объявления Россией моратория на выполнение ее дебиторских обязательств. Ссудный капитал устремился в сравнительно безопасные регионы с относительно высокой ликвидностью. В то же время объем кредитования сократился в основном в отношении нескольких стран-заемщиц, испытывающих особые трудности, в частности России и Бразилии. Кредиторы практикуют дифференцированный подход к ним, варьируя ставку в зависимости от потенциального риска.

В Латинской Америке международные банковские заимствования в 1998 г. уменьшились у Бразилии на 11,7 млрд долл., в то же время выросли у Мексики (1,8 млрд долл.), Аргентины (1,4 млрд), Чили (100 млн).

В Восточной Европе в июле — декабре 1998 г. банки сократили кредитование России (на 19,2 млрд долл.), но продолжали финансировать Венгрию (500 млн), Польшу (1,8 млрд) и Чехию (400 млн).

В большинстве стран наблюдается рост удельного веса долгосрочных заимствований, однако у Китая возросла зависимость от краткосрочных кредитов. Привлечение займов, срок которых не превышает одного года, выросло у этой страны до 54 %.

Европейские банки продолжают увеличивать свою долю в совокупных трансграничных ссудных операциях (до 64 %). Удельный вес североамериканских и японских кредитов уменьшился соответственно до 13 и 12 %. Последние уменьшили свое участие в Азии до 29 %, что является самым низким показателем за последние 14 лет<sup>127</sup>.

По данным Банка международных расчетов в 1999 г. произошло снижение объема выданных международных кредитов с 272,4 млрд долл. до 253,1 млрд долл. В развитых странах все больше укрепляется тенденция замещения кредитования финансированием посредством эмиссии ценных бумаг. В последнем квартале 1999 г. покупки банками международных ценных бумаг составили 77 млрд долл. Из них основная часть пришлась на приобретения европейскими банками ценных бумаг стран ЕС (48 млрд долл.). Среди трех крупнейших кредитных рынков — США, зоны евро и Японии — лидирует Европа. В 1999 г. банки приобрели европейских ценных бумаг на 296 млрд долл., американских — на 23 млрд долл. и японских — на 30 млрд долл. Снижение объемов кредитных операций было связано с масштабным погашением развивающимися странами взятых ранее кредитов, в результате чего кредитный рынок заметно сократился. Кроме того, по всей видимости, опасаясь так называемой проблемы-2000, банки стремились временно воздержаться от ссудных операций, предпочитая более ликвидные инструменты<sup>128</sup>.

Заемщики из развивающихся стран продолжали избегать получения новых международных кредитов. В 1999 г. наблюдалось снижение объема накопленной

---

<sup>127</sup> Багров А. Игра по-мелкому // Деньги. 2000. № 1-2. С. 5.

<sup>128</sup> Моисеев С.Р. Международное кредитование в 1999–2000 годах // Банковское дело. 2000. № 12. С. 39.

задолженности на 71 млрд долл. Данные по последнему кварталу 1999 г. показывают заметное расхождение тенденций в разных частях света. Развивающиеся страны Азии продолжают погашать кредиты, обходясь без новых заимствований, в то время как в Латинской Америке, и прежде всего в Бразилии, наблюдается бум кредитования. В течение 1999 г. Китай, Корея и Таиланд погасили кредитов на общую сумму в 71 млрд долл. Основная часть погашения пришлось на корейских небанковских заемщиков, которые оплачивали долги американским и японским кредиторам. Всего же в 1999 г. в Азии заемщики выплатили международным банкам 53 млрд долл. Снижение объемов кредитования в азиатском регионе можно объяснить появлением избытка по счету текущих операций платежного баланса, а также притоком прямых и портфельных инвестиций. Все это снизило потребность в банковском кредитовании<sup>129</sup>.

В 1 квартале 2000 г. международные синдицированные кредиты достигли 289 млрд долл. синдикации в очередной раз оказались вспомогательным средством для проведения слияний и поглощений. Наибольшая активность в этой сфере наблюдалась в Западной Европе, где сделки подобного рода составили 61 млрд долл. Две самые крупные — телекоммуникационном секторе: 13 млрд евро — приобретение нидерландской KPN компании беспроводной связи E-Plus (третьей по величине в Германии) и 30 млрд евро — слияние немецкой Mannesmann AG и английской Vodafone Airtouch. Согласно данным SecuritiesData Company, средний размер сделок по слияниям-поглощениям европейских банков возрос с 200 млн евро в 1997 г. до 600 млн евро в 1999 г.

Благодаря операциям слияний-поглощений в ЕС использование евро в международном синдицированном кредитовании возросло по сравнению с долларом США. Так, во II квартале 1998 г. на пике негативной конъюнктуры только 4 % подобных сделок происходило в евро, тогда как в долларах — 85 %. В 1 же квартале 2000 г. доля евро подскочила до 23 %, а доллара упала до 59 %. Говоря в целом о международном кредитовании, можно отметить постепенное усиление позиций евро. Падение курса единой валюты на протяжении 1999–2000 гг. изначально привело к сдвигу центра доминирующей валюты займов от евро к доллару и иене. Однако в дальнейшем ситуация начала исправляться. Кредитование в долларах США упало с 648,7 млрд долл. в 1997 г., до 27,0 млрд долл. в 1999 г., в иене с 182,8 млрд долл. до 213,6 млрд долл., а в евро подскочило с 178,8 млрд долл. до 228,1 млрд долл.<sup>130</sup>

В самой зоне евро происходил настоящий бум. Устранение валютных рисков в связи с переходом на единую валюту привело к удвоению кредитных операций в зоне евро за 1997–1998 гг. Значительную часть рынка международных кредитов сейчас занимают операции с оффшорными центрами. Наибольшей популярностью продолжают пользоваться Каймановы острова. Страны с переходной экономикой переключились с международных кредитов на международные долговые ценные бумаги. Финансирование государств в Восточной Европе отличается сильной региональной дифференциацией. Транснациональ-

---

<sup>129</sup> [www.ng.ruleconomics.ru](http://www.ng.ruleconomics.ru).

<sup>130</sup> Моисеев С.Р. Международное кредитование в 1999–2000 годах // Банковское дело. 2000. № 12. С. 38.

ные банки расширили кредитование польских заемщиков на 3,4 млрд долл., скупили венгерских ценных бумаг на 1,1 млрд долл. и изъяли из России 8,1 млрд долл. Несмотря на общий отток средств с отечественного рынка за рубеж, со второй половины 1999 г. можно говорить о возобновлении финансирования российского небанковского сектора. По данным Банка международных расчетов, в последнем квартале 1999 г. немецкие банки приобрели ценные бумаги российского небанковского сектора на 0,4 млрд долл.

По мнению экспертов МВФ, отраженном в ежегодном обзоре Международные рынки капитала, систематические дестабилизации развивающихся рынков и последние тенденции развития международного банковского дела могут привести к ускорению долгосрочного сдвига от кредитования к финансированию через долговые ценные бумаги и акции. За период 1989–1998 гг. доля облигаций в общем объеме финансирования выросла с 27 до 46 %, в то время как доля акций увеличилась с 1 до 8 %, а доля банковских ссуд упала с 72 до 45 %.

В 2000 г. банковское кредитование развивающихся рынков заметно увеличилось, в первую очередь за счет кредитов, предоставленных Азии, крепнейшему региону растущих рынков, которые выросли на 250 % за год. Размер кредитования других регионов в одних случаях не изменился, в других даже несколько сократился.

Объем сделок в Азии, пострадавший от кризиса 1997 г., более чем утроился, достигнув отметки 78,7 млрд долл. в 2000 г. Рост был особенно сильным в Гонконге, Тайване и Малайзии, которые в совокупности составили 60 % от всего азиатского рынка кредитования в 2000 г. в соответствии с данными ThomsonFinancial.

Устойчивый спрос на активы, номинированные в национальной валюте, такие как телекоммуникации, привели к снижению стоимости кредита, что сопровождалось удлинением сроков. Единственное исключение составили Филиппины, где стоимость кредита в последние месяцы 2000 г. существенно возросла из-за политических проблем. В Азии, как и на других развивающихся рынках, синдицированные кредиты — основной источник внешнего финансирования для компаний.

Таблица 7.6

Крупнейшие синдицированные кредиты российским компаниям в 2002–2005 гг.

Компании	Сумма, млн долл.	Даты	Организаторы	Участники Синдиката
НКЮКОС	1000	24.09.03	Citigroup; HSBC; SG Corporate & Investment Banking	Calyon; Commerzbank; Deutsche Bank; ING; HSBC; KBC; BNP Paribas; SG Corporate & Investment Banking; Citigroup; UFJ Group
«ЛУКОЙЛ»	765	11.11.03	ABN AMRO; Citigroup	ABN AMRO; Citigroup

Компании	Сумма, млн долл.	Даты	Организаторы	Участники Синдиката
«Газпром»	1100	27.04.04	Calyon	Commerzbank; Deutsche Bank; RBS; BayernLB; KfW; Dresdner Kleinwort Wasserstein; KBC; SG Corporate & Investment Banking; Citigroup; Sanpaolo IMI SpA; ING; DePfa Croup; Calyon
«Норильский никель»	800	27.04.04	Citigroup	Commerzbank; Credit Suisse First Boston; HSBC; BNP Paribas; SG Corporate & Investment Banking; Citigroup; Natexis Banques Populaires; ING
ТНК	1000	02.09.04	ABN AMRO; BNP Paribas; Citigroup	WestLB; BNP Paribas; Citigroup; Natexis Banques Populaires; Mizuho; Dresdner Kleinwort Wasserstein; Sumitomo Mitsui Banking Corp; ABN AMRO; Calyon
«Русский алюминий»	800	10.09.04	BNP Paribas; Citigroup	Commerzbank; BayernLB; Moscow Narodny Bank; Standart Bank; HSBC; Barclays; BNP Paribas; Citigroup; Natexis Banques Populaires; UFJ Croup; ING; ABN AMRO
Роснефть	800	17.09.04	ABN AMRO	ABN AMRO
Газпром	1100	24.09.04	ABN AMRO	ABN AMRO
Газпром	972	27.05.05	ABN AMRO	Commerzbank; WestLB; BayernLB; Mizuho; Sumitomo Mitsui Banking Corp; ABN AMRO; Calyon; SG Corporate & Investment Banking
Роснефть	2000	29.07.05	ABN AMRO; Barclays	Barclays; ABN AMRO

Источник: Паппэ Я., Галухина Я. Внешнеэкономические факторы трансформации крупного бизнеса в России // Вопросы экономики. 2005. № 10. С. 76.

Рынок облигаций играет в 2000 г. второстепенную роль, так как компании, как правило, не в состоянии получить высокие кредитные рейтинги, чтобы привлечь внимание к своим облигациям.

В Латинской Америке более дешевая стоимость кредита способствовала тому, что доля синдицированного корпоративного кредита на общем рынке ссудного капитала увеличилась с 70 до 74 %. В абсолютных показателях, тем не менее, объемы кредитования упали в этом году до уровня 28 млрд долл. по сравнению с 38,7 млрд долл. в 1999 г. Аналитики полагают, что рынок почти полностью оправился после прокатившейся волны кризисов, включая девальвацию бразильского реала в 1999 г.

### **7.6. Россия — кредитор. Управление внешним долгом России (ретроспективный анализ)**

Доставшиеся России в наследство от Советского Союза требования по предоставленным другим странам кредитам составляют внушительную сумму,

однако возврат этих денег оказался более проблематичным, чем можно было ожидать. Кредиты давали государствам-членам СЭВ, а также дружественным странам развивающегося мира, на которые делала ставку советская внешняя политика. Они предназначались как на оплату поставляемого промышленного оборудования и технической помощи, так и в значительной части оружия и военной техники. Должниками в данном случае выступают развивающиеся страны, которым кредиты предоставлялись на основе межправительственных соглашений исходя из политических и военно-стратегических соображений. Политические мотивы при этом превалировали над соображениями кредитоспособности получателей и рисками невозврата долга<sup>131</sup>.

Ряд должников России относится к числу наименее развитых стран. А согласно договоренностям, достигнутым в рамках переговоров семи ведущих держав мира, до 80 % долга таких стран подлежит списанию. Валютой кредита был переводной рубль или рубль. Поскольку валютные оговорки не включались в соглашение, то, в связи с обесценением рубля, некоторые страны-должники настаивают на пересчете суммы задолженности. И, наконец, ряд стран отказывается погашать долг, поскольку кредиты имеют ярко выраженную политическую окраску, а в отдельных случаях предоставлялись режимам, потерявшим власть.

На долю этих стран приходилось около 81 % совокупной задолженности России. Многие из них относятся к числу безнадежных заемщиков и не в состоянии возратить долги. По классификации Всемирного банка — это страны с низким доходом. В соответствии с мировой практикой таким государствам долги списывают частично или полностью и оказывают безвозмездную или льготную помощь.

На долю этих развивающихся стран приходилось 87,5 % импорта советской военной техники и вооружений. Наиболее крупными ее покупателями были Ирак, Сирия, Вьетнам, Ливия, Индия, Куба. Эти страны (кроме Кубы и Вьетнама) по своим экономическим и финансовым показателям могли обеспечить их оплату.

Проблематичность возврата кредитов определяется не только несостоятельностью российских должников, но и тем, что со многими странами кредитные соглашения в свое время не были оформлены. Подобные кредиты следовало бы оформить векселями или двусторонними договорами, а долги по межправительственным соглашениям переоформить в ценные бумаги, что дало бы возможность проводить операции по их обмену, продаже, переуступке, конвертированию в ценные бумаги, инвестиции и т.п. Все это требовало значительных дипломатических усилий, многие из которых оказывались тщетными. В итоге Россия располагала в большей степени не активами, а обещаниями получателей советских кредитов компенсировать в той или иной форме материальные затраты страны.

---

<sup>131</sup> Богомолов О.Т. Анатомия глобальной экономики: учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2004. С. 113.

Исходя из принципа, что проблема неплатежей не должна прерывать сложившиеся экономические связи России с зарубежными партнерами, Россия продолжала кредитовать некоторые развивающиеся и бывшие социалистические страны практически на прежних условиях, хотя это противоречило основам рыночной экономики.

Однако ежегодные валютные поступления (без учета результатов зачетов, организованных Минфином России) не превышали 300–400 млн долл. США в 1996–2001 гг.<sup>132</sup>

По оценке счетной палаты, на 1 января 1996 г. задолженность иностранных государств России по межправительственным кредитам равнялась 96,4 млрд р. В пересчете по курсу, котируемому ЦБ РФ для платежно-расчетных соглашений Советского Союза, этот долг равен 149,6 млрд долл. Однако, по официальной оценке, в лучшем случае может быть возмещена 1/3 этой суммы в течение нескольких десятилетий. По графику долг развивающихся стран России подлежал погашению в основном к середине 90-х гг. Однако объем его почти не сокращается, поскольку реально в счет этого долга поступает ежегодно не более 1,5 млрд долл., что составляет примерно 1/10 от платежей согласно графику. Должники России — 57 развивающихся стран. На Кубу, Монголию, Вьетнам приходилось свыше 40 % долга. Однако у этих стран просроченная задолженность составила около 1/2 суммы долга. Около 30 млрд долл. (1/5 суммы долга) приходилось на наименее развитые страны. Большинство из них вообще не производили никаких платежей, получая постоянные отсрочки. Лишь немногие страны (Индия, Пакистан, Бангладеш, Индонезия) выполняли свои обязательства. Из 1,5 млрд долл. ежегодных долговых поступлений около 1 млрд приходится на Индию.

Долг развивающихся стран России, как это предусмотрено соглашениями, в основном должен погашаться товарными поставками. Чтобы ускорить погашение долга Россия 1997 г. вступила в Парижский клуб в качестве государства-кредитора. Однако из числа российских должников лишь 25 стран (около 1/2) работают с Парижским клубом (Вьетнам, Йемен, Эфиопия, Алжир, Мозамбик и др.). На них приходится долг в размере 50 млрд долл.<sup>133</sup>

С Парижским клубом не работает самый крупный российский должник — Куба, а также Монголия, Сирия, Афганистан. Последние три страны должны России около 30 млрд долл. При урегулировании долга развивающихся стран России в рамках Парижского клуба значительная часть его в объеме 35–80 % списывается. Размер списания зависит от уровня развития страны и доли поставки военной техники в сумме долга.

Общая сумма задолженности иностранных государств (не считая стран СНГ) в 2004 г., по подсчетам Минфина РФ, составила около 97 млрд долл., что почти на 20 млрд выше показателя 2002 г. (76,7 млрд долл.). Как следует из объяснений специалистов, рост произошел из-за учета процентов.

---

<sup>132</sup> Богомолов О.Т. Анатомия глобальной экономики: учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2004. С. 64.

<sup>133</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Л.Н. Красавиной. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 553.

Официально объявлено списание 10-миллиардного долга Монголии перед Россией. Это можно расценивать как небольшую финансовую сенсацию. До сих пор таких беспрецедентных списаний наша страна не осуществляла. Рекордсменом была Эфиопия, которая получила «подарок» от России в виде прощенных 4 млрд долл.<sup>134</sup>

Одной из основных причин столь активного кредитования СССР других государств стала жесткая конкуренция, в связи с которой отечественная продукция и услуги не могли быть экспортированы на рынки развитых стран. Вместе с тем развитие сотрудничества на условиях подрядного строительства, технического содействия и компенсационных проектов было важно для поддержания наших позиций в процессе противостояния двух мировых экономических систем. При этом страны-реципиенты имели долгосрочные преимущества благодаря созданию промышленных объектов с помощью СССР, развитию национального производства, повышению занятости, улучшению позиции в региональном и мировом разделении труда. Комплексно решались вопросы дальнейшей эксплуатации, модернизации, обслуживания созданных производств с использованием советской техники, технологий, высококвалифицированных кадров. Решение таких вопросов давало возможность обеспечить достаточно высокий уровень занятости и в самом СССР.

Основная часть зарубежных кредитов, ставших основой формирования международных финансовых требований России, была предоставлена по линии экономического и технического сотрудничества с зарубежными странами Государственного комитета СССР по внешним экономическим связям (ГКЭС). Образованный в 1957 г. ГКЭС за более чем 30-летний период своей активной деятельности обеспечил сотрудничество по созданию 805 объектов в 84 государствах (11 европейских, 25 азиатских, 36 африканских и 12 латиноамериканских), из которых 72 государства, по статистике ООН, были отнесены к числу развивающихся и 23 — к наименее развитым странам.

Металлургия, энергетика, добывающая промышленность, транспорт и связь, жилищное и коммунальное строительство, мелиорация и развитие сельскохозяйственной переработки, военная сфера — вот неполный перечень отраслей, развитие которых за короткий период для многих развивающихся стран было бы немислимо без участия советских специалистов, оборудования, технологий и кредитов.

Оборотной стороной специфического участия СССР в международном разделении труда стала внешняя задолженность его зарубежных партнеров — развивающихся стран. Это глобальная проблема, которая обострилась в начале 80-х гг. и была обусловлена хроническим дефицитом текущего платежного баланса, структурным дисбалансом экономики в результате односторонней интеграции в мировое хозяйство. Лидерами среди мировых должников стали получатели советских кредитов — Египет, Индия, Индонезия, страны Африки. К концу XX в. из 127 развивающихся стран 70 имели просроченную задолженность или реструктурировали свои долги как минимум один раз.

---

<sup>134</sup> www.worldbank.org.

Однако с точки зрения возвратности и платности предоставляемых услуг, результаты экономического и технического сотрудничества СССР с развивающимися странами неоднозначны для России. Перспектив возврата долгов от развивающихся стран практически нет. Следовательно, российская кредитная политика, направленная на использование зарубежных активов для покрытия расходов по обслуживанию внешнего долга, а также крупных взаимозачетов, оказалась несостоятельной.

С точки зрения погашения долга и компенсации затрат нашей страны наименьший оптимизм вызывают бывшие развивающиеся страны социалистической ориентации. Это подтверждает вывод о том, что преобладание политических факторов при принятии решений редко оставляет возможность учета экономических обоснований и повышает реальность дефолта со стороны стран-должников<sup>135</sup>.

Таким образом, политизация международных кредитных отношений в итоге привела к накоплению международных требований СССР по предоставленным кредитам.

Также можно отметить частые случаи применения нерыночных льготных условий кредитования. Средняя процентная ставка по кредитам, предоставленным в 1981–1985 гг., была почти в три раза ниже, чем на кредитном рынке, а грант-элемент (элемент субсидий, определяющий потери кредитора по сравнению со среднерыночным уровнем) достигал 30 %<sup>136</sup>.

Таким образом, можно заключить, что Россия выступает в мировой экономике как страна, на плечах которой лежит крупный внешний долг как бывшего Советского Союза, так и собственный. Но «де-факто» она является кредитором остального мира, поскольку размеры утечки капиталов и суммы кредитов, предоставленных еще Советским Союзом, правопреемником которого стала Россия, намного перекрывают ее долговые обязательства. Но вернуть эти деньги в полном объеме не удастся. Многие кредиты оказались безнадежными и подлежат полному или частичному списанию. Что касается сбежавших сомнительных по своему происхождению капиталов, то даже при объявлении амнистии трудно рассчитывать на их полный возврат<sup>137</sup>.

Таким образом, к 2005 г. государственная внешняя задолженность составляет около 115 млрд долл. США (против 96,6 млрд долл. США на конец 1991 г.) в условиях беспрецедентного десятилетнего экономического спада, приведшего к падению ВВП страны почти на 50 %. Сегодня Россия занимает десятое место в мире по размерам внешней задолженности.

#### *Механизмы управления внешним долгом*

Проблема снижения долгового бремени остается весьма актуальной. В мировой практике существуют различные варианты ее решения. Одним из вариантов является досрочное погашение внешнего долга. В качестве благопри-

---

<sup>135</sup> Карелин О.В. Регулирование международных кредитных отношений России. М.: Финансы и статистика. 2003. С. 56–57.

<sup>136</sup> Там же. С. 60–61.

<sup>137</sup> Анатомия глобальной экономики: учеб. пособие / под ред. О.Т. Богомолова. М.: Финансы и статистика. 2004. С. 114.



ятного исхода им рассматривается полное погашение российского внешнего долга через десять лет. Как преимущество досрочной выплаты долга называется возможность стерилизовать избыточную денежную массу, возникающую в результате покупки Центральным банком экспортной выручки. Однако у этой позиции есть недостатки.

Во-первых, наличие внешнего долга само по себе не есть нечто негативное. Важно то, на какие цели идут поступившие в страну средства. Во-вторых, небольшой объем внешнего долга не гарантирует защиты от экономических проблем, если они проявляются в других сегментах финансовой системы, а обесценение национальной валюты способно резко увеличить относительный размер долга.

Следует отметить, что сами кредиторы часто противодействуют досрочному погашению долга, поскольку нарушаются ранее достигнутые договоренности. На практике Россия досрочно погашает свои обязательства перед МВФ, и при существующих графиках выплат Россия уже к 2007–2008 гг. может полностью погасить свою задолженность фонду<sup>138</sup>.

Вообще, существует три основных пути решения вопроса возврата международных кредитов:

– рефинансирование — это привлечение новых кредитов для погашения уже существующих;

– реструктуризация — это одна из форм реорганизации условий выплаты долга, в ходе которой должники и кредиторы договариваются об отсрочке выплат задолженностей по основной сумме кредита и по процентам, срок которых должен наступить в определенный период, а также о новом графике таких платежей;

– конверсия — это обмен внешней задолженности на акции или другие активы<sup>139</sup>.

В отношении же других кредиторов (не относящимся к международным финансовым организациям) Лондонскому клубу кредиторов в 2000 г. долг перед клубом в размере 31,8 млрд долл. переоформлен в виде еврооблигаций со сроком погашения в течение 30 лет на сумму 21,2 млрд долл. (просроченные проценты — в еврооблигации со сроком погашения 10 лет). При этом процентная ставка по еврооблигациям была установлена на уровне ниже рыночного. Реструктуризация долга перед Лондонским клубом позволила перенести пик платежей по нему, а также списать его часть. Представляется более перспективным другой вариант решения долговой проблемы: реструктуризация долга, в том числе его конверсия.

Важным дополнением к секьюритизации долга в современных российских условиях представляется реализация схем конверсии долга. Здесь возможны различные варианты: обмен долга на товарные поставки, на вложения в охрану окружающей среды, на акции, на инвестиции. Сущность обмена долга

---

<sup>138</sup> Лебедев А. Управление внешним долгом в России // Проблемы теории и практики управления. 2004. № 2. С. 35.

<sup>139</sup> Хамаганова Л.Д., Цвигун И.В. Международная экономика: макроэкономика: учеб. пособие. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2003. С. 344.

на инвестиции в том, что часть суммы долга по согласованию с кредитором погашается, но при этом происходит ее конвертация в местную валюту, которая может направляться только на осуществление конкретного инвестиционного проекта на территории страны-должника. В результате экономика последнего получает импульс для развития, а кредитор — возможность получения дополнительных доходов.

Вариант конверсии долга в инвестиции может дать позитивные последствия для российской экономики. Так, Россия с 1992 по 2002 г. привлекла всего около 26,5 млрд долл. прямых иностранных инвестиций. В последние годы намечается увеличение притока иностранных инвестиций, но все еще в недостаточном объеме. Поэтому конверсия долга может стать одним из сигналов того, что правительство поощряет привлечение внешних средств для вложения их в российскую экономику.

В этом отношении показателен пример с выплатой России долга Чехии. В октябре 2001 г. премьер-министры двух стран договорились, что из общей суммы долга 3,6 млрд долл., 2,5 млрд долл. будет погашаться в 2001 г. по денежной схеме, а еще на 1,1 млрд долл. Россия до 2020 г. будет поставлять Чехии товары, преимущественно военно-технического назначения. Права на 2,5 млрд долл. долга переуступлены чешским правительством фирме «Falkon» за 550 млн долл. В свою очередь с российской стороны контрагентом по сделке выступало РАО «ЕЭС России». Из 2,5 млрд долл. сумма 1,15 млрд долл. списана, а 1,35 млрд долл. РАО «ЕЭС России» выплатило фирме «Falkon» своими векселями. Позитивной стороной сделки стало то, что российская энергетическая компания рассчиталась за долги своих дочерних предприятий перед поставщиками (Газпромом и Росэнергоатомом), а те в свою очередь — по своим платежам в бюджет. Однако не следует забывать, что около 800 млн долл. оказались доходом посредников. При этом Министерство финансов Чехии считает, что ничего не потеряло; поскольку продало долг по рыночной стоимости российских еврооблигаций. Счетная палата России также не обнаружила нарушений в этой схеме погашения долга. Тем не менее, остается открытым вопрос об экономической целесообразности подобных схем.

Различные варианты реализации схожей схемы, которую условно можно назвать «долги в обмен на долги», прорабатываются до сих пор. Так, Альфа-банк согласился выкупить часть российского долга перед Словакией в обмен на уступку Министерством финансов РФ требований по долгам дочерних предприятий телекоммуникационной компании «Связьинвест».

Пример сделки с компанией «Falkon» хорошо иллюстрирует ситуацию, когда при решении долговых проблем выигрывает главным образом третья сторона, а национальная экономика, хотя и получает некоторые преимущества (снижение долгового бремени, частичное решение проблемы неплатежей), но не в полной мере, т.е. возникают так называемые потери мертвого груза<sup>140</sup>.

---

<sup>140</sup> Лебедев А. Управление внешним долгом в России//Проблемы теории и практики управления. 2004. № 2. С. 36–38.

Эксперты отмечают, что в настоящий момент для России наиболее удачной представляется конверсия внешнего долга в инвестиции или акции предприятий. Однако необходимо сделать некоторые оговорки.

При осуществлении подобного варианта государство должно выбирать для вложений те отрасли, которые важны для развития национальной экономики, действительно нуждаются в значительных внешних ресурсах и не могут привлечь их в обычной ситуации. Как правило, это отрасли с высокой долей добавленной стоимости, значительными незагруженными производственными мощностями. Инвестирование в них не приведет к искусственному расширению совокупного спроса и раскручиванию инфляции.

Для бюджета страны схемы конверсии долга в инвестиции означают снижение издержек по обслуживанию внешнего долга в перспективе, а также увеличение доходов в результате развития отдельных отраслей национальной экономики. Еще одним преимуществом является использование национальной валюты и тем самым устранение в перспективе валютного риска, а также необходимости для правительства приобретать иностранную валюту.

Представляется целесообразным задействовать в конверсионных операциях как нерезидентов, так и резидентов. Решающую роль должны играть определение цены конверсии и заинтересованность инвестора в реализации соответствующего инвестиционного проекта развития производства.

К сожалению, отсутствие ясной государственной промышленной политики, в том числе четко обозначенных приоритетов, препятствует эффективному осуществлению схем обмена долга на инвестиции<sup>141</sup>.

Тем не менее, постепенно происходит переход от двухстороннего урегулирования долговой проблемы по схеме конверсии в инвестиции к многостороннему урегулированию. В марте 2003 г. Парижским клубом кредиторов принято решение об обмене 10 % российского долга на инвестиции. На тот момент он составлял около 40 млрд долл., что означало возможность вложения в экономику страны порядка 4 млрд долл.

Парижский клуб соглашается на проведение конверсионных операций в определенной пропорции от суммы внешнего долга страны. Эти операции проводятся на двусторонней основе и добровольно. Они регулируются стандартными условиями соглашений, но должник и кредитор должны сообщать о своих действиях по обмену долга в докладе, направляемом в секретариат клуба кредиторов. В наибольшей степени конверсионные операции с внешним долгом со стороны кредиторов практикует Франция. Основным кредитором России является Германия, которая не очень охотно идет на проведение конверсии внешнего долга. На переговорах во Франции и Германии предложено досрочно погасить российские долги перед Парижским клубом. Кредиторы также заинтересованы в этом, поскольку и Франция, и Германия испытывают проблемы с дефицитом государственного бюджета. Досрочное погашение российского долга могло хотя бы отчасти способствовать решению бюджетных проблем в этих

---

<sup>141</sup> Лебедев А. Управление внешним долгом в России//Проблемы теории и практики управления. 2004. № 2. С. 37.

странах. Россия же заинтересована в этом процессе в силу падения рыночных ставок по еврооблигациям, а также учитывая присвоение стране инвестиционного рейтинга агентством Moody's. МВФ заявил, что готов поддержать досрочное погашение долга Парижскому клубу, если такое решение будет принято российскими властями<sup>142</sup>.

Перспективным вариантом урегулирования долговой проблемы является схема обмена долга на товары. В 2002 г. Внешэкономбанк как агент российского правительства реализовал подобную схему в отношениях со Словакией. Эта операция предусматривала погашение части долга перед Словакией поставками вьетнамских товаров, поступающими в счет погашения задолженности Вьетнама перед Россией. Фактически в данном случае произошел обмен долга на долг. Но возможен и другой вариант — стимулирование российского экспорта и внутреннего производства в результате осуществления схем конверсии.

Проблема с товарными поставками заключается в том, что страна-кредитор должна быть заинтересована в приобретении соответствующих товаров, а страна-должник — активно способствовать их продвижению на рынок страны-кредитора. Здесь, как и в случае с инвестиционными схемами, решаются вопросы не только долговой политики в узком смысле, но и содействия развитию определенных отраслей национальной экономики со стороны государства. В данном случае должны соблюдаться принципы, схожие с теми, которые были отмечены для варианта конверсии долга в инвестиции. Имеет смысл осуществлять в счет оплаты долга поставки тех товаров, которые в обычных условиях затруднительны в силу тех или иных обстоятельств (например, ограничения со стороны платежеспособного спроса потребителя). В то же время наращивание производства этих товаров должно способствовать диверсификации структуры национальной экономики. Наиболее удачны в этом отношении поставки продукции машиностроительной отрасли.

Помимо того, что Россия является крупным должником, она также продолжает оставаться страной-кредитором. Однако объем ее внешних активов за последнее время существенно сократился. Так, по оценкам, объем внешних финансовых активов на начало 2003 г. был в 2 раза меньше, чем в начале 90-х гг. Этому отчасти способствовала реструктуризация задолженности беднейшим странам в рамках Парижского клуба. В результате этого Вьетнаму, Йемену и Мозамбику списано 19,5 млрд долл.

Представляется, что Россия, являясь крупным должником и кредитором, могла бы добиться в рамках Парижского клуба списания части своего долга в обмен на списание долга беднейшим странам. Однако возможность реализации подобного варианта в значительной степени упущена. В отношении урегулирования долга России могут быть осуществлены перспективные схемы конверсии долга в обмен на инвестиции или поставки товаров, рассматривавшиеся выше. Их эффективность необходимо измерять с точки зрения повышения вероятно-

---

<sup>142</sup> Лебедев А. Управление внешним долгом в России // Проблемы теории и практики управления. 2004. № 2. С. 38.

сти получения отдачи от долговых обязательств, содействия развитию российской экономике, в том числе и экспорта, внешнеэкономической экспансии.

Подобные схемы начали действовать. В ноябре 2002 г. достигнуто соглашение об обмене долга на инвестиции на государственном уровне с Арменией. По соглашению Россия получает акции пяти армянских предприятий в обмен на погашение 93,76 млн долл. долга<sup>143</sup>.

Основными направлениями определения выгодных в финансовом отношении схем использования международных финансовых требований России возможными участниками внешнеторговых операций можно считать следующие:

1. Отбор товаров, представляющих потенциальный интерес для российского рынка и пользующихся долгосрочным спросом. Здесь имеются некоторые возможности. Например, до 90-х гг. импорт из Гвинеи покрывал существенную долю потребностей алюминиевой промышленности СССР в бокситах, которые поставлялись в счет погашения межгосударственных кредитов этой стране. После перехода завода-потребителя к Украине это сотрудничество прекратилось, и поставки не были продолжены. Но Украина оплачивала свободно конвертируемой валютой импорт бокситов для своих потребностей, что вызвало нежелание Гвинеи поставлять эту продукцию России в счет погашения своего долга. Для определения выгоды для России возобновления поставок гвинейских бокситов в уплату долга требовалось провести маркетинговое исследование и переговоры с гвинейской стороной. Такие переговоры состоялись в 2002 г., и были получены предварительные договоренности. Наследником советского проекта стала группа «Сибирский алюминий», активно ищущая и других участников среди российских и иностранных профильных компаний.

2. Для решения проблемы погашения долга необходимо установление контактов с деловыми и управленческими кругами стран-должников и разработка схем погашения, представляющих для них финансовый интерес. Требуется, кроме того, добиться принятия руководством стран-должников предлагаемой схемы погашения задолженности. Прецеденты таких сделок имеются. В частности, в марте 1995 г. йеменская компания «Шахер», имеющая обязательства правительства Йемена, заключила контракт о выкупе всех финансовых требований России за 10 % номинала с целью частичного погашения долга в пользу России поставками нефти. Однако сделка не была реализована до 1999 г. и подлежала аннулированию как несостоявшаяся.

3. Выкуп определенной части долга возможен при наличии инвестиционных проектов российской стороны в странах-должниках, которые могли бы частично финансироваться в местной валюте или путем конверсии долга в собственность. Например, по линии Минтопэнерго России разрабатывался проект строительства ТЭЦ в Индии с применением таких схем. Однако до настоящего времени конкретных решений по этому вопросу не принято<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> Лебедев А. Управление внешним долгом в России // Проблемы теории и практики управления. 2004. № 3. С. 39.

<sup>144</sup> Карелин О.В. Регулирование международных кредитных отношений России. М.: Финансы и статистика, 2003. С. 72.

Говоря о долговой политике России в контексте финансовой глобализации, нельзя не отметить ведущиеся дискуссии об урегулировании ситуации с внешним долгом в мировом масштабе. Участвовавшие дефолты последних лет, сделали актуальным вопрос о признании банкротом суверенного государства. Фактически предлагаются два варианта подходов к реструктуризации долга в мировом масштабе: *контрактный и законодательный*. Контрактный подход предполагает добровольное изменение долговых обязательств по соглашению с кредитором, а законодательный — принятие международного договора, признаваемого всеми странами. Преимущество законодательного подхода заключается в том, что он приведет к институционализации долговых отношений в глобальном масштабе. Однако с его воплощением возникают многочисленные проблемы, связанные с координацией действий кредиторов, выработкой общих критериев для реструктуризации долга, длительностью процедур принятия и реализации этого подхода<sup>145</sup>.

#### *Институциональные механизмы управления внешним долгом России*

В институциональной структуре управления государственным долгом России имеет место ряд значительных недостатков. К ним в первую очередь следует отнести:

- отсутствие стратегического подхода и преобладающий краткосрочный характер мер в области управления государственным долгом;
- отсутствие четкой координации между операциями на рынках внешних и внутренних долговых обязательств;
- непрозрачность долговой политики для кредиторов и инвесторов, отсутствие регулярной отчетности по государственному долгу.

В действующей системе управления долгом отсутствует четкое законодательное закрепление разделения компетенции между ветвями государственной власти, единая система анализа и оценки рисков, координация долговой политики с политикой в области управления золотовалютными резервами и процентной политикой Центрального банка России.

Исполнительные органы только начинают овладевать рациональными механизмами управления государственным долгом.

В процессе управления государственным долгом должны решаться следующие задачи:

- минимизация стоимости привлекаемых внешних займов;
- снижение общих издержек по обслуживанию внешнего долга;
- повышение эффективности использования привлекаемых ресурсов;
- поддержание стабильности функционирования политической системы и престижа государства;
- обеспечение социальной стабильности;
- сохранение национальной безопасности<sup>146</sup>.

Управление долгом можно разделить на три основных элемента: управление временной структурой обязательств, их валютной структурой и широким

---

<sup>145</sup> Лебедев А. Управление внешним долгом в России // Проблемы теории и практики управления. 2004. № 3. С. 39-40.

<sup>146</sup> www.sostav.ru.

спектром инструментов заимствования, включая не только традиционные инструменты, такие как облигации, но и, например, производные контракты. Действительно, перед суверенным заемщиком стоят проблемы не только срочности кредитов, но и того, в какой валюте выгоднее делать заимствования и с помощью каких инструментов минимизировать издержки по обслуживанию долга.

Ответы на подобные вопросы зависят от массы факторов, начиная от конъюнктуры кредитного рынка и заканчивая характером потребностей экономики заемщика. Вопрос определения рационального соотношения в долговых обязательствах между евро и долларом остается исключительно важным. Для повышения эффективности управления валютной структуры долга можно, например, проводить операции своп или иными способами менять валютную структуру уже существующих обязательств.

Одной из основных целей управления временной структурой долга должен стать контроль над графиком платежей с тем, чтобы, с одной стороны, в нем отсутствовали периоды пиковых нагрузок, а с другой, чтобы основные выплаты по долгам приходились на период ожидаемого роста экономики. При этом ключевым моментом является непрерывность управления, в процессе которого могла бы обеспечиваться корректировка заимствований в зависимости от существующего платежного графика и прогнозов состояния экономики<sup>147</sup>.

Вообще, зарубежный опыт показывает, что существует несколько организационных форм управления государственным внешним долгом, в которых основная ответственность ложится на следующие ведомства:

1. *Министерство финансов.* В некоторых странах (Аргентина, Япония, США) разработка стратегии и тактики управления внешним долгом поручена отдельному структурному подразделению Министерства финансов. В Бразилии, Франции и Испании эти функции наряду с централизованным управлением финансовыми ресурсами и пассивами переданы казначейству. Центральный банк курирует лишь ряд технических аспектов в процессе управления внешним долгом.

2. *Центральный банк.* В данном случае он ответствен за разработку стратегии, управление государственным внешним долгом в краткосрочной перспективе, а также за выполнение некоторых оперативных функций. Это имеет место в странах, где управление внешним долгом интегрировано в монетарную политику государства (Пакистан) либо где Центральный банк непосредственно осуществляет долговую программу (Италия).

3. *Агентство по управлению долгом.* При данной организационной форме управления внешним долгом наиболее отчетливо разделение между бюджетной, монетарной политикой и политикой управления внешним долгом. Такие организационные формы управления долгом начали появляться только в конце 1980-х гг. и существуют на данный момент во многих странах, в частности в Австрии, Германии, Бельгии, Великобритании и Ирландии.

---

<sup>147</sup> Кузьменко А.А., Моргунов Е.В. Институциональные механизмы управления внешним долгом России // Конкурентность и повышение стоимости бизнеса. 2004. № 12. С. 11–12.

В некоторых странах в структуре управления внешним долгом задействованы другие институты, однако обычно они выступают в качестве вспомогательных звеньев указанных трех ключевых структур. Тем не менее, даже там, где созданы агентства по управлению долгом, функция формулирования долговой политики осталась за правительствами. Российская Федерация стала единственной республикой бывшего СССР, унаследовавшей институты управления государственным долгом. Этот факт имел как положительные, так и отрицательные последствия для ее экономики. С одной стороны, наличие сложившихся организационных структур и квалифицированных кадров на определенном этапе облегчило управление государственным внешним долгом. С другой — эти структуры несли на себе отпечаток пережитков командно-административной системы, что тормозило реформирование экономики<sup>148</sup>.

Создание отдельной структуры по управлению государственным внешним долгом по типу независимого агентства позволяет:

- более четко разграничивать фискальную политику государства и политику в области управления внешним долгом;
- более активно и оперативно управлять внешним долгом за счет снятия бюрократических барьеров;
- установить жесткие бюджетные ограничения для правительства страны;
- добиться более полного учета всех внешних заимствований;
- привлечь самых квалифицированных специалистов за счет снятия ограничений в оплате труда;
- облегчить доступ информации для кредиторов благодаря большей открытости структуры<sup>149</sup>.

Изменение институциональной структуры управления внешним долгом должно учитывать следующие принципы:

В мировой практике все более широкое применение находит альтернативный подход в реализации государственной долговой политики, предусматривающий делегирование полномочий независимым агентствам по управлению государственным долгом.

Эффективная система управления суверенными заимствованиями должна строиться, учитывая следующие условия: установление ясных целей долговой политики, четкое разделение сфер ответственности и подотчетности между монетарной и долговой политикой, определение стратегических рамок управления долговыми обязательствами<sup>150</sup>.

Происходящие в последнее время процессы замещения государственного долга внутренним существенно увеличивают спрос на национальную валюту. В целях погашения и обслуживания государственного внутреннего долга правительство начало осуществлять эмиссию государственных ценных бумаг, в значительной части выкупаемых Банком России. Кроме того, Банк России креди-

---

<sup>148</sup> Ситников Р. Внешний долг России: совершенствование институциональной структуры // Экономические стратегии. 2004. № 5-6. С. 95.

<sup>149</sup> Там же. С. 97.

<sup>150</sup> Кузьменко А. А., Моргунов Е.В. Институциональные механизмы управления внешним долгом России // Конкурентность и повышение стоимости бизнеса. 2004. № 12. С. 17–18.



тует Внешэкономбанк, а последний, в свою очередь, — Министерство финансов РФ на цели обслуживания и погашения внешнего долга.

### **7.7. Позитивная и негативная роль кредита**

Посредством выполнения взаимосвязанных функций международный кредит играет двоякую роль — позитивную и негативную.

Позитивная роль международного кредита заключается в ускорении развития производственных сил путем обеспечения непрерывности процесса воспроизводства и его расширения. При этом проявляется их взаимосвязь. Международный кредит играет роль связующего звена и передаточного механизма, воздействующих на внешнеэкономические отношения, и в конечном счете на воспроизводство.

Будучи продуктом роста производства, международный кредит одновременно является его необходимым условием и катализатором. Он способствует интернационализации производства и обмена, образованию и развитию мирового рынка, углубляет международное разделение труда. Международный кредит содействует ускорению процесса воспроизводства по следующим направлениям.

*Во-первых, кредит стимулирует внешнеэкономическую деятельность страны.* Тем самым создается дополнительный спрос на рынке для поддержания конъюнктуры. Внешняя торговля в кредит стала международной нормой, особенно для товаров, имеющих длительный цикл изготовления, потребления и высокую стоимость. В условиях удорожания продукции и увеличения доли машин и оборудования в мировой торговле, импортеры и экспортеры заинтересованы в использовании внешнеторговых кредитов. Строительство предприятий за рубежом также осуществляется за счет кредита, используемого для оплаты импортного оборудования, особенно технологического и энергетического. В современных условиях возросла «связанность» кредитов с экспортными поставками из страны-кредитора. Условием займа ставится расходование его на закупку товаров в кредитующей стране. Тем самым международный кредит служит средством повышения конкурентоспособности фирм страны-кредитора.

*Во-вторых, международный кредит создает благоприятные условия для зарубежных частных инвестиций,* так как обычно связывается с требованием о предоставлении льгот инвесторам страны-кредитора; применяется для создания инфраструктуры, необходимой для функционирования предприятий, в том числе иностранных и совместных, способствует укреплению позиций национальных предприятий, банков, связанных с международным капиталом.

*В-третьих, кредит обеспечивает бесперебойность международных расчетных и валютных операций,* обслуживающих внешнеэкономические связи страны.

*В-четвертых, кредит повышает экономическую эффективность внешней торговли* и других видов внешнеэкономической деятельности страны.

*Негативная роль международного кредита в развитии рыночной экономики заключается в обострении ее противоречий.* Прежде всего, *углубляются диспропорции в экономике.* Международный кредит форсирует перепроизвод-

ство товаров, перераспределяя ссудный капитал между странами и содействуя скачкообразному расширению производства в периоды подъема и периодическим его спадом. Международный кредит усиливает диспропорции общественного воспроизводства, облегчая развитие наиболее прибыльных отраслей и задерживая развитие отраслей, в которые не привлекается иностранный капитал. Международный кредит — орудие конкурентной борьбы стран за рынки сбыта, сферы приложения капитала, источники сырья, за превосходство в решающих областях научно-технического прогресса. Предприятия активно используют кредит для приобретения источников сырья, расширения рынков сбыта, сфер приложения капиталов. По каналам мирового рынка ссудных капиталов происходит перемещение «горячих» денег, усиливающее неустойчивость денежного обращения и кредита, валютной системы, валютной системы, платежных балансов, национальной и мировой экономики в целом. При этом проявляются границы международного кредита, которые зависят от: закономерностей процесса материального производства и распределения совокупного общественного продукта, постоянной возобновляемости кругооборота капитала, что определяет источники и потребности в иностранных заемных средствах; обеспечения возвратности кредита в срок.

Кредитная политика стран служит средством укрепления позиций страны-кредитора на мировых рынках.

Во-первых, международный кредит способствует созданию и укреплению в странах должниках выгодных для стран-кредиторов экономического и политического режимов.

Международный кредит служит одним из источников финансирования войн.

В целях укрепления позиций ведущих стран банки, государства, международные и региональные валютно-кредитные и финансовые организации периодически проводят политику кредитной дискриминации и кредитной блокады по отношению к определенным странам, которые проводят неуютную им политику. Кредитная дискриминация — установление худших условий получения, использования и погашения международного кредита для определенных заемщиков по сравнению с другими в целях оказания на них экономического и политического давления. Основные методы кредитной дискриминации — кредитные ограничения, повышение процентных ставок, комиссионных вознаграждений и сборов, сокращение всего срока или льготного периода, требование дополнительного обеспечения, внезапное уменьшение суммы кредита, обусловленность его предоставления мероприятиями экономического и политического характера.

После второй мировой войны, в периоды обострения «холодной войны», США и их союзники по НАТО использовали кредитную дискриминацию по отношению к СССР и другим социалистическим странам, затрудняя кредитование экспорта товаров, отказываясь предоставлять долгосрочные кредиты и государственные гарантии по ним, ухудшая условия кредитов. В настоящее время кредитная дискриминация применяется как средство политического давления в отношении России и отдельных развивающихся стран.

Еще более жесткой экономической санкцией является кредитная блокада — отказ предоставлять кредиты той или иной стране. Обычно кредитная блокада тесно связана с экономической блокадой, иногда оформляется правительственными распоряжениями или декретами, чаще проводится неофициально в виде отказа предоставить кредит по различным мотивам.

После второй мировой войны страны НАТО во главе с США проводили кредитную блокаду в отношении социалистических стран. Так, МБРР в 1947 г. отказался предоставить кредиты Чехословакии и Польше, хотя они как жертвы фашистской агрессии имели первоочередное право на получение ссуд для восстановления разрушенной экономики. Далее, в 1971 г. международные банки прибегали к кредитной блокаде Чили после прихода к власти правительства Народного единства во главе с С. Альенде<sup>151</sup>.

В 1945 г. США организовали кредитную блокаду по отношению к Никарагуа, проводившей неуютную им внешнюю политику. Межамериканский банк развития также отказал в кредитах этой стране.

Двойная роль международного кредита в условиях рыночной экономики проявляется также в его использовании, с одной стороны, для развития взаимовыгодного сотрудничества стран, а с другой стороны — как средства конкурентной борьбы.

Интернационализация производства и обмена, появление новых форм мирохозяйственных связей служат объективной основой развития разнообразных форм развития кредита.

Международный кредит используется для перевода прибылей из стран-заемщиков, усиливая позиции стран-кредиторов. В то же время ежегодные платежи по возврату ссуд с процентами, превышающие определенную величину чистого дохода общества, за счет которого формируются накопления, обеспечивающие рост производства, отрицательно влияют на источники формирования этих накоплений в странах-должниках. Неспособность выплатить страны-заемщика кредитов стране-кредитору приводит к возникновению внешней задолженности стран.

Существует большое количество методов решения проблемы внешнего долга. К ним относятся как бюджетно-экспортные, так и финансово-технические. Бюджетные методы являются по своей природе долгосрочными и связывают решение проблемы с увеличением экспорта, улучшением торгового баланса страны, а также с увеличением ВВП и государственного бюджета. Технические же методы являются краткосрочными и позволяют решить проблему путем улучшения заимствования, уменьшения общей суммы долга, изменения временной структуры платежей<sup>152</sup>.

Опыт стран убедительно показывает, что проблемы внешнего долга оказывают непосредственное воздействие на динамику инвестиций и экономический рост.

---

<sup>151</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Л.Н. Красавиной. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 246.

<sup>152</sup> Карелин О.В. Регулирование международных кредитных отношений России. М.: Финансы и статистика, 2003. С. 147.

Анализ опыта по урегулированию проблем внешнего долга позволяет сделать вывод, что определяющее влияние на ослабление долгового бремени оказывают реальные результаты в проведении экономических реформ. С одной стороны, достижение макроэкономической стабилизации, обеспечение устойчивого экономического роста, создание благоприятных условий для притока в страну иностранного капитала кардинально меняют отношение западных финансовых кругов к вопросам обслуживания той или иной страной своего внешнего долга. С другой стороны, укрепление валютно-экономических позиций страны ведет к снижению задолженности и стабилизации ее размеров при заметном улучшении показателей, которые характеризуют тяжесть долгового бремени (отношение суммы внешнего долга и платежей по его обслуживанию к объему ВВП, экспорта и др.)

Одновременно зарубежными странами использовался ряд специфических методов урегулирования внешней задолженности (реструктуризация, конверсия долгов, продажа на вторичном рынке и т.д.), которые проявились в результате обострения глобальной долговой проблемы в 1980-е гг. Эти методы позволили уменьшить давление выплат внешних кредитов на экономику, привлечь дополнительные иностранные инвестиции, что привело к экономическому росту в этих странах.

Таким образом, проблема урегулирования внешней задолженности носит комплексный характер, поскольку затрагивает все аспекты экономической политики.

В настоящее время Россия концентрируется главным образом на технических средствах решения проблемы. Речь идет, в частности об использовании таких классических инструментов, как реструктуризация долга, а также конверсия части долговых обязательств на имущественные активы на территории России. Предлагаются также менее традиционные механизмы — долги в обмен на природу, безопасность, переоформление кредиторской задолженности под расчеты по дебиторской задолженности.

Стратегия умеренного наращивания внешнего долга, как показывает опыт многих стран, приемлема лишь при переходе к экономическому подъему, поскольку увеличение ВВП вызывает рост налоговых поступлений — источника погашения задолженности.

Таким образом, кредит является неотъемлемым элементом рыночного хозяйства и подразумевает предоставление ссуды в денежной или товарной форме на условиях возвратности, срочности и уплаты определенного процента.

Место и роль кредита в международных валютно-кредитных отношениях определяются выполняемыми им функциями:

- перераспределительная функция;
- экономия издержек обращения;
- ускорение концентрации капитала;
- обслуживание товарооборота;
- ускорение научно-технического прогресса.

Кредит играет специфическую роль в экономике: он не только обеспечивает непрерывность производства, но и ускоряет его.

Являясь экономической категорией, кредит выражает экономические отношения, возникающие между собственниками (хозяйствующими субъектами) по поводу перераспределения временно свободных материальных ресурсов, денежных средств на условиях возвратности, срочности уплаты процента. Он выступает самостоятельной экономической категорией и имеет существенные отличия от родственной категории «финансы». Международный кредит является разновидностью экономической категории «кредит» и имеет разнообразные формы. Средства для международного кредита мобилизуются на международном рынке ссудных капиталов, на национальных рынках ссудного капитала, а также за счет использования ресурсов государственных, региональных и международных организаций.

Анализ мирового кредитного рынка позволяет сделать вывод, что на протяжении 1991–2003 гг. существенно колебались объемы кредитных операций. Россия одновременно является крупным должником и кредитором. Как кредитор, она сталкивается с неспособностью, а иногда нежеланием должников из числа развивающихся стран погашать свои обязательства. Россия продолжает отставать по основным показателям кредитования от большинства промышленно развитых и развивающихся стран.

Таким образом, в международных валютно-кредитных отношениях кредитование является сложным процессом и важным источником внешнего финансирования.

### **7.7. Современное состояние заимствования России на мировом финансовом рынке**

Влияние экономических санкций на участие России в международном кредитовании предполагает самостоятельный анализ и выявление особенностей и факторов, которые ограничивают перемещение инвестиционных ресурсов между Россией и другими странами.

Наращение с 2014–2015 гг. финансовых и экономических санкций, введенных Европейским союзом (ЕС), США, Японией, Украиной и рядом других стран против российской экономики, при одновременном сохранении нестабильности цен на мировом рынке энергоносителей и медленных темпов экономического роста мировой экономики существенно повлияли на участие России в международном движении инвестиций (см. табл. 7.7).

Влияние мирового финансового кризиса 2007–2008 гг., который потряс экономику США, в значительной мере отразилось на международной инвестиционной позиции России и снижении притока иностранных инвестиций, было преодолено к 2014 г., но в 2015 г. под давлением санкций США и стран ЕС произошло существенное ухудшение инвестиционных возможностей российской экономики.

Таблица 7.7

Международная инвестиционная позиция Российской Федерации за 2008–2019 гг., млрд долл. США

Показатель	01.01.2008	01.01.2014	01.01.2015	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019
Активы	1093,4	1474,6	1275,1	1232,7	1341,2	1340,2

Показатель	01.01.2008	01.01.2014	01.01.2015	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019
Прямые инве- стиции	365,8	479,5	411,2	419,5	470,9	433,3
Портфельные инвестиции	19,9	53,7	56,6	72,1	73,9	68,6
Прочие инве- стиции, в том числе:	227,5	425,8	404,1	357,7	358,8	363,4
– наличная ва- люта и депози- ты	77,4	173,4	181,3	136,2	149,5	164,1
– ссуды и займы	126,6	197,8	166,75	178,1	170,3	162,3
Международные резервы	478,8	509,6	385,4	377,7	432,7	468,5
Обязательства, всего	1242	1342	964,9	1021,4	1066,4	968,3
Прямые инве- стиции	490,5	565,6	371,5	477,7	529,6	496,6
Портфельные инвестиции	366,6	273,7	156,4	215,9	230,1	208,2
Прочие инве- стиции, в том числе:	383,9	499,2	415,5	321,3	302,1	259,5
– наличная ва- люта и депози- ты	156,3	201,9	162,5	107,3	92,7	75,2
– ссуды и займы	223,1	278,4	234,2	197,3	191,5	166,3

Источник: Хейфец Б.А. Влияние антироссийских санкций на процесс деофшоризации // Российский внешнеэкономический вестник. 2018. № 8. С. 15–30.

По оценке Министерства экономического развития РФ, зарубежные санкции оказали существенное влияние на сокращение возможности привлечения капиталов из-за рубежа. Совокупный ущерб, который до конца 2018 г. был нанесен в связи с введением 159 ограничительных мер, составляет около 6,3 млрд долл., из них 25 ограничений на сумму 2,4 млрд долл. ввел Евросоюз, 9 ограничительных мер на сумму 1,1 млрд долл. предприняли США, Украина — 22 ограничительные меры на сумму 775 млн долл.<sup>153</sup>

Предпринятые Евросоюзом финансовые ограничения первоначально в отношении институтов развития и коммерческих банков с участием государства были дополнены секторальными ограничениями. Они включают запрет на прямое или не прямое приобретение, продажу, обеспечение инвестиционных услуг, помощь в эмиссии, другие сделки с обращающимися ценными бумагами и инструментами денежного рынка, имеющими срок погашения более 30 дней, выпущенными после 12 сентября 2014 г.

Ограничения распространились на целый ряд компаний оборонно-промышленного комплекса, а также крупнейшие корпорации нефтяного и фи-

<sup>153</sup> Abdullakhanov F. (2016) Overview of the CRS and FATCA, the basic requirements to financial institutions. World experience of CRS implementation. KPMG. URL: [http://www.debaty.club/sites/default/files/dd2-016/fi\\_crs\\_fatca.pdf](http://www.debaty.club/sites/default/files/dd2-016/fi_crs_fatca.pdf).

нансового сектора, в том числе «Роснефть», «Транснефть», «Газпромнефть», «Сбербанк России», «Банк ВТБ», «Газпромбанк», «Внешэкономбанк», «Россельхозбанк», имеющие значительную долю государственного участия в голосующих акциях. Однако эти меры в значительной степени имеют протекционистский характер против отдельных секторов экономики, нанося им ущерб. Это касается таких отраслей, как российская металлургия (ущерб оценивается в 3,994 млрд долл.), сельское хозяйство (1,104 млрд долл.), химическая (640,7 млн долл.) и автомобильная (306 млн долл.) промышленность<sup>154</sup>.

Наибольший ущерб российской экономике наносят финансовые ограничения, касающиеся возможности *заимствовать на мировом финансовом рынке*. По экспертной оценке, за период с 2014 по 2017 г. снижение притока капитала из-за санкций составило примерно 280 млрд долл., включая 85 млрд долл. прямых инвестиций. Если не учитывать рост цен на энергоносители, то из-за санкций уменьшились инвестиции в основные фонды на 3,2 %, а розничный товароборот на 2,4 %<sup>155</sup>.

В условиях глобальной нестабильности и в первую очередь на развивающихся рынках, оценивая повышенную уязвимость своих средств на текущих счетах российских банков, нерезиденты приступили к уменьшению их объемов, которое сопровождалось сокращением прямых инвестиций с 35,1 млрд долл. в 2014 г. до 16,7 млрд долл. в 2015 г. и существенным ростом вывоза капитала<sup>156</sup>.

Этот процесс проявлялся не только в снижении стоимости иностранного капитала в России, но и в удешевлении стоимости российских предприятий за рубежом, а также снижении гарантий российских заемщиков у иностранных банков и корпораций.

Поэтому, оценивая влияние финансовых санкций на снижение объемов международного кредитования российской экономики в условиях разрушения сложившегося механизма привлечения внешнего кредитования, необходимо подчеркнуть их более широкое воздействие не только на финансовый сектор России, но и на всю экономику в целом и их способность причинить ущерб, значительно превышающий негативные эффекты традиционных протекционистских мер, поскольку в результате происходит обесценение рубля и рублевых накоплений, падение уровня жизни и сокращение покупательной способности населения как важного фактора для роста спроса и развития производства.

Наряду с непосредственным влиянием на зарубежное заимствование российских компаний и банков, попавших в санкционные списки, проявилась политика осторожного отношения ко всем российским участникам внешнеэкономического сотрудничества не только со стороны ЕС и США. Так, если в 2014 г. в результате активного использования внешних кредитов корпорациями и банками российский совокупный корпоративный и банковский долг достиг 660 млрд долл., то впоследствии существенно сжались возможности заимствования «длинных» денег, необходимых для реализации крупных инвестиционных проектов. Блокирование кредитования компаний и банков в результате

---

<sup>154</sup> Артамонов П. Закон о криминальных финансах. URL: <https://newvz.ru/info/96940.html>.

<sup>155</sup> Банк России. Статистика внешнего сектора. URL: <http://cbr.ru/statistics/?PrLd=svs>.

<sup>156</sup> Данные Банка России. URL: [http://www.cbr.ru/statistics/?PrLd=svs&ch=Par\\_47562#CheckedItem](http://www.cbr.ru/statistics/?PrLd=svs&ch=Par_47562#CheckedItem).

введенных санкций оказало негативное воздействие не только непосредственно на названные компании, но и на других российских заемщиков, которым стали отказывать по причине роста политического риска относительно России.

Не оправдались возможности использования восточного внешнеэкономического вектора в привлечении кредитных ресурсов. Основным кредитором мог стать Китай. Однако его кредитная политика нацелена на кредитование в первую очередь собственной экономики, а внешние кредиты выделяются в основном в случае приобретения китайских товаров и услуг. Опасения Китая по поводу наращивания протекционистского давления со стороны США проявляются в расширительном толковании форм санкций применяемых к российским компаниям и банкам, представленным в КНР.

На втором международном круглом столе «Российско-китайское финансовое сотрудничество как фактор экономического развития», прошедшем 14 сентября 2018 г., поднимался вопрос о развитии двусторонней торговли и инвестиций между КНР и РФ, а также о возможности сотрудничества в области финансовых услуг. В ходе дискуссии глава представительства Центробанка России в КНР Владимир Данилов обратил внимание на то, что некоторые китайские банки отказываются или задерживают перечисления на счета банков в России, ссылаясь на санкции США и ЕС. По словам Данилова, такое поведение китайских финансовых учреждений связано с «расширенной интерпретацией ограничительных мер третьих стран в отношении России»<sup>157</sup>.

В 2017 г. для России наметились некоторые подвижки на международном рынке кредита под влиянием изменений как в мировой, так и отечественной экономике. Начиная со II квартала 2017 г. российские компании впервые с 2013 г. стали получателями динамично растущего потока кредитных ресурсов.

Отток средств нерезидентов в течение 15 кварталов, достигший 107 млрд долл., сменился поступлением кредитов в российскую экономику и к середине 2017 г. вырос на 3,56 млрд долл.<sup>158</sup>

В то же время следует учитывать, что этот объем поступлений включает в себя все трансграничные потоки из-за рубежа, включая займы и ссуды, депозиты, долговые ценные бумаги.

В 2018 г. тенденция трансграничного оттока капитала из России продолжилась. Но российским компаниям, несмотря на санкции, удается занимать на внешнем рынке, поэтому происходит приток капиталов из-за рубежа, включая приток частного капитала российского происхождения, который возвращается в связи с санкционным давлением, на традиционных рынках–убежищах таких стран, как Швейцария, Люксембург, Австрия, Кипр, Великобритания.

К репатриации капиталов в Россию стимулирует также вторая амнистия капиталов, которая была объявлена в марте 2018 г. В посткризисной экономике западных стран существенно сократилась сфера выгодного вложения для российских капиталов, поэтому амнистия рассматривается как способ без лишних

---

<sup>157</sup> Кузнецов А., Буторина Е., Кошкина А. и др. Легкость «железного занавеса». Профиль. URL: <https://profile.ru/politika/item/117956-legkost-zhelez-nogo-zanavesa>.

<sup>158</sup> Минэкономразвития подсчитало ущерб от ограничительных мер. URL: [https://ria.ru/20190219/15510589-70.html?utm\\_source=yxnews&utm\\_medium=desktop](https://ria.ru/20190219/15510589-70.html?utm_source=yxnews&utm_medium=desktop).



проблем инвестировать в российскую экономику. Кроме того, подталкивают такие меры, как, например, уголовная ответственность для компаний, зарегистрированных в Великобритании, за неуплату налогов<sup>159</sup>. Подозрения в том, что собственность (банковские счета, недвижимость и драгоценности) была приобретена на деньги криминального происхождения, может стать основанием для конфискации. Данная угроза для части российских капиталов также может инициировать к возврату их в Россию. Создание двух специальных административных районов, т.е. российских офшорных зон (на Дальнем Востоке на острове Русский и под Калининградом на острове Октябрьский), может стать своевременным прибежищем для возвращающихся российских капиталов. Однако этот процесс требует более сложной проработки, поскольку создание таких специальных административных районов происходит на фоне объявленной в России политики деофшоризации в связи с совершенствованием налогообложения иностранных компаний, которые являются российскими налоговыми резидентами. Кроме того, Россия одобрила закон об автоматическом обмене налоговыми данными с более чем 50 странами в рамках Единого стандарта (Common Reporting Standard — CRS)<sup>160</sup>.

Возможности зарубежного заимствования российских корпораций и банков уменьшаются вследствие угрозы вторичных санкций. Финансовому давлению со стороны США способствуют законодательные решения, затрагивающие не только американские банки и корпорации, но и всех их партнеров. Подписанный в августе 2017 г. в США закон «О противодействии противникам Америки посредством санкций» (Countering America's Adversaries Through Sanctions Act) заставляет всех нерезидентов выводить денежные средства со счетов российских банков и урегулировать кредитные отношения с российскими корпорациями<sup>161</sup>. Статья 228 этого Закона дает возможность автоматического введения санкций против лиц и компаний, не выполняющих ограничительные меры США против России. По разъяснению Управления по контролю за иностранными активами Минфина США (Office of Foreign Assets Control (OFAC)) указанный Закон распространяет вторичные санкции против всех, в том числе и на европейские компании и банки, продолжающие бизнес отношения с российскими проектами и лицами, находящимися под санкциями.

Однако отдельные инвесторы из тех стран, которые ведут себя более независимо от США, таких как Катар, Саудовская Аравия, расширяют сотрудничество с Россией. Их представители в начале 2018 г. достигли договоренности об осуществлении с Россией ряда проектов. Так, совместно с Российским фондом прямых инвестиций (РФПИ) суверенный фонд Саудовской Аравии — Public Investment Fund (PIF) и нефтяная компания Saudi Aramco предполагают

---

<sup>159</sup> Платежный баланс Российской Федерации (нейтральное представление, основные агрегаты). URL: <http://cbr.ru/statistics/?PrtLd=svs>.

<sup>160</sup> Платонова И.Н., Гурова И.П. Финансовые санкции ЕС против России: сфера применения // Российский внешнеэкономический вестник. 2015. № 5. С. 49–62.

<sup>161</sup> Рябуха И. Китайские банки поддерживают санкции США против России: в чем причина? URL: <https://internationalwealth.info/offshore-banks/chinese-banks-support-sanctions-against-russia-why>.

создать энергетический инвестиционный фонд на 1 млрд долл., который будет инвестировать в компании в области нефтесервиса и сопутствующих услуг. Это означает, что зарубежные страны готовы нарушать американские и европейские финансовые санкции в собственных интересах, что предполагает внесение существенных корректив в российскую политику привлечения внешних кредитов и открывает для России возможность нахождения взаимоприемлемых условий для кредитования совместных проектов, в первую очередь в национальных валютах, что позволит снизить давление со стороны США.

Все вышесказанное позволяет сделать следующие выводы.

Принимая во внимание всесторонний характер воздействия финансовых ограничений на привлечение иностранных инвестиций в российскую экономику, необходимо расширить практику регионального и двустороннего кредитования совместных инвестиционных проектов и уменьшить участие американских и европейских банков, которые могут отказаться осуществлять операции и потребовать досрочного возвращения кредитов и инвестиционных ресурсов. При сохранении угрозы нарастания санкционного финансового давления со стороны США на корпорации и банки, которые попали под санкции, а также существовании угрозы замораживания средств тех российских компаний, которые совершают сделки с такими субъектами, необходимо шире объяснять содержание и возможности российской амнистии капиталов, которая должна носить более долгосрочный характер и давать гарантии вернувшемуся капиталу на длительный срок.

Возможности трансграничного кредитования российской экономики могут быть расширены за счет аккумуляции средств, размещившихся в специальных административных районах, которые создаются на основе мировой практики офшорных финансовых центров. Однако учитывая, что в послекризисный период страны Запада заявили о необходимости деофшоризации, а Россия поддержала эту идею, создание привлекательных условий для возвращающихся иностранных капиталов российского происхождения предполагает создание механизма гарантий для бенефициаров.

Траектория привлечения иностранных инвестиций в Россию может расшириться за счет привлечения иностранных ресурсов для крупных инвестиционных проектов в национальных валютах заинтересованных стран.

Необходимо ускорить работу по согласованию координации системы передачи финансовых сообщений Банка России с регуляторами таких стран, как Китай, Турция, Иран и рядом других стран, что позволит ограничить использование системы SWIFT, угроза отключения от которой постоянно используется для финансового давления<sup>162</sup>.

### **Контрольные вопросы**

1. Что такое международный кредит?
2. Каковы принципы международного кредита?

---

<sup>162</sup> Платонова И.Н. Влияние финансовых санкций на привлечение иностранных инвестиций в российскую экономику // Экономика и управление: проблемы, решения. 2019. Т. 9, № 3. С. 117–121.

3. По каким признакам классифицируются формы международного кредита?
4. Что такое проектное финансирование?
5. В чем разница между лизингом, факторингом и форфетированием?
6. Каковы валютно-финансовые и платежные условия международного кредитования?
7. В каких формах осуществляется международное регулирование международного кредита?
8. Каковы особенности и формы международного кредитования развивающихся стран?
9. Каковы методы урегулирования внешнего долга?
10. Что такое скрытые элементы стоимости кредита?
11. Какова роль государства в регулировании международного кредита?
12. В чем особенности глобального валютно-финансового кризиса в конце 1990-х гг.?
13. В чем связь и различие кредитоспособности и платежеспособности?

## ТЕСТЫ

*1. Определите принципы международного кредита:*

- а) безвозвратность.
- б) срочность.
- в) необеспеченность.
- г) возвратность.
- д) бессрочность.
- е) платность.
- ж) обеспеченность.
- з) бесплатность.

*2. Определите различия между международным коммерческим и банковским кредитами исходя из следующих критериев:*

- а) форма — денежные, товарные.
- б) участники — фирмы, банки, государство, посредники: кредиторы; заемщики.
- в) срок — кратко-, средне-, долгосрочный.
- г) оформление — кредитное соглашение, акцепт, вексель, открытый счет, чек.

*3. Определите скрытые элементы стоимости международного кредита:*

- а) проценты.
- б) завышение цен товаров.
- в) банковские комиссии.
- г) принудительный депозит в банке.
- д) завышение банковских комиссий.
- е) требование страхования экспортного кредита в определенной страховой компании.

## 8. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Институциональная структура международных валютно-кредитных и финансовых отношений включает совокупность международных организаций.

Эти организации объединяет общая цель — развитие сотрудничества и обеспечение целостности и стабилизации мировой экономики.

Международные организации можно делить по принципам на:

1. *Межгосударственные* (межправительственные) и негосударственные.
2. *Универсальные*, открытые для всех государств и *специализированные*, например, региональные или отраслевые международные организации.
3. *Организации общей компетенции*, охватывающие все сферы политических, экономических, социальных и культурных отношений (ООН, Совет Европы, Лига арабских государств) и *специальной компетенции*, осуществляющие сотрудничество в какой-то сфере (Всемирный почтовый союз, Международная организация труда, Всемирная организация здравоохранения).
4. *Межгосударственные и надгосударственные* организации, решения которых непосредственно распространяются на физических и юридических лиц государств — членов организации (например, ЕС, ЕАЭС обязательны для всех лиц странах ЕС).
5. Открытые организации, в которые можно свободно вступать и закрытые (например, НАТО).

Структура системы международных организаций:

1. Комплексные: МО системы ООН; МО системы ОЭСР; Совет Европы; ОБСЕ.
2. Финансовые: Группа Мирового банка; МВФ; БМР; Исламский банк развития.
3. Торговые: ВТО; ЮНКТАД; МО по отдельным рынкам.
4. Региональные: ЕС; ЕАЭС; НАФТА; АТЭС; МЕРКОСУР; СНГ.

К организациям, имеющим глобальное значение относятся специализированные институты ООН — МВФ и группа Всемирного банка, Всемирная торговая организация.

### 8.1. Международный валютный фонд

#### 8.1.1. История создания МВФ

МВФ предназначен для регулирования валютно-кредитных отношений государств-членов и оказания им финансовой помощи при валютных затруднениях, вызываемых дефицитом платежного баланса, путем предоставления кратко- и среднесрочных кредитов в иностранной валюте. Фонд имеет статус специализированного учреждения ООН. Он служит институциональной основой мировой валютной системы

МВФ был учрежден на международной валютно-финансовой конференции ООН (1–22 июля 1944 г.) в Бреттон-Вудсе. Конференция приняла Статьи Соглашения, о МВФ, которые выполняют роль его устава. Этот документ всту-

пил в силу 27 декабря 1945 г. Деятельность Фонд начал в мае 1946 г. в составе 39 стран-членов; к валютным операциям он приступил с 1 марта 1947 г.

СССР принял участие в Бреттон-вудской конференции, однако в связи с холодной войной между Востоком и Западом не ратифицировал Статьи Соглашения о МВФ. По той же причине в 50–60-х гг. из МВФ вышли Польша, Чехословакия и Куба. В результате реформ, имевших целью переход от централизованно планируемой экономики к рыночной и интеграцию национальных экономик в мировое хозяйство, в начале 90-х гг. бывшие социалистические страны, а также государства, входившие ранее в состав СССР, вступили в Фонд (за исключением Корейской Народно-Демократической Республики и Республики Куба). Россия стала членом МВФ с 1 июня 1992 г., остальные страны СНГ и Балтии — в период с апреля по сентябрь 1992 г. (Таджикистан — в апреле 1993 г.).

В 1999 г. число стран — членов МВФ составляло 182. Кроме того, после завершения требуемых процедур место бывшей Социалистической Федеративной Республики Югославии в МВФ займет Федеративная Республика Югославия (в составе Сербии и Черногории). Постоянное местопребывание руководящих органов — Вашингтон (США). Помимо того, имеются отделения в Париже, Женеве, Токио и при ООН в Нью-Йорке. В 2020 г. 190 международно признанных государств членов в МВФ.

Официальные цели МВФ: «Способствовать международному сотрудничеству в валютно-финансовой сфере в рамках постоянно действующего учреждения»; «содействовать расширению и сбалансированному росту международной торговли», что имело бы своим следствием развитие производственных ресурсов, достижение высокого уровня занятости и реальных доходов всех государств-членов; «обеспечивать стабильность валют, поддерживать упорядоченные отношения в валютной области среди государств-членов» и не допускать «обесценения валют с целью получения конкурентных преимуществ»; оказывать помощь в создании многосторонней системы расчетов по текущим операциям платежного баланса между государствами-членами, а также в устранении валютных ограничений; предоставлять временно государствам-членам средства в иностранной валюте, которые давали бы им возможность «исправлять нарушения равновесия в их платежных балансах».

По мере эволюции мировой валютной системы, а также трансформации деятельности МВФ Статьи Соглашения трижды пересматривались. Первая серия поправок (1968–1969 гг.) связана с образованием механизма СДР, вторая (1976–1978 гг.) определила основные принципы Ямайской валютной системы, сменившей Бреттон-Вудскую валютную систему, третья поправка (1990–1992 гг.) предусматривала введение санкций в виде приостановки права участвовать в голосовании в отношении стран членов, не выполнивших свои финансовые обязательства перед Фондом. Кроме того, в стадии ратификации странами-членами находится принятая Советом управляющих поправка к уставу касающаяся специального, разового выпуска СДР. Готовятся так же поправки, возлагающие на страны-члены обязательства по либерализации международного движения капиталов.

### 8.1.2. Структура управляющих органов МВФ

Высший руководящий орган МВФ — Совет управляющих, в котором каждая страна-член представлена управляющим и его заместителем. Обычно это министры финансов или руководители центральных банков. В ведение Совета входит решение ключевых вопросов деятельности Фонда, таких, как внесение изменений в Статьи Соглашения, прием и исключение стран-членов, определение и пересмотр их долей в капитале, выборы исполнительных директоров. Управляющие собираются на сессии обычно один раз в год, но могут проводить заседания, а также голосовать по почте в любое время.

В МВФ действует принцип «взвешенного» количества, который предполагает, что возможность стран-членов оказывать воздействие на деятельность Фонда с помощью голосования определяется их долей в его капитале. Каждое государство имеет 250 «базовых» голосов независимо от величины его взноса в капитал и дополнительно по одному голосу за каждые 100 тыс. СДР суммы этого взноса. Такой порядок обеспечивает решающее большинство голосов наиболее развитым государствам.

Самым большим количеством голосов в МВФ обладают (на 30 апреля 1998 г.): США — 17,78 %; Германия — 5,53; Япония — 5,53; Великобритания — 4,98; Франция — 4,98; Саудовская Аравия — 3,45; Италия — 3,09; Россия — 2,90 %. Доля 15 стран — участниц ЕС — 28,8 %; 29 развитых стран — членов ОЭСР имеют 63,4 % голосов в МВФ. На долю остальных стран, составляющих свыше 84 % количества членов Фонда, приходится лишь 36,6 % голосов.

Самым большим количеством голосов в МВФ (по состоянию на 5 августа 2020 г.) по данным сайта МВФ<sup>163</sup> обладают: США — 16,51 %; Германия — 5,32 %; Япония — 6,15 %; Великобритания — 4,03 %; Франция — 4,03 %; Саудовская Аравия — 2,01 %; Китай — 6,08 %; Россия — 2,59 %. Доля 27 стран участниц ЕС — 25,55 %.

Решения в Совете управляющих обычно принимаются простым большинством (не менее половины) голосов, а по важным вопросам, имеющим операционный либо стратегический характер, — «специальным большинством» (соответственно 70 или 85 % голосов стран-членов). В интересах ведущих стран Запада в уставе ныне выделены 53 подобных вопроса (против 9 при создании МВФ). Несмотря на некоторое сокращение в 70-е и 80-е гг. удельного веса голосов США и ЕС, они по-прежнему могут налагать вето на ключевые решения Фонда, принятие которых требует максимального большинства (85 %). Это означает, что США вместе с ведущими западными государствами располагают возможностью осуществлять контроль над процессом принятия решений в МВФ и направлять его деятельность исходя из своих интересов. Что касается развивающихся стран, то при наличии скоординированных действий теоретически они также в состоянии не допускать принятия не устраивающих их решений. Однако достичь согласованности большому числу разнородных стран сложно.

---

<sup>163</sup> www.imf.org.

Согласно действующему с 1978 г. уставу Совет управляющих может учредить новый постоянный орган управления — Совет на уровне министров стран-членов для наблюдения за регулированием и адаптацией мировой валютной системы. Однако он пока создан, и его роль играет Временный комитет Совета управляющих по вопросам мировой валютной системы, состоящий из 24 управляющих МВФ, в том числе от России, и учрежденный в 1974 г. Он собирается дважды в год. Однако в отличие от предполагаемого Совета Временный комитет не имеет полномочий для принятия директивных решений. Тем не менее, он выполняет важные функции: руководит Исполнительным советом; вырабатывает стратегические решения, относящиеся к функционированию мировой валютной системы и деятельности МВФ; представляет совету управляющих предложения о внесении поправок в Статьи Соглашения МВФ. Подобную роль играет также Объединенный министерский комитет Советов управляющих Международного банка реконструкции и развития (МБРР) и Фонда по передаче реальных ресурсов развивающимся странам. Совет управляющих делегировал многие свои полномочия Исполнительному совету, т.е. директорату, который несет ответственность за ведение дел МВФ, включающих широкий круг политических, оперативных и административных вопросов, в частности предоставление кредитов странам-членам и осуществление надзора за их политикой в отношении валютных курсов. Исполнительный совет работает на постоянной основе в штаб-квартире Фонда в Вашингтоне и обычно проводит свои заседания три раза в неделю. С 1992 г. число исполнительных директоров доведено до 24, из них 5 назначены согласно уставу США, Германией, Японией, Великобританией и Францией, у которых наибольшие квоты в капитале МВФ; 3 — представляют каждый одну страну — Саудовскую Аравию, Россию и Китай; 16 — избраны от остальных стран-членов, разделенных на соответствующее число групп с учетом принципа географического представительства. Назначения и выборы исполнительных директоров производятся раз в два года. Директор располагает тем количеством голосов, которым пользуются в совокупности избравшие его управляющие. Однако в большинстве случаев решения в Исполнительном совете принимаются не путем формального голосования, а посредством достижения консенсуса его членов. Исполнительный совет МВФ выбирает на пятилетний срок директора-распорядителя, который возглавляет штат сотрудников Фонда (на сентябрь 1998 г. — 2660 человек из 122 стран).

Среди директоров-распорядителей МВФ были: бельгиец (Камиль Гутт (06.05.1946–05.05.1951)), испанец (Родриго Рато (07.06.2004–01.11.2007)), голландец (Йохан Виттеveen (01.09.1973–18.06.1978)), немец (Хорст Келер (01.05.2000–04.03.2004)), 2 шведа (Ивар Роот (03.08.1951–03.10.1956) и Пер Якобссон (21.11.1956–05.05.1963)), 5 французов (Пьер-Поль Швейцер (01.09.1963–31.08.1973)), Жак де Ларозьер (17.06.1978–15.01.1987)), Мишель Камдессю (16.01.1987–14.02.2000)), Доминик Стросс-Кан (01.11.2007–

18.05.2011) и Кристин Лагард (05.07.2011–25.09.2019), болгарка (Кристаллина Георгиева (с 01.10.2019))<sup>164</sup>.

### 8.1.3. Принцип формирования капитала МВФ

МВФ устроен по образцу акционерного предприятия: его капитал складывается из взносов государств-членов, производимых по подписке. Каждая страна имеет квоту, выраженную в СДР. Квота — ключевое звено во взаимоотношениях стран-членов с Фондом — определяет: 1) сумму подписки на капитал; 2) возможности использования ресурсов Фонда; 3) сумму получаемых страной-членом СДР при их очередном распределении; 4) количество голосов страны в Фонде. Размеры квот устанавливаются на основе удельного веса стран в мировой экономике и торговле с учетом следующих показателей: ВВП; объем текущих операций платежного баланса; официальные золото-валютные резервы. Поэтому квоты распределяются неравномерно. До 1978 г. до 25 % квоты оплачивались золотом, ныне — резервными активами (СДР и конвертируемыми валютами); 75 % — национальной валютой.

Пересмотр квот производится не реже одного раза в пять лет. С 1947 по 1995 г. квоты пересматривались десять раз. В результате увеличения квот и числа стран-членов капитал МВФ возрос с 7,7 млрд в 1947 г. до 145,6 млрд СДР (около 200 млрд долл.) после девятого пересмотра квот в 1992 г., т.е. в 19 раз (в итоге десятого их пересмотра, завершившегося в 1995 г., квоты не увеличены).

В связи с изменением удельного веса и роли отдельных стран в мировой экономике увеличение квот ФРГ, Японии и некоторых других стран, а также стран-экспортеров нефти, в первую очередь Саудовской Аравии, опережало возрастание квот остальных государств. Отсюда — повышение долей квот этих государств в капитале Фонда. Однако увеличение ресурсов МВФ существенно отставало от роста совокупного мирового ВВП и в еще большей мере от динамики объема платежей по текущим операциям платежного баланса. Следует учесть, что для предоставления кредитов странам-членам используется не весь капитал МВФ, а только узкий круг валют, главным образом определяемые время от времени Фондом «свободно используемые валюты».

30 января 1998 г. Совет управляющих МВФ в завершение одиннадцатого пересмотра квот стран-членов принял решение об увеличении общей суммы квот на 45 %. 22 января 1999 г. это решение вступило в силу, в результате чего капитал Фонда возрос до 212 млрд СДР (297 млрд долл.).

После нового увеличения капитала МВФ на долю 25 развитых государств приходится 62,8 % общей суммы квот, в том числе: США — 17,5 %, Японии — 6,3 %, Германии — 6,1 %, Великобритании — 5,1 %, Франции — 5,1 %, Италии — 3,3 % и Канады — 3,0 %; 15 стран — участниц ЕС — 30,3 %. Суммарная доля бывших социалистических стран, входивших в СЭВ (Болгария, Венгрия, Вьетнам, Монголия, Польша, Румыния, республики бывшего СССР, Словакия,

---

<sup>164</sup> Исполнительный совет Международного валютного фонда (МВФ) сегодня избрал Кристалину Георгиеву директором-распорядителем МВФ и председателем Исполнительного совета на пятилетний срок, начинающийся 1 октября 2019 г. Г-жа Георгиева, сменившая Кристин Лагард, является первым человеком из стран с формирующейся рыночной экономикой, возглавившим МВФ с момента его создания в 1944 г.



Чехия), а также Албании, Китая и республик бывшей Югославии, составляет 10,0% и всех остальных 127 стран — членов Фонда — 27,2%. Россия по величине квоты в МВФ (5,9 млрд СДР, или 8,3 млрд долл.) занимает девятое место вслед за Канадой. На нее приходится 2,8 % общей суммы квот. Сумма квот стран СНГ и Балтии — 4,46 % (9,5 млрд СДР, или 13,3 млрд долл.) (табл. 8.1).

Таблица 8.1

Квоты России других стран СНГ и Балтии в МВФ

Страны	Первоначальные квоты, млн СДР	В соответствии с девятым пересмотром квот (1992 г.)		В соответствии с 11-м пересмотром квот (1999 г.)	
		млн СДР	доля, %	млн СДР	доля, %
Азербайджан	78,0	117,0	0,08	160,9	0,076
Армения	45,0	67,5	0,05	92,0	0,043
Белоруссия	187,0	280,4	0,20	386,4	0,183
Грузия	74,0	111,0	0,08	150,3	0,071
Казахстан	165,0	247,5	0,17	365,7	0,172
Киргизия	43,0	64,5	0,04	88,8	0,042
Латвия	61,0	91,5	0,06	126,8	0,060
Литва	69,0	103,5	0,07	144,2	0,068
Молдавия	60,0	90,0	0,06	123,2	0,058
Россия	2876,0	4313,1	3,00	5945,4	2,804
Таджикистан	40,0	60,0	0,04	87,0	0,041
Туркменистан	32,0	48,0	0,03	75,2	0,035
Узбекистан	133,0	199,5	0,14	275,6	0,130
Украина	665,0	997,3	0,69	1372,0	0,647
Эстония	31,0	46,5	0,03	65,2	0,031
Всего	4559,0	6837,3	4,76	9458,7	4,46

В дополнение к собственному капиталу МВФ привлекает заемные средства. Страны, входящие в «группу десяти» или их центральные банки (Бельгия, Италия, Канада, Немецкий федеральный банк, Нидерланды, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты, Франция, Шведский государственный банк, Япония), заключили с Фондом Генеральные соглашения о займах, ГСЗ (General Arrangements to Borrow, GAB), вступившие в силу с 24 октября 1962 г. В 1964 г. к ним присоединился в качестве ассоциированного члена Швейцарский национальный банк (с апреля 1984 г. участвует в полном объеме). ГСЗ предусматривали открытие странами-участницами или их центральными банками кредитных линий Фонду на возобновляемой основе на сумму до 6,5 млрд СДР (8,8 млрд долл.). Средства предоставляются в тех случаях, когда нужно «предотвратить или устранить расстройство мировой валютной системы». МВФ, в свою очередь, может предоставлять займы на 3–5 лет любым странам-участницам ГСЗ. Эти средства могут использоваться для оказания финансовой помощи и странам, не являющимся участниками ГСЗ, однако при соблюдении строгих критериев. МВФ платит проценты по кредитам, полученным им в рамках этих соглашений, и обязуется погашать их в течение пяти лет.

ГСЗ первоначально были заключены на четыре года, затем продлевались каждые пять лет. В ходе очередного их пересмотра в декабре 1983 г. участники ГСЗ договорились увеличить лимит кредита до 17 млрд СДР (около 24 млрд долл.). С этими соглашениями связана также договоренность с Саудовской Аравией (1983 г.) о кредитной линии на аналогичных условиях на сумму 1,5 млрд СДР (2,1 млрд долл.).

24 ноября 1997 г. МВФ продлил ГСЗ на новый пятилетний период — с 26 декабря 1998 г. по 25 декабря 2003 г. В июле 1998 г. страны — участницы ГСЗ согласились предоставить Фонду кредит в рамках этого механизма на сумму 6,3 млрд СДР (около 8,3 млрд долл.) для оказания финансовой помощи России. Это было первое использование средств ГСЗ за последние 20 лет и первый случай, когда такие средства получила страна, не являющаяся участницей ГСЗ.

В связи с возросшей потребностью в ресурсах для противодействия финансовым кризисам «семерка» предложила в июне 1995 г. осуществить меры, которые позволили бы удвоить кредитный лимит в рамках ГСЗ. Исполнительный совет МВФ 27 января 1997 г. одобрил Новые соглашения о займах, НСЗ (New Arrangements to Borrow, NAB), участниками которых стали 25 государств или центральных банков. В соответствии с этими соглашениями Фонд может получать от этих государств при необходимости средства в размере до 34 млрд СДР (около 47 млрд долл.). Новые соглашения не заменяют собой ГСЗ. Однако максимальная величина средств, доступных Фонду в рамках обоих их механизмов, не должна превышать в общей сложности 34 млрд СДР. При необходимости обеспечения МВФ дополнительными ресурсами ГСЗ призваны выступать в роли первого по очередности и главного по объему источника этих ресурсов.

Потребность в увеличении кредитных операций побудила МВФ в 80-е гг. обратиться с целью укрепления его финансовой базы к заемным средствам, привлекаемым также и на двухсторонней основе. Фонд получал займы у министерств финансов и центральных банков Бельгии, Саудовской Аравии, Швейцарии, Японии и других стран, а также у БМР. К заимствованиям у частных банков МВФ пока не прибегал, хотя устав предоставляет такую возможность.

## **8.2. Механизмы кредитования МВФ**

МВФ представляет кредиты в иностранной валюте странам-членам для двух целей: во-первых, для покрытия дефицитов платежных балансов, т.е. практически пополнения валютных резервов государственных финансовых органов и центральных банков, и, во-вторых, для поддержки макроэкономической стабилизации и структурной перестройки экономики, а это значит для кредитования бюджетных расходов правительств.

В уставе Фонда для характеристики его кредитной деятельности используются два понятия: 1) сделка — предоставление валютных средств странам из его собственных ресурсов; 2) операция — оказание посреднических финансовых и технических услуг за счет заемных средств. Управление собственными и привлеченными средствами осуществляется отдельно. МВФ производит кредитные операции только с официальными органами — казначействами, министерствами финансов, стабилизационными фондами, центральными банками.

Страна, нуждающаяся в иностранной валюте, осуществляет покупку или заимствование иностранной валюты либо СДР в обмен на эквивалентную сумму в национальной валюте, которая зачисляется на счет МВФ в ее центральном банке. При разработке механизма Фонда предполагалось, что страны-члены будут предъявлять равномерный спрос на валюты, а поэтому национальные валюты, поступающие в МВФ, станут переходить от одной страны к другой. Таким образом, эти операции не должны были являться кредитными в строгом смысле слова. На практике в Фонд обращаются с просьбами о предоставлении кредитов главным образом страны с неконвертируемыми или не используемыми в международных расчетах валютами. Вследствие этого МВФ, как правило, предоставляет валютные кредиты как бы «под залог» соответствующих сумм национальных валют. Поскольку на них нет спроса, они остаются в Фонде до их выкупа странами-эмитентами этих валют.

### **8.2.1. Основные механизмы кредитования**

Рассмотрим основные механизмы кредитования за счет собственных ресурсов МВФ.

Первая порция иностранной валюты, которую страна-член может приобрести в МВФ — в пределах 25% квоты, называлась до Ямайского соглашения «золотой долей», с 1978 г. — «резервной долей» (Reserve Tranche). Резервная доля определяется как превышение валюты квоты страны-члена над суммой, находящейся в распоряжении Фонда национальной валюты данной страны. Если МВФ использует часть этой национальной валюты страны-члена для предоставления средств другим странам, то резервная доля такой страны соответственно увеличивается. Сумма займов, предоставленных страной-членом фонду в рамках дополнительных кредитных соглашений, образует ее «кредитную позицию». Резервная доля и кредитная позиция вместе составляют «резервную позицию» страны-члена МВФ.

В пределах резервной позиции страны-члены могут получать валютные средства в МВФ автоматически, по первому требованию. Единственным условием для такого заимствования является констатация государством-членом наличия потребности в покрытии дефицита платежного баланса. Использование резервной позиции не рассматривается как получение кредита. Оно не требует от страны процентных и комиссионных платежей и не налагает на нее обязательства вернуть Фонду полученные средства.

Кредитные доли. Средства в иностранной валюте, которые могут быть приобретены страной-членом сверх резервной доли (в случае полного использования последней авуары МВФ в валюте страны достигают 100 % квоты), делятся на четыре «кредитные доли», или транша, составляющие по 25 % квоты. Доступ стран-членов к кредитным ресурсам МВФ в рамках кредитных долей ограничен определенными условиями. Согласно первоначальному уставу они состояли в следующем: во-первых, сумма валюты, полученной страной-членом за двенадцать месяцев, предшествовавших его новому обращению в Фонд, включая испрашиваемую сумму, не должна превышать 25 % квоты страны; во-вторых, сумма валюты данной страны в активах МВФ не может превышать

200 % ее квоты (включая 75 % квоты, внесенных по подписке). Таким образом, предельная сумма кредита, которую страна могла получить у Фонда в результате использования резервной и кредитных долей, составляла 125 % размера ее квоты.

В пересмотренном в 1978 г. уставе МВФ первое ограничение было устранено. Это позволило странам-членам получать валюту в Фонде в течение более короткого срока, чем пять лет. Что касается второго условия, то устав предоставляет МВФ право приостанавливать его действие. На этом основании в современных условиях ресурсы Фонда на практике во многих случаях используются в размерах, существенно превышающих зафиксированный в уставе предел. Поэтому понятие «верхние кредитные доли» стало означать не только 75 % квоты, как в ранний период деятельности МВФ, а любые суммы, превосходящие первую кредитную долю.

Договоренности о *резервных кредитах стэнд-бай* (*Stand-by Arrangements, с 1952 г.*) обеспечивают стране-члену гарантию того, что в пределах определенной суммы и в течение срока действия договоренности она может при соблюдении оговоренных условий беспрепятственно получать иностранную валюту от МВФ в обмен на национальную. Подобная практика предоставления кредитов представляет собой открытие кредитной линии. Если использование первой кредитной доли может быть осуществлено в форме прямой покупки иностранной валюты после одобрения Фондом ее запроса, то выделение Фондом средств в счет верхних кредитных долей почти во всех случаях производится посредством договоренностей со странами-членами о резервных кредитах. С 50-х и до середины 70-х гг. соглашения о кредитах стэнд-бай имели срок действия до года, с 1977 г. — до 18 месяцев и даже до 3 лет в связи с увеличением масштабов дефицитов платежных балансов.

*Механизм расширенного финансирования* (*Extended Fund Facility, EFF, с 1974 г.*) дополнил резервную и кредитные доли. Он предназначен для предоставления валютных средств странам-членам на более длительные сроки и в больших размерах по отношению к квотам, чем это предусмотрено в рамках обычных кредитных долей. Основанием для обращения страны к МВФ с просьбой о предоставлении кредита в рамках системы расширенного финансирования является серьезное нарушение равновесия платежного баланса, вызванное неблагоприятными структурными изменениями производства, торговли или ценового механизма. Расширенные кредиты обычно предоставляются на три года; при необходимости — до четырех лет. Валюта, предоставляемая Фондом в рамках договоренностей о резервных кредитах (верхние кредитные доли) и расширенном финансировании, выдается определенными порциями (траншами) через установленные промежутки времени в течение срока соглашения — ежеквартально, раз в полугодие или (в некоторых случаях) ежемесячно.

Главным назначением кредитов стэнд-бай и расширенных кредитов является содействие странам-членам МВФ в осуществлении макроэкономических стабилизационных программ или структурных реформ. Фонд требует от страны, прибегающей к кредиту, выполнения определенных требований, причем степень жесткости этих требований нарастает по мере перехода от одной кре-

дитной доли к другой. Обязательства страны-заемщицы, предусматривающие проведение ею соответствующих финансово-экономических мероприятий, фиксируются в «письме о намерениях» или «меморандуме об экономической и финансовой политике», направляемых в МВФ. Ход выполнения договоренности страной–получателем кредита контролируется путем проведения периодических обзоров, с помощью оценки предусмотренных договоренностью специальных целевых «критериев реализации». Если МВФ сочтет, что страна использует кредит «в противоречии с целями Фонда», не выполняет взятых на себя обязательств, он может ограничить ее дальнейшее кредитование, отказать в предоставлении очередного кредитного транша. Таким образом, этот механизм позволяет МВФ оказывать экономическое давление на страны-заемщицы.

С середины 70-х гг. МВФ в целях разрешения возникших острых проблем международных валютных отношений, связанных с резким усилением неуравновешенности платежных балансов, стал периодически вводить временные кредитные механизмы. Для их формирования привлекались заемные средства из различных внешних официальных источников по преимуществу на основе соглашений с развитыми государствами и странами ОПЕК. В их числе:

*Нефтяной фонд (Oil Facility, OF)*; использовался для предоставления кредитов странам — импортерам нефти с целью покрытия дополнительных расходов, вызванных удорожанием нефти и нефтепродуктов (1974–1976 гг.). Были выделены кредиты в объеме 6,9 млрд СДР (8 млрд долл.). Необходимые для этого ресурсы ссудили преимущественно страны — экспортеры нефти. Среди получателей кредитов количественно преобладали развивающиеся страны, но их доля была невелика (1/3) по сравнению с развитыми государствами. Условия предоставления кредитов из нефтяного фонда были жесткие: сравнительно высокие процентные ставки (не менее 7,2 % годовых), обязательное выполнение рекомендаций МВФ при проведении национальной энергетической и валютной политики. Вследствие этого доступ развивающихся стран к ресурсам нефтяного фонда был ограничен; за счет его кредитов они покрыли лишь 1/3 дополнительных расходов на импорт подорожавшей нефти;

*Механизм дополнительного финансирования (Supplementary Financing Facility, SFF), или «Фонд Виттевеена» (Witteveen Facility)* — по имени директора-распорядителя МВФ (1979–1982 гг.). Цель этого механизма — предоставлять за счет заемных средств дополнительные кредиты странам, испытывающим резкие и затяжные кризисы платежных балансов и исчерпавшим лимиты обычных кредитов МВФ. Ресурсы Фонда (7,8 млрд СДР, т.е. свыше 10 млрд долл.) были сформированы за счет займов у 13 стран — членов МВФ, а также Швейцарского национального банка. Кредиты из этого фонда получили 26 стран;

*Политики расширенного доступа к ресурсам МВФ (Policy of Enlarged Access to Fund's Resources, 1981–1992 гг.)*. Цель — представлять дополнительные кредиты странам-членам, у которых масштаб дефицита платежных балансов был непомерно велик по сравнению с их квотами. Этот механизм использовался для осуществления корректирующих экономических мер в тех случаях, когда страны нуждались в средствах в больших размерах, чем могли получить в

рамках кредитных долей и механизма расширенного финансирования, и на более продолжительный срок. Источником ресурсов для реализации этой политики являлись как собственные средства МВФ, привлеченные в форме подписки так и заимствования у других стран. В связи с увеличением квот стран-членов Фонда указанный механизм в ноябре 1992 г. был отменен.

Лимиты доступа стран-членов к ресурсам МВФ в рамках кредитных долей и механизма расширенного финансирования (применяемые вместе или отдельно) устанавливаются Исполнительным советом и ежегодно пересматриваются. С октября 1994 г. на трехлетний период были установлены следующие лимиты: предоставление кредитов на протяжении года — до 100 % квоты страны-члена; кумулятивная, включающая задолженность страны по ранее полученным кредитам, предельная величина — 300 % квоты (в чистом исчислении, т.е. за вычетом сумм выкупленной страной у Фонда национальной валюты и сумм, запланированных к погашению). В исключительных случаях лимиты могут быть превышены. В ноябре 1997 г. Исполнительный совет принял решение сохранить установленные в 1994 г. лимиты до следующего пересмотра политики доступа к ресурсам МВФ. МВФ взимает комиссионные сборы в размере 0,5% суммы займа и процент за кредиты, который увязывается с процентной ставкой по активам в СДР и с рыночными ставками. Ставки определяются в течение финансового года на базе оценок доходов, расходов и запланированного показателя по чистой прибыли. В 1997/98 финансовом году (с 1 мая по 30 апреля) годовая процентная ставка составила в среднем 4,65 % (годом раньше — 4,51 %).

По истечении установленного срока страна-член обязана произвести обратную операцию — «выкупить» национальную валюту у Фонда (погасить задолженность), вернув ему средства в СДР или иностранных валютах. Возврат кредитов стэнд-бай производится в течение 3¼ — 5 лет со дня получения каждого транша валюты, а при расширенном финансировании — 4½ — 10 лет. Помимо того, страна-заемщица обязана досрочно производить выкуп своей излишней для Фонда валюты по мере улучшения ее платежного баланса и увеличения валютных резервов. Если находящаяся в МВФ национальная валюта страны-должника покупается другим государством-членом, то тем самым погашается ее задолженность Фонду.

### 8.2.2. Специальные кредитные механизмы

Они различаются по целям, условиям и стоимости кредита. Получение странами-членами Фонда средств по линии специальных механизмов — это дополнение к их кредитным долям. Использование страной ресурсов специальных механизмов может увеличивать находящийся в распоряжении МВФ запас ее национальной валюты сверх кумулятивных пределов, установленных для получения кредитных долей. Специальные механизмы, в рамках которых кредитование осуществляется, как правило, за счет собственных средств МВФ, включают:

*Механизм компенсационного и чрезвычайного финансирования, МКЧФ (Compensatory and Contingency Financing Facility, CCFF);* предназначен для кредитования стран, у которых дефицит платежного баланса вызван временны-

ми и внешними, не зависящими от них причинами. В их числе: стихийные бедствия; непредвиденное падение мировых цен; промышленный спад; введение протекционистских ограничений в странах-импортерах; появление товаров-заменителей и т.п. Этот механизм включает три компонента:

1) с 1963 г. кредитование (до 30 % квоты) стран, особенно экспортеров сырья, валютные поступления которых сокращаются в результате падения мировых цен на сырье;

2) с 1981 г. кредитование (до 15 % квоты) стран — импортеров зерна, испытывающих трудности в связи с ростом мировых цен на зерно; с декабря 1990 г. по июнь 1992 г. — кредитование стран — импортеров нефти, нефтепродуктов и природного газа;

3) с 1988 г. компенсационное финансирование непредвиденных потерь, понесенных странами, испытывающими влияние непредсказуемых внешних факторов, например, неблагоприятного изменения международных процентных ставок (до 30 % квоты).

Кроме того, страна имеет возможность обратиться к МВФ с просьбой о выделении средств в счет особой, «факультативной» кредитной доли (до 20 % квоты), которая может быть использована по выбору в дополнение к любому из перечисленных трех видов кредитования. Если трудности платежного баланса вызваны лишь снижением экспортной выручки либо увеличением расходов на импорт зерновых, лимит компенсационных кредитов ограничивается 65 % квоты страны. При использовании странами кредитов Фонда для возмещения убытков, связанных одновременно с падением экспортной выручки и увеличением расходов на импорт зерна, а также в случае одновременного применения двух из трех компонентов механизма компенсационного финансирования, устанавливается комбинированный лимит в размере 80 % квоты. Общий лимит доступа к кредитам в рамках компенсационного и чрезвычайного финансирования с учетом всех компонентов составляет 95 % квоты страны.

*Механизм финансирования буферных (резервных) запасов, МБФЗ (Buffer Stock Financing Facility, BSFF);* создан в 1969 г., имеет целью оказание помощи странам, участвующим в образовании запасов сырьевых товаров в соответствии с международными товарными соглашениями, если это ухудшает их платежные балансы.

Лимит — 35 % квоты. Данный механизм не использовался с 1984 г.

*Механизм финансирования системных (структурных) преобразований, МФСП (Systemic Transformation Facility, STP);* введен в апреле 1993 г. как временный специальный механизм с целью оказания поддержки странам, осуществлявшим переход от централизованно планируемой экономики к рыночной посредством радикальных экономических и политических реформ. Помощь предоставлялась странам, которые сталкивались с резким ухудшением состояния платежных балансов вследствие перехода от торговых связей, в значительной мере ориентированных на нерыночные цены, к многосторонней торговле, основанной на принципах рынка. Этот механизм был создан главным образом для стран бывшего СССР, переживавших огромные трудности в условиях ста-

новления рыночной экономики и не способных в то время выполнять обычные жесткие требования МВФ.

Основанием для использования МФСП могло быть, во-первых, резкое падение поступлений от экспорта вследствие перехода к основанной на рыночных ценах торговле, во-вторых, значительное и устойчивое увеличение стоимости импорта из-за переориентации на мировые цены, в особенности на энергоносители, и, в-третьих, сочетание обоих этих явлений. Предоставление кредитов обуславливалось выполнением страной-заемщицей набора более «мягких» макроэкономических обязательств, чем те, с которыми связано получение стандартных полномасштабных резервных кредитов.

Страны-члены могли получать средства в рамках МФСП до 50 % их квот. Кредиты предоставлялись двумя равными долями с интервалом в полгода. Всего эти кредиты получили 20 стран на общую сумму почти 4,0 млрд СДР (около 6 млрд долл.). В конце 1995 г. функционирование механизма финансирования системных преобразований завершилось.

*Дополнительный резервный механизм, ДРМ (Supplemental Reserve Facility, SRF)*; введен в декабре 1997 г. для предоставления средств государствам-членам, которые испытывают «исключительные трудности» с платежным балансом и остро нуждаются в широкомасштабном краткосрочном кредите вследствие внезапной потери доверия к валюте, что вызывает «бегство» капитала и уменьшение золото-валютных резервов страны.

Предполагается, что ДРМ должен применяться в тех случаях, когда «бегство» капитала из страны может создать потенциальную угрозу для мировой валютной системы. Кредитование в рамках данного механизма производится путем выделения дополнительных сумм к тем средствам, которые предоставляются странам-членам в рамках договоренностей о кредитах стэнд-бай или о расширенном кредитовании.

Предоставление кредитных средств через посредство ДРМ в отличие от других кредитов не ограничено лимитами и может производиться в любых размерах. Однако получение этих средств страной-членом требует от нее выплаты надбавки (от 300 до 500 базисных пунктов по мере увеличения срока кредита) к действующей процентной ставке по кредитам Фонда. Кроме того, погашение кредита должно осуществляться в течение более короткого, чем в других случаях срока — от года до полутора лет; правда, Исполнительный совет может продлить этот срок еще вплоть до одного года.

*Чрезвычайные кредитные линии, ЧКЛ (Contingent Credit Lines, CCL)*. По предложению президента США Б. Клинтона, с которым он выступил на сессии Совета управляющих МВФ и ВБ 6 октября 1998 г., «семерка» официально предложила Фонду ввести еще один широкомасштабный кредитный механизм. Он был учрежден в апреле 1999 г. первоначально на два года. В рамках этого механизма МВФ открывает в чрезвычайном порядке краткосрочные кредитные линии странам-членам, сталкивающимся с угрозой острого кризиса платежного баланса вследствие возможного негативного воздействия ситуации на мировых рынках капиталов, т.е. факторов, находящихся вне сферы их контроля. Спецификой нового кредита является его предупредительный характер: валютные



средства страна сможет получить не после, а до наступления кризиса — при первых его признаках. Условие получения кредита — проведение страной-заемщицей эффективной антикризисной экономической политики и соблюдение «международно признанных стандартов». Механизм ЧКЛ образован как продолжение созданного ранее дополнительного резервного механизма, с которым он имеет одинаковые финансовые характеристики: отсутствие жесткого ограничительного лимита (предполагается, что сумма кредита будет составлять от 300 до 500 % квоты страны-члена); установление надбавки к действующей процентной ставке МВФ; погашение в течение 1,0–1,5 года<sup>165</sup>.

### 8.3. Группа Всемирного банка (ВБ)

Группа Всемирного банка (ВБ) — это специализированное финансовое учреждение ООН, в состав которого входят Международный банк реконструкции и развития (МБРР) и его подразделения: Международная ассоциация развития (МАР), Международная финансовая корпорация (МФК), Многостороннее агентство гарантирования инвестиций (МАГИ) и Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС).

Первые три структуры ВБ выполняют функции мирового банка развития, две другие призваны стимулировать приток иностранных инвестиций в развивающиеся государства и страны, осуществляющих переход к рыночной экономике.

Международный банк реконструкции и развития — головная структура в составе группы, учрежден на основе Бреттон-вудских соглашений одновременно с МВФ, деятельность начал с июля 1946 г.

Ресурсы. Уставный капитал МБРР образуется путем подписки стран-членов на его акции. На оплаченный капитал приходится около 6 % подписного капитала. Гарантийный капитал может быть востребован Банком в случае отсутствия у него средств для погашения своих обязательств.

подавляющую часть ресурсов (до 95 %) МБРР привлекает путем размещения облигаций на мировом финансовом рынке.

Организационная структура МБРР построена по принципу акционерного общества. Количество голосов в органах МБРР определяется долей страны в уставном капитале, которая периодически пересматривается.

В МБРР наибольшее число голосов (16,87 %) принадлежит США, обеспечивая им право вето при принятии важных решений, для прохождения которых необходимо 85 % голосов. На втором месте по количеству голосов — Япония (8 %), далее Германия (4,6 %), Великобритания и Франция (по 4,4 %).

Руководящими органами МБРР являются Совет управляющих, состоящий из министров финансов или глав центральных банков, собирается на свои сессии для принятия важных решений один раз в год и проводятся совместно с МВФ.

МБРР дает рекомендации по вопросам экономической политики, оказывает техническую помощь, выполняет роль информационного центра по некоторым мирохозяйственным аспектам, осуществляет обмен знаниями. Однако

---

<sup>165</sup> Смыслов Д.В. МВФ: современные валютные тенденции и наши интересы. М.: Финансы и статистика, 1993.

основное направление деятельности МБРР — это кредитование инвестиционных проектов.

Кредитная политика МБРР. Опираясь на гарантийный подписной капитал стран-членов, МБРР привлекает средства с мирового финансового рынка и выдает кредиты государствам с ограниченным доступом к этому рынку, выполняя роль посредника.

В 1940-х — первой половине 1950-х гг. основная цель МБРР заключалась в содействии восстановлению хозяйства в странах, пострадавших от войны. Свою деятельность Банк координировал с программой Плана Маршалла. Первый кредит Банк предоставил Франции в 1947 г. Затем последовали кредиты ряду других европейских стран, Японии, Австралии, Индии, некоторым латиноамериканским странам (Чили, Бразилии, Мексике). Кредитовались преимущественно конкретные инфраструктурные объекты.

Некоторые страны (Южная Корея, Тайвань) были выбраны в качестве «витрин развития» по западным стандартам, и им была предоставлена массированная помощь.

Резкий поворот в стратегии МБРР наметился с конца 1960-х гг. (в 1968 г. президентом Всемирного банка стал Р. Макнамара). Хотя кредитование инфраструктурных объектов по-прежнему отводится важная роль, но приоритет получают также социальные проекты. Разрабатывается стратегия удовлетворения основных нужд (в пище, чистой воды, жилье, медицинском обслуживании, образовании), и в соответствии с ней формируется кредитная политика МБРР.

В 80-е гг. МБРР пересматривается один из принципов кредитной политики, а именно предоставления кредитов под конкретные объекты. МБРР начинает выделять крупные кредиты, не привязанные к конкретным объектам. Эти кредиты предоставляются под программы, которые схожи с теми, которые разрабатываются МВФ.

Приоритетным направлением кредитной деятельности МБРР, как и Всемирного банка в целом, остается борьба с бедностью.

С 1983 г. МБРР ввел практику совместного финансирования проектов с привлечением частных инвесторов. В рамках такого финансирования МБРР обеспечивает экспертизу, а также практически снимает проблему кредитных рисков.

Банк обладает высоким кредитным рейтингом (AAA), что облегчает размещение на мировом финансовом рынке облигаций, пользующихся спросом. 85% привлеченных средств Всемирного банка привлекает по фиксированным ставкам, а по кредитам в основном устанавливаются плавающие ставки процента на базе ЛИБОР плюс спрэд.

В Группу Всемирного банка включает МБРР и следующие подразделения:

1. *Международная финансовая корпорация (СФК)* создана в 1956 г. Фактически является филиалом МБРР и специализируется на следующих направлениях:

– финансирование предпринимательства в странах-членах путем предоставления займов непосредственно частным компаниям и инвестирования в них собственных средств МФК, не требуя гарантий со стороны правительств. Зай-

мы предоставляются на срок от 7 до 12 лет в основных валютах по фиксированным или меняющимся ставкам; погашения займов производится в валюте, в которой заем был получен;

- осуществление инвестиций за счет собственных средств в обрабатывающую и добывающую промышленность, сельское хозяйство, коммунальные предприятия, туризм;

- привлечение частных финансовых средств для инвестиций в проекты по развитию инфраструктуры, охране окружающей среды.

МФК инвестирует в свои проекты примерно 80–90 млрд долл. в год.

2. *Многостороннее агентство гарантирования инвестиций* (МАГИ) создано в 1988 г. как филиал Всемирного банка. В его состав входят 181 стран-членов. Основное направление деятельности МАГИ — предоставление гарантий от рисков, вызванных следующими обстоятельствами:

- неконвертируемостью местной валюты; экспроприацией собственности в стране пребывания; войной и гражданскими беспорядками; нарушением контракта со стороны контрагента страны пребывания;

- МАГИ предоставляет выбираемым ею инвесторам гарантии на инвестиции в странах-членах (преимущественно развивающихся странах) и странах с переходной экономикой от некоммерческих рисков, что фактически означает страхование от политических рисков.

Гарантии МАГИ защищают инвесторов от рисков ограничения перемещения средств, конфискации, военных и гражданских волнений, нарушения условий контракта. Однако страхование от коммерческих рисков, например, от риска банкротства, не проводится.

При предоставлении гарантий предпочтение предоставляется инвестициям в страны с низким доходом, в страны с политическим риском или затронутые конфликтами, в экологически и социально значимые проекты, в развитие инфраструктуры. Претендовать на гарантии МАГИ могут частные фирмы и граждане, не зарегистрированные в стране, в которую направляются инвестиции. Гарантии предоставляются на срок от 3 до 15–20 лет. В отличие от гарантий Всемирного банка, встречных гарантий от правительства страны инвестирования не требуется.

В то же время МАГИ не предоставляет кредиты и не является самостоятельным инвестором. Гарантии не выделяются для инвестиций в производство табака и алкоголя, в организацию азартных игр. Максимальный размер гарантий составляет в настоящее время 110 млн долл. США на один инвестиционный проект и 440 млн долл. США на одну страну.

*Международная ассоциация развития* (МАР) создана в 1960 г. и формально не зависит от МБРР. Однако президент МБРР является по должности президентом МАР. Так что фактически МАР контролируется МБРР.

Цель организации — оказание помощи самым бедным странам за счет добровольных пожертвований стран-членов. Право на получение займов из МАР имеют страны с ВВП на душу населения не более \$1165.

Также МАР предоставляет помощь странам, которые не соответствуют критериям получения займов, но они не обладают кредитоспособностью для

получения кредитов от МБРР. На данный момент критериям для получения займов от МАР соответствуют 80 стран, 39 из которых находятся в Африке.

МАР предоставляет беспроцентные займы с 20-, 35-, 40-летним сроком погашения и отсрочкой основных платежей в течение первых десяти лет. Членами МАР являются 173 государства. За период действия МАР предоставила кредиты общим объемом свыше 220 млрд долл. США.

*Международный центр по урегулированию инвестиционных споров* (МЦУИС), созданный в 1966 г., содействует привлечению иностранных инвестиций, обеспечивая международные механизмы урегулирования инвестиционных споров в арбитражном порядке.

Многие международные соглашения об инвестициях содержат ссылки на арбитражное разбирательство в МЦУИС. Центр занимается также исследовательской работой и публикацией материалов по вопросам арбитражного права и законодательства, регулирующего иностранные инвестиции.

#### **8.4. Россия в составе международных финансовых организаций**

Россия является участницей 11 международных финансовых организаций (МФО), старейшая из которых — Банк международных расчетов (БМР) — учреждена в 1930 г. в швейцарском городе Базель. Наиболее влиятельными являются Международный валютный фонд (МВФ) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР), штаб-квартиры которых находятся в Вашингтоне. Решение об учреждении МВФ и МБРР было принято в 1944 г. на конференции в Бреттон-Вудсе (США), в которой участвовала делегация СССР. В уставных документах этих организаций было резервировано место для подписания СССР, однако он их не подписал.

В 50–80-е годы сформировалась группа МБРР, в которую вошли три МФО, получившая название Всемирный банк. На ее долю в 90-е годы приходилось около 1/2 годового объема средств, предоставляемых межгосударственными организациями развивающимся странам.

В 1963 г. страны СЭВ учредили Международный банк экономического сотрудничества (МБЭС) и в 1970 г. Международный инвестиционный банк (МИБ), находящиеся в Москве. Основная доля в капитале МБЭС и МИБ принадлежала СССР.

В 50–90-е гг. было учреждено несколько региональных банков, в их числе Межамериканский банк развития — МБР (1959 г., находится в Вашингтоне), Азиатский банк развития — АзБР (1965 г., Манила), Европейский банк реконструкции и развития — ЕБРР (1990 г., Лондон). СССР участвовал только в учреждении ЕБРР.

В 1992 г. Россия подписала учредительные документы МВФ и МБРР и в 1992–1993 гг. стала членом еще трех финансовых организаций, входящих в группу Всемирного банка.

В 1993 г. Россия инициировала создание Межгосударственного банка — МГБ (Москва), в 1994 г. поддержала учреждение Черноморского банка торговли и развития — ЧБТР (г. Салоники). В 1996 г. Россия присоединилась к БМР и объявила о намерении присоединиться к МБР и АзБР. Однако в 90-е гг. РФ раз-

вивала сотрудничество (клиентские, партнерские и другие отношения) в основном с МВФ и группой Всемирного банка.

В настоящее время Россия является членом ведущих МФО мира (кроме АзБР, МБР и ряда других). Россия участвует в МБЭС, МИБ, ЕБРР, МВФ, МБРР, Международной ассоциации развития (МАР), Многостороннем агентстве по гарантированию инвестиций (МАГИ), Международной финансовой корпорации (МФК), МГБ, ЧБТР, БМР. Из этих 11 МФО четыре составляют группу Всемирного банка (МБРР, МАР, МАГИ и МФК).

МБЭС и МИБ имеют большую и частично безнадежную дебиторскую и значительную кредиторскую задолженность и еще не завершили урегулирование отношений с кредиторами и должниками (в основном с Россией). В 90-е гг. они не занимались основной деятельностью. МГБ пока не может привлечь ресурсы на рынках и осуществляет незначительный объем операций, ЧБТР начал действовать только в 1999 г.

ЕБРР, МАГИ и МФК специализируются на поддержке инвестиций. МАР поддерживает проекты развития стран-членов на льготных условиях.

В 10 из 11 МФО Россия имеет право быть бенефициаром (в МАР — только донором).

МВФ и МБРР увязывают предоставление кредитов с проводимой Россией политикой, т. е. требуют выполнения согласованных с ними обязательств. БМР обслуживает только центральные банки стран-членов. МВФ предоставляет кредиты правительствам или центральным банкам (в основном на бюджетные цели), а другие МФО — юридическим лицам.

ЕБРР может кредитовать без правительственных гарантий, но обязан не менее 60 % кредитных и инвестиционных ресурсов направлять в негосударственный сектор. МБРР может кредитовать правительства, центральные банки и юридические лица. МФК кредитует без гарантий правительств, МАР предоставляет финансовые ресурсы на возвратной, но беспроцентной (или льготной) основе.

#### *О взносах РФ в МФО*

Россия, участвуя в МФО, обязана перечислять взносы в их уставные капиталы, платить за кредиты (и за гарантии), выполнять рекомендации МФО (если они увязываются с предоставлением ресурсов, гарантий, инвестиций или технического содействия). Цена привлекаемых Россией у МФО ресурсов в основном ниже рыночной.

Обязательства России по взносам в уставный капитал трех ведущих МФО составляют: МВФ — 8,3 млрд долл., МБРР — около 5,4 млрд, ЕБРР — около 0,8 млрд. Доли России в уставных капиталах этих МФО невелики (в МВФ — 2,79 %, МБРР — 2,99 %, ЕБРР — 4,0 %) и поэтому влиять на их политику Россия не может.

Россия внесла в уставный капитал МБРР около 300 млн долл. из них валютой — 33 млн и остальные — векселем. Денежные взносы в ЕБРР, МАГИ и МФК составляли 157,3 млн и 81 млн долл. соответственно. Доля России в уставном капитале ЧБТР — 1,33 млрд долл. (16,5 %).

ЕБРР и БМР, а также ряд других МФО оказывают России безвозмездное техническое содействие, причем ЕБРР использовала на эти цели также пожертвования ряда стран.

В 1995–1997 гг. в сотрудничестве с МВФ удалось реструктурировать на длительные сроки задолженность СССР (принятую на себя Россией) перед членами Парижского клуба и другими официальными кредиторами, а также перед членами Лондонского клуба.

Ранее был реструктурирован внутренний валютный долг СССР и по договоренности с Францией решен вопрос о погашении «царских» долгов. В начале 2000 г. вне рамок урегулирования внешнего и внутреннего валютного долга СССР оставалась его коммерческая задолженность, а также перед МБЭС и МИБ, составлявшая всего лишь 6 % всей суммы российского долга.

В 2000 г. Россия приняла меры по урегулированию этой задолженности и в 2001 г. возможно завершение работы (на условиях ранее согласованных с Лондонским клубом).

Приоритетным направлением в программе мер преобразования экономики России, согласованных с МВФ, является снижение уровня инфляции до возможно низкого уровня. Предполагались, что за счет этого будут созданы предпосылки для экономического роста. Однако устойчивый рост начался лишь в 1999–2000 гг. (после августа 1998 г.) и в условиях относительно высокой инфляции.

#### *Донорские отношения России*

В 90-е гг. Россия являлась международным донором. Так, при вступлении в МАР она обязалась предоставить этой организации более 130 млн долл. Поддержав МВФ и МБРР, выступившие в 1997 г. с инициативой по сокращению задолженности беднейших развивающихся стран мира с чрезмерным уровнем внешнего долга, Россия также должна внести дополнительные взносы в МАР.

Участвуя с некоторыми МФО в техническом содействии другим странам СНГ, Россия также расходует средства.

#### *Партнерские отношения России*

Обычно МФО являются партнерами своих акционеров при реализации финансируемых ими проектов. Однако Россия не полностью использует возможность увеличения доли российских товаров и услуг при выполнении проектов в РФ, финансируемых за счет средств МФО.

Ведущие МФО внимательно изучают положение в странах-клиентах и в мире. Так, МВФ изучает экономическую ситуацию в странах, регионах и в мировой экономике. Этот фонд определяет условия предоставления ему макроэкономических и других статистических сведений от стран-участниц и правила их распространения. МВФ требует, чтобы страны-акционеры фонда руководствовались введенными в 1996–1997 гг. специальным и общим стандартами распространения данных. Акционеры МВФ должны выполнять требования Кодексов хорошей практики налоговой прозрачности, Декларации принципов и прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике.

БМР регулярно организует встречи руководителей центральных банков стран-членов, обеспечивает деятельность Базельского комитета по банковскому надзору, Комитета по платежным и расчетным системам, Международной ассоциации по надзору за страховой деятельностью, Форума по финансовой стабильности.

Представители России в этих организациях пытаются влиять на их политику настолько это позволяют обстоятельства, хотя доли РФ в капитале ведущих МФО невелики.

Глобализация финансовых рынков и либерализация движения капиталов (особенно ссудного краткосрочного) в условиях сохранения неравномерности развития стран и регионов и значительных различий в системах регулирования финансовых рынков, а также несоответствие системы МФО, сформировавшейся в 40–80-е годы, новым условиям создали предпосылки для финансовых кризисов 90-х гг. Одной из их причин явилось несоответствие между процессом усложнения мирового финансового рынка и отсутствием международной структуры, регулирующей его развитие. Так, в последнее десятилетие значительно возросло количество инвестиционных фондов, финансовых инструментов и объем операций на финансовых рынках (особенно на рынке долговых обязательств).

Однако основной причиной кризисов является ухудшение экономического положения в данной стране или группе государств.

В результате кризисов 1995–1998 гг. (мексиканского — 1995 г., азиатского — 1997 г., российского — 1998 г.) выявилось, что значение МФО в регулировании мировой финансовой системы должно повышаться, но при этом их роль качественно изменится. Поэтому в 1998–1999 гг. мировое финансовое сообщество определило основные направления реформирования международной финансовой системы, а также задачи на ближайшие годы.

В процессе этой деятельности выяснилось, что региональные банки оказались неподготовленными к решению назревших задач (небольшой объем средств, слабая кадровая структура и др.). МВФ и МБРР также не смогли адекватно реагировать на изменившуюся в конце XX в. ситуацию (развитие процесса финансовой глобализации и др.). В связи с этим назрела потребность в тотальном мониторинге положения в мировой экономике и сфере международных финансов с целью раннего выявления признаков кризисной ситуации и возможного ее предупреждения, а также преодоления в короткий срок последствий кризиса.

В связи с изменением ситуации в международной финансовой сфере страны-члены МФО стали открыто проявлять недовольство деятельностью этих организаций. Так, получателей кредитов не удовлетворяют условия заимствований, а также их размеры и отсутствие индивидуального подхода МВФ и МБРР к стране-заемщице. Страны-доноры не заинтересованы в увеличении своих капиталов и доли в уставном капитале МФО из-за низкой эффективности их деятельности.

Клиенты МВФ и МБРР в связи с недостатком ликвидных средств заинтересованы в открытии экстренных целевых кредитных линий и обеспечении поддержки процедуры реструктуризации внешнего долга.

Кроме того, страны-реципиенты стали рассматривать ведущие МФО как органы по предупреждению, а также преодолению последствий финансовых кризисов. Однако многие страны-доноры считают, что повышение роли МФО ограничивает сферу деятельности частного капитала.

В последние годы обсуждаются варианты решения ряда актуальных вопросов, касающихся совершенствования мировой финансовой системы в условиях нестабильности обменных курсов ведущих валют. Так, предлагается усилить надзорные функции МВФ и МБРР, использовать более эффективные системы мониторинга потоков краткосрочного капитала, ужесточить контроль за деятельностью хеджевых фондов, учредить несколько региональных валютных фондов, принять специальные программы дополнительного финансирования в условиях кризисной ситуации и др.

В 1997–1999 гг. началось реформирование системы МФО. Временный комитет МВФ был преобразован в Международный валютно-финансовый комитет. С апреля 1999 г. действует Форум по финансовой стабильности, который намерен изучить деятельность «хедж-фондов», значение потоков краткосрочного капитала в мировой финансовой системе, деятельность офшорных центров и другие проблемы.

В связи с созданием в декабре 1999 г. «группы 20» наметилась тенденция к реформированию системы МФО совместными усилиями государств, заинтересованных в определении и формировании контуров международной финансовой системы XXI в.

В настоящее время обсуждаются перспективы Бреттон-Вудских институтов. Так, возможна переориентация МВФ и МБРР с долгосрочного и относительно дешевого кредитования на кратко- и среднесрочное, а также создание условий для повышения эффективности частного капитала. Возможно также использование принципа пропорциональности, когда доля страны-акционера в уставном капитале и руководящих органов МФО будет соответствовать ее положению в мировом хозяйстве. При таком подходе позиции России в Бреттон-Вудских институтах ослабнут, поэтому для РФ более выгодным может стать развитие отношений с региональными финансовыми институтами (региональные банки, фонды и др.) в повышение их значения в мировой финансовой системе. Возможно вступление России в МБР, АЗБР и Северный банк развития.

Другим важным и приемлемым для России направлением является повышение значения в деятельности МФО в России проектного финансирования (с правительственными гарантиями или без) и сокращение объемов бюджетозаменяющих займов. Следует также переориентировать отношения с МВФ и МБРР с клиентских на партнерские (участие в разработке правил, их принятие и реализация и др.).

В систему международных организаций в XXI в. войдут новые организации (надзорные регулирующие и др.), деятельность которых будет способствовать повышению значения системы МФО в мировой финансовой системе.



Негативной тенденцией, особенно проявившейся после вступления России в МВФ и МБРР, является ежегодный рост ее внешней задолженности в 90-е годы (кроме 1997 г.). Данные в динамике внешней задолженности России в 1992–2000 гг. без учета задолженности по облигациям внутреннего государственного валютного займа и ЦБ России перед МВФ по кредиту, полученному в июле 1998 г., представлены в таблице 8.2 (млрд долл.):

Таблица 8.2

Внешняя задолженность России (млрд долл.) в 1992–2000 гг.

1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
96,6	106,7	112,7	119,9	120,4	125,0	123,5	156,6	158,0	162,8

Частично рост внешнего долга связан с укреплением доллара по отношению к другим валютам, в которых он выражен. Тенденция к росту внешней задолженности показывает степень зависимости России от МВФ и группы Всемирного банка. К сожалению, в ближайшие годы России нелегко будет найти альтернативу ведущим МФО в качестве источников заимствований<sup>166</sup>.

Банк России участвует в капитале БМР (0,57 %) и SWIFT (0,006 %). На балансе Банка России отражается участие России в капитале Межгосударственного банка (50 %) и МВФ (2,71%). В соответствии со статьей 9 Федерального закона № 86-ФЗ Банк России в 2020 г. участвовал в капиталах таких международных организаций, как БМР (Швейцария) (0,57 % уставного капитала) и Общество международных межбанковских финансовых коммуникаций (SWIFT, Бельгия) (0,006 % уставного капитала). На балансе Банка России отражается также участие Российской Федерации в капитале Межгосударственного банка (Российская Федерация). Российская Федерация владеет 50 % уставного капитала Межгосударственного банка и соответствующей долей голосов в Совете банка, который является высшим органом управления Межгосударственного банка.

В соответствии со статьей 4 Федерального закона № 86-ФЗ Банк России является депозитарием средств МВФ в валюте Российской Федерации и осуществляет операции и сделки, предусмотренные статьями Соглашения МВФ и договорами с МВФ. Начиная с 2011 г. на балансе Банка России учитывается квота Российской Федерации в МВФ, размер которой по состоянию на 31.12.2020 составил 12 903,7 млн СДР. Доля участия Российской Федерации в совокупных квотах (капитале) МВФ в течение 2020 г. не изменилась и по состоянию на 31.12.2020 составила 2,71 %, а в общем числе голосов государств-участников — 2,59 %.

### Контрольные вопросы

1. Каковы причины, цели создания и роль международных финансовых институтов?
2. Как организована структура управления МВФ и группы ВБ?
3. Каковы источники ресурсов МВФ, в чем его отличие от МБРР?

<sup>166</sup> Смирнов П.В. Россия в международных финансовых организациях // БИКИ. 2001. № 100. 1 сент.

4. В чем особенности кредитной деятельности МВФ, по сравнению с группой Всемирного банка?

6. Назовите специальные фонды МВФ. В чем разница стабилизационных и структурных кредитов МВФ?

7. Что такое стабилизационные программы МВФ?

8. Какую роль играют МВФ и группа ВБ в регулировании международных валютно-кредитных отношений?

9. Каковы функции подразделений МБРР?

10. В чем особенности Банка международных расчетов?

## ТЕСТЫ

1. *Определите причины создания МБРР:*

- а) глобализация экономики;
- б) распад колониальной системы;
- в) политика развитых стран;
- г) завоевание политической независимости развивающихся стран;
- д) стратегия США;
- е) борьба развивающихся стран за новый экономический порядок;
- ж) регионализация экономики;
- з) недовольство политикой ВБ и МВФ.
- и) кредитование инвестиционных проектов.

2. *Определите задачи МБРР:*

- а) конкуренция с ВБ;
- б) развитие экономики стран региона;
- в) сотрудничество с Россией;
- г) региональная интеграция;
- д) ликвидация нищеты;
- е) кредитование развитых стран;
- ж) кредитование проектов развития стран;
- з) переход к рыночной экономике;
- и) приток иностранных капиталов;
- к) инвестирование капитала в других странах;
- л) региональная экономическая интеграция;
- м) привлечение средств с мирового финансового рынка.

3. *Укажите ответы, по видам, предоставляемых кредитов МВФ:*

3.1 по срокам:

- а) краткосрочные;
- б) среднесрочные;
- в) долгосрочные.

3.2. По целям:

- а) стабилизационные;
- б) структурные;
- в) покрытие дефицита платежного баланса;
- г) инвестиции в акционерный капитал предприятия, банков.

*Укажите ответы, по видам, предоставляемых кредитов*  
группы Всемирного банка:

3.1 по срокам:

- а) краткосрочные;
- б) среднесрочные;
- в) долгосрочные.

3.2. По целям:

- а) стабилизационные;
- б) структурные;
- в) покрытие дефицита платежного баланса;
- г) инвестиции в акционерный капитал предприятия, банков.

## ОБОБЩАЮЩИЙ ТЕСТ

### Вариант 1

1. *Определите валютные ценности в современный период в России:*

- а) деньги иностранных государств;
- б) ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, материальные ценности, которые обладают такими свойствами денег как сохранность и высокая стоимость в малом объеме, но деньгами не являются;
- в) государственные валютные резервы;
- г) ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте и деньги иностранных государств.

2. *Когда появились валютные отношения:*

- а) вместе с возникновением товарного обмена;
- б) после возникновения товарного обмена и денег;
- в) после появления золотых и серебряных монет, различающихся в зависимости от того, в каком они выпущены.

3. *Определите, как в условиях Бреттон-Вудской системы официальный курс валюты обычно доводился до уровня рыночного посредством:*

- а) девальваций или ревальваций;
- б) валютных интервенций;
- в) государственного запрета на продажу или покупку валюты по курсу, отклоняющемуся от установленного государством.

4. *Укажите, если иностранная денежная единица принимается за торгуемую (базовую) валюту, а национальная валюта за валюту котировки — это:*

- а) прямая котировка;
- б) обратная котировка;
- в) кросс-курс.

5. *Как определяется паритет покупательной способности валюты данной страны:*

- а) соотношением спроса на эту валюту и ее предложения;
- б) таким количеством иностранной валюты, на которое можно купить столько же товаров и услуг, сколько на единицу валюты данной страны;
- в) официально зафиксированным курсом данной валюты по отношению к какой-то другой валюте.

6. *Чему способствует понижение курса отечественных денег по сравнению с иностранными:*

- а) понижению цен на импортную продукцию;
- б) повышению цен на импортную продукцию;
- в) повышению цен на импортную продукцию и понижению на отечественную.

7. Чему способствует увеличение экспорта при прочих разных условиях:

- а) повышение курса валюты данной страны;
- б) понижение курса валюты данной страны;
- в) повышение средней нормы процента в данной стране.

8. Определите, сальдо платежного баланса в его полной форме:

- а) обычно является активным;
- б) может быть как активным, так и дефицитным;
- в) всегда равно нулю.

9. Определите, что базисный платежный баланс — это

- а) весь платежный баланс за исключением статьи «пропуски и ошибки»;
- б) сумма баланса текущих платежей и баланса международного движения капитала;
- в) баланс государственных расходов и доходов.

10. Какая из перечисленных статей платежного баланса включается в его дебет:

- а) экспорт капитала;
- б) экспорт товаров;
- в) экспорт услуг.

11. С точки зрения страхования коммерческих рисков более выгодной для экспортеров является следующая форма расчетов:

- а) непокрытый аккредитив;
- б) аванс;
- в) чистое инкассо.

12. Когда форвардный курс, устанавливаемый участниками срочной сделки равен:

- а) базовому курсу рынка на определенный момент в будущем;
- б) рыночному курсу на момент поставки валюты;
- в) курсу поставки валюты в будущем, зафиксированному на момент заключения сделки.

13. Определите, что под валютным риском понимается:

- а) незнание законов валютного рынка;
- б) невозможность продать (купить) какую-либо валюту;
- в) возможность денежных потерь в результате колебания валютных курсов.

14. Определите трансляционный (балансовый) валютный риск — это:

- а) риск понесли денежные потери при проведении валютных операций;
- б) изменение балансовой стоимости активов и пассивов в результате колебаний валютного курса;

в) ухудшение экономического положения фирмы из-за колебания валютного курса.

15. *Использование каких из перечисленных видов международных денег не ограничено определенным регионом мира:*

- а) СПЗ;
- б) ЭКЮ;
- в) ЕВРО.

16. *Определите, что международные деньги отличаются от иностранных, используемых в данной стране тем, если*

- а) их эмиссию производит не центральный банк или валютный центр одной страны, а банк общий для стран, использующих эту валюту;
- б) они имеют хождение в нескольких странах;
- в) они свободно конвертируются в другие валюты.

17. *Какие из перечисленных денежных систем предполагают обязательное равенство количества обращающихся на рынке данной страны местных денег и определенной твердой валюты, на которой основывается денежная система, а также полную свободу их обмена друг на друга:*

- а) Ямайская;
- б) валютных центров (currency boards);
- в) Бреттон-Вудская.

18. *Определите, что непосредственной причиной краха Бреттон-Вудской системы стало:*

- а) ослабление позиций кейнсианцев в мировой экономической науке и политике;
- б) отставание экономического развития США от других развитых стран в период действия Бреттон-Вудской системы;
- в) невозможность сохранить стабильный, существовавший с 1934 г., курс доллара.

19. *Когда и на каком международном форуме страны мира констатировали и официально на международном уровне закрепили смену золотомонетного стандарта золотодевизным:*

- а) в 1976 г. на международной Ямайской конференции;
- б) в 1944 г. на международной конференции в Бреттон-Вудсе;
- в) в 1922 г. на международной конференции в Генуе.

20. *Основной задачей какой международной организации является скоростная передача банковской информации на базе средств вычислительной техники в масштабах всего мира:*

- а) СВИФТ;
- б) ЧИПС;
- в) МВФ.

## Вариант 2

1. *Определите, если иностранная денежная единица принимается за торгуемую (базовую) валюту, а национальная валюта за валюту котировки — это:*

- а) прямая котировка;
- б) обратная котировка;
- в) кросс-курс.

2. *Как определяется паритет покупательной способности валюты данной страны:*

- а) соотношением спроса на эту валюту и ее предложения;
- б) таким количеством иностранной валюты, на которое можно купить столько же товаров и услуг, сколько на единицу валюты данной страны;
- в) официально зафиксированным курсом данной валюты по отношению к какой-то другой валюте.

3. *Чему способствует понижение курса отечественных денег по сравнению с иностранными:*

- а) понижению цен на импортную продукцию;
- б) повышению цен на импортную продукцию;
- в) повышению цен на импортную продукцию и понижению на отечественную.

4. *Чему способствует увеличение экспорта при прочих разных условиях:*

- а) повышение курса валюты данной страны;
- б) понижение курса валюты данной страны;
- в) повышение средней нормы процента в данной стране.

5. *Определите сальдо платежного баланса в его полной форме*

- а) обычно является активным
- б) может быть как активным, так и дефицитным
- в) всегда равно нулю

6. *Определите валютные ценности в современный период в России:*

- а) деньги иностранных государств;
- б) ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, материальные ценности, которые обладают такими свойствами денег как сохранность и высокая стоимость в малом объеме, но деньгами не являются;
- в) государственные валютные резервы;
- г) ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте и деньги иностранных государств.

7. *Определите, как в условиях Бреттон-Вудской системы официальный курс валюты обычно доводился до уровня рыночного посредством:*

- а) девальваций или ревальваций;

- б) валютных интервенций;
- в) государственного запрета на продажу или покупку валюты по курсу, отклоняющемуся от установленного государством.

8. *Определите, что базисный платежный баланс — это*

- а) весь платежный баланс за исключением статьи «пропуски и ошибки»;
- б) сумма баланса текущих платежей и баланса международного движения капитала;
- в) баланс государственных расходов и доходов.

9. *Какая из перечисленных статей платежного баланса включается в его дебет*

- а) экспорт капитала
- б) экспорт товаров
- в) экспорт услуг

10. *С точки зрения страхования коммерческих рисков более выгодной для экспортеров является следующая форма расчетов:*

- а) непокрытый аккредитив;
- б) аванс;
- в) чистое инкассо.

11. *Когда форвардный курс, устанавливаемый участниками срочной сделки равен:*

- а) базовому курсу рынка на определенный момент в будущем;
- б) рыночному курсу на момент поставки валюты;
- в) курсу поставки валюты в будущем, зафиксированному на момент заключения сделки.

12. *Определите, что под валютным риском понимается:*

- а) незнание законов валютного рынка;
- б) невозможность продать (купить) какую-либо валюту;
- в) возможность денежных потерь в результате колебания валютных курсов.

13. *Определите трансляционный (балансовый) валютный риск — это:*

- а) риск понесли денежные потери при проведении валютных операций;
- б) изменение балансовой стоимости активов и пассивов в результате колебаний валютного курса;
- в) ухудшение экономического положения фирмы из-за колебания валютного курса.

14. *Использование каких из перечисленных видов международных денег не ограничено определенным регионом мира:*

- а) СПЗ;
- б) ЭКЮ;
- в) ЕВРО.



15. *Определите, что непосредственной причиной краха Бреттон-Вудской системы стало:*

- а) ослабление позиций кейнсианцев в мировой экономической науке и политике;
- б) отставание экономического развития США от других развитых стран в период действия Бреттон-Вудской системы;
- в) невозможность сохранить стабильный, существовавший с 1934 г., курс доллара.

16. *Когда и на каком международном форуме страны мира констатировали и официально на международном уровне закрепили смену золотомонетного стандарта золотодевизным:*

- а) в 1976 г. на международной Ямайской конференции;
- б) в 1944 г. на международной конференции в Бреттон-Вудсе;
- в) в 1922 г. на международной конференции в Генуе.

17. *Основной задачей какой международной организации является скоростная передача банковской информации на базе средств вычислительной техники в масштабах всего мира:*

- а) СВИФТ;
- б) ЧИПС;
- в) МВФ.

18. *Международные деньги отличаются от иностранных, используемых в данной стране тем, если:*

- а) их эмиссию производит не центральный банк или валютный центр одной страны, а банк общий для стран, использующих эту валюту;
- б) они имеют хождение в нескольких странах;
- в) они свободно конвертируются в другие валюты.

19. *Какие их перечисленных денежных систем предполагают обязательное равенство количества обращающихся на рынке данной страны местных денег и определенной твердой валюты, на которой основывается денежная система, а также полную свободу их обмена друг на друга%*

- а) Ямайская;
- б) валютных центров (currency boards);
- в) Бреттон-Вудская.

20. *Когда появились валютные отношения:*

- а) вместе с возникновением товарного обмена;
- б) после возникновения товарного обмена и денег;
- в) после появления золотых и серебряных монет, различающихся в зависимости от того, в каком они выпущены.

## СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Авагян Г.Л. Международные валютно-кредитные отношения : учеб. для вузов / Г.Л. Авагян, Ю.Г. Вешкин. — 2-е изд., перераб. и доп. — Москва : ИНФРА-М, 2015. — 703 с.

Агибалов А.В. Международные валютно-кредитные отношения : учеб. пособие / А.В. Агибалов, Е.Е. Бичева, Л.Н. Сотникова. — Воронеж : Воронеж. гос. аграр. ун-т им. императора Петра Первого, 2016. — URL: <http://www.iprbookshop.ru/72695.html> (дата обращения: 20.05.2021).

Ваградян С.А. Противостояния двух мировых валют: доллара и евро / С.А. Ваградян // Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития. — URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=21618843> (дата обращения: 25.05.2021).

Гусаков Н.П. Международные валютно-кредитные отношения : учеб. для вузов. — 2-е изд., перераб. и доп. / Н.П. Гусаков, И.Н. Белова, М.А. Стренина. — Москва : ИНФРА-М, 2014. — 313 с.

Гусар С.А. Валютная пара «евро-доллар» и ее роль в формировании новой глобальной международной валютной системы / С.А. Гусар // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. — URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=23265444> (дата обращения: 20.05.2021).

Гусев К.Н. Будущее мировой валютной системы: доллар, евро, юань? / К.Н. Гусев // Банковское дело. — 2016. — № 2. — С. 48–54.

Каназаров Д.К. Доллар США и Евро: конкурентные преимущества резервных валют и борьба за лидерство / Д.К. Каназаров, О.В. Гордячкова // Интерактивная наука. — 2017. — № 2. — С. 199–204.

Катасонов В.Ю. Проектное финансирование: международный опыт и перспективы для России / В.Ю. Катасонов, Д.С. Морозов, М.В. Петров. — Москва : Анкил, 2001. — 307 с.

Киреев А. Международная экономика. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование : учеб. пособие для вузов / А. Киреев. — Москва : Междунар. отношения, 1999. — Ч. 2. — 488 с.

Кондратов Д.И. Актуальные подходы к реформированию мировой валютной системы / Д.И. Кондратов // Экономический журнал ВШЭ. — 2015. — Т. 19, № 1. — С. 128–157.

Кошкуль Д.В. Основные аспекты формирования региональных валютно-финансовых систем в условиях глобализации / Д.В. Кошкуль // Деньги и кредит. — 2015. — № 10. — С. 73–77.

Красавина Л.Н. Концептуальные подходы к реформированию мировой валютной системы / Л.Н. Красавина // Деньги и кредит. — 2010. — № 5. — С. 52.

Красавина Л.Н. Реформы мировых валютных систем: ретроспективный и актуальный анализ / Л.Н. Красавина // Деньги и кредит. — 2017. — № 4. — С. 14.

Кудряшова И.В. Современные мировые валюты: роль в официальном секторе / И.В Кудряшова // Финансы и кредит. — 2018. — Т. 24, — № 2. — С. 79–94.

Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учеб. для вузов / под ред. Л.Н. Красавиной. — 3-е изд. — Москва : Финансы и статистика, 2008. — 576 с.

Научная электронная библиотека eLIBRARY.RU. — URL: <http://elibrary.ru>. (Доступ к российским журналам, находящимся полностью или частично в открытом доступе при условии регистрации.)

Перар Ж. Управление международными денежными потоками / Ж. Перар. — Москва : Финансы и статистика, 1998. — 208 с.

Полетаев А.А. От еврозации к долларизации: перспективы замещения евро долларом США в еврозоне / А.А. Полетаев. — URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=23405156> (дата обращения: 25.05.2021).

Рубцов Б.В. Мировые рынки ценных бумаг / Б.В. Рубцов. — Москва : Экзамен, 2002. — 448 с.

Сайт Байкальского государственного университета. — URL: <http://bgu.ru>.

Стихилияс И.В. Деньги. Кредит. Банки : учеб. пособие / И.В. Стихилияс, Т.Г. Туманова, А.С. Теряева. — Москва : Проспект, 2016. — 183 с.

Суворов И.Г. О валютно-финансовой интеграции в рамках Евразийского экономического союза / И.Г. Суворов // Деньги и кредит. — № 6. — С. 3–5.

Хамаганова Л.Д. Международная экономика: макроэкономика : учеб. пособие / Л.Д. Хамаганова, И.В. Цвигун. — Иркутск : Изд-во БГУЭП, 2003. — 356 с.

Шенаев В. Переход к новой биполярной мировой валютной системе / В. Шенаев // Мировая экономика и международные отношения. — 2002. — № 11. — С. 43–48.

Электронно-библиотечная система IPRbooks. — URL: <http://www.iprbookshop.ru>. (Доступ неограниченный.)

Электронный фонд правовой и технологической информации / АО «Кодекс» : офиц. сайт. — Москва, 1997–2021. — URL:<https://docs.cntd.ru> (дата обращения 19.05.2021).

IMF World Economic Outlook / International Monetary Fund: official website. — 1997–2021. — URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1097/weocon97.HTM> (дата обращения: 22.05.2021).

### **Периодические издания**

«Банковское дело»; «Деньги и кредит»; БИКИ; «Деньги. Банки. Инвестиции»; «Внешняя торговля»; «Мировая экономика и международные отношения»; «Российский экономический журнал»; «Финансовый бизнес».

International Financial Statistics; The Financial Times.