

Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений

Рекомендовано Министерством общего и профессионального образования Российской Федерации
в качестве учебника для студентов высших экономических учебных заведений

УДК 339.7 (075)
ББК 65.5я7 (2 Рос)
О 75

Авторы: канд. эконом. наук, доц. С.В. Котелкин (предисловие), канд. эконом. наук Т.Г. Тумарова и канд. эконом. наук А.В. Круглов (часть I); С.В. Котелкин и А.В. Круглов (части II и III), канд. эконом. наук, доц. Ю.В. Мишальченко (часть IV).

Рецензенты: д-р эконом. наук, профессор, руководитель группы консультантов Межпарламентской ассамблеи СНГ Н.А. Черкасов, д-р эконом. наук, профессор кафедры финансов Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов В.В. Леонтьев.

Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: Учебник / Научн. ред. д-р. эконом. наук, профессор В.В. Круглов. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 432 с.

ISBN 5-86225-723-3

В учебнике рассматриваются базовые проблемы учебного курса "Международные финансы" ("Международные валютно-финансовые и кредитные отношения"), в том числе вопросы построения и функционирования мировой валютной системы и форексных рынков, деятельности фирм и банков в международной валютно-финансовой среде, принципов международного аккаунтинга и менеджмента валютно-курсового риска, различные стороны международных публичных финансов.

Для студентов, аспирантов университетов, слушателей курсов повышения квалификации и переподготовки, работников фирм и банков, вовлеченных в международную валютно-финансовую деятельность.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Большое количество промышленно-торговых фирм, банков, правительств и физических лиц осуществляют различные международные валютно-финансовые операции. Эти операции могут иметь существенное влияние на общую эффективность деятельности экономических субъектов, в том числе российских, которые в последние годы активно участвуют в международных валютно-финансовых операциях. С этим обстоятельством связана актуальность и практическая значимость изучения международных финансов.

В данном учебнике рассматриваются базовые проблемы учебного курса "Международные финансы". Так, в части I ("Среда международных валютно-финансовых и кредитных отношений") обсуждаются вопросы устройства мировой валютной системы, функционирования инвалютного (форексного) рынка, а также факторы, воздействующие на формирование обменных курсов валют.

В части II ("Промышленно-торговые фирмы в контексте международных валютно-финансовых и кредитных отношений") раскрываются различные аспекты международного краткого и долгосрочного финансирования фирмы, направлений размещения оборотных и инвестиционных средств компаний, а также управления валютно-курсовым риском.

В части III ("Основы международного банковского дела и валютно-финансовые отношения") анализируются международные организационно-институциональные единицы банка, корреспондентские отношения и валютные трансферы, а также принципы международных кредитов и международных некредитных банковских услуг.

Наконец, в части IV ("Международные публичные финансы") затрагиваются различные стороны валютно-финансового сотрудничества суверенных государств, деятельность их официальных институтов (центральных банков, министерств финансов), а также наднациональных валютно-финансовых организаций.

В качестве одной из важнейших задач данного учебника можно назвать определение концептуальной базы для анализа международных валютно-финансовых и кредитных отношений (МВФКО) между экономическими субъектами. В силу этого мы кратко раскроем здесь некоторые важные для нас базовые концепции МВФКО, в том числе концепции арбитража, эффективного финансового рынка, ценообразования на капитальные активы, а также условия паритета в международных финансах.

Так, под арбитражем мы будем понимать торговлю некоторым активом (в первую очередь, финансовым) для получения прибыли из разности цен по нему, существующей на различных рынках и перекрывающей операционные расходы. Рисковый арбитражер, или спекулянт, выстраивает свою стратегию не на известных, фактических ценах, а на ожидаемых (прогнозируемых).

Далее, эффективным финансовым рынком считается тот, который быстро интегрирует новую информацию об активах, торгуемых на нем, в цены. В результате будущие цены активов оказываются зависимыми, в том числе от своих прошлых трендов, а также от предположений участников рынка относительно их ожидаемых изменений.

В модели ценообразования на капитальные активы формализованы отношения между диверсификацией активов, риском и требуемым доходом по ним. Предполагается, что риск зависит от дисперсии доходов по активу. Чем более изменчив доход по активу, тем он более рискованный. В целом инвесторы требуют больших доходов на более рискованные инвестиции.

Условия паритета в международных финансах представляют собой установление отношений равновесия цен продуктов, процентных ставок, спот- и форвардных курсов валют. Эти отношения обозначены теорией паритета покупательной силы, эффектом Фишера, международным эффектом Фишера, теорией паритета процентных ставок и концепцией несмещенного форвардного курса. Причем все они производны от так называемого закона единой цены, по которому цены идентичных торгуемых товаров и цены (доходы) финансовых активов с одинаковым риском, скорректированные на валютный пересчет, должны выравниваться на всех мировых рынках в рамках разностей операционных расходов. Механизмом, обеспечивающим такое выравнивание, выступает международная арбитражная активность.

Паритет покупательной силы означает, что валюты с высоким темпом инфляции должны обесцениваться относительно валют с более низкими темпами инфляции, т. е. изменение валютного курса в течение периода должно быть равно инфляционному дифференциалу для этого же периода. Причем изменения в номинальном (т.е. фактическом) валютном курсе могут иметь не-

большое значение в определении истинных воздействий валютных изменений. Лишь изменения в реальном валютном курсе будут воздействовать на относительные конкурентоспособные позиции отечественных фирм и их иностранных конкурентов. Другими словами, изменение в реальном валютном курсе – это эквивалент отклонению от паритета покупательной силы. Таким образом, отклонения от паритета покупательной силы обуславливают изменения реального курса валюты.

Согласно эффекту Фишера (в ординарном виде), заемщики и кредиторы включают ожидаемую инфляцию в процентные ставки и, соответственно, номинальная процентная ставка в приближении равна реальной процентной ставке (реальной требуемой Норме доходности) плюс темп ожидаемой инфляции. Согласно генерализованному эффекту Фишера, валюты с более высоким темпом инфляции должны иметь более высокую процентную ставку, чем валюты с более низким темпом инфляции.

Согласно международному эффекту Фишера, ожидаемые доходы (в отечественной валюте) от инвестирования в отечественную и иностранную экономику должны выравниваться, или, другими словами, ожидаемый курсовой дифференциал должен быть равен процентному дифференциалу между соответствующими странами.

Далее, форвардный курс должен отражать ожидаемый будущий слот-курс обмена двух валют, будучи его среднерыночным несмещенным прогнозом. Наконец, теория паритета процентных ставок, являясь следствием двух предыдущих условий паритета, обуславливает равенство дифференциала процентных ставок на различные валюты и форвардного курсового дифференциала соответствующей срочности. Следовательно, высокие (низкие) процентные ставки в условиях равновесия будут покрываться форвардным дисконтом (премией). Заметим при этом, что, несмотря на математическую точность, с которой эти условия паритета выражены, они являются лишь удобным и правдоподобным приближением к реальности. Множество факторов может вести к значительным и долгосрочным отклонениям реальных соотношений цен и котировок на валютных, финансовых и товарных рынках от описанных условий паритета.

Данный учебник состоит из 4 частей, 9 разделов и 21 главы. Каждая часть и каждый раздел предваряются введением. В начале каждой главы определяются ее основные цели, а также ключевые термины и концепции. Каждая глава заканчивается резюме, контрольными вопросами и заданиями. Базовые справочные и учебные источники литературы приводятся в конце каждой части.

На российском рынке учебной литературы уже представлен ряд изданий, в которых рассматриваются данные темы. Среди них можно выделить учебник "Международные валютно-финансовые и кредитные отношения" (под ред. Л.Н. Красиной), "Международные финансы" (Дж.М. Хэррис), а также книги по отдельным аспектам международных финансов (см. списки литературы, сопровождающие каждую часть настоящего учебника). В данном издании авторы стремились к более систематичному и стандартизированному (с учетом западного опыта) изложению учебного курса, что могло бы оказать помощь как студентам российских вузов, так и работникам фирм, банков и правительственных агентств, которые стремятся начать изучение данных проблем на регулярной основе.

Авторы высказывают огромную благодарность Издательскому Дому ИНФРА-М и руководству Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов, которые заинтересовались данным проектом и оказали ему поддержку, а также ряду профессоров и практических работников, которые ознакомились с различными разделами учебника и высказали свои критические замечания.

При этом авторы понимают, что все недостатки (как содержательные, так и формальные), которые могут быть обнаружены в тексте учебника, должны быть отнесены исключительно на их счет.

ЧАСТЬ I. СРЕДА МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫХ И КРЕДИТНЫХ ОТНОШЕНИЙ

В настоящее время лишь немногие страны не используют преимущества международного разделения труда, специализации и кооперации. Возрастающая интернационализация производства заставляет экономических субъектов (предприятия, банки, правительства и физических лиц) активно выходить на мировой рынок.

Принципы работы экономического субъекта на внешнем рынке во многом отличаются от принципов его работы на внутреннем рынке. Именно поэтому при выходе на международный рынок необходимо учитывать огромное количество экономических и политических обстоятельств. В частности, на международном рынке предприятие сталкивается с большим количеством валют, необходимостью платить по своим обязательствам приемлемыми платежными средствами, оценивать всевозможные виды рисков, возникающих при осуществлении внешнеэкономической деятельности, а также следовать требованиям и рекомендациям международных институтов, конвенций и договоров.

Часть I данного учебника посвящена вопросам, связанным с оценкой обстановки, в которой работают фирмы, предприятия и другие участники валютного рынка, выявлением особенностей и закономерностей функционирования субъекта во внешней среде. В ней последовательно рассматриваются основные понятия и взаимосвязи, необходимые для дальнейшего раскрытия сути предмета данного учебника.

В начале части I рассматриваются вопросы, связанные с определением мировой валютной системы, ее эволюцией и особенностями существующей мировой валютной системы. Раскрывается сущность понятия "платежный баланс страны". Далее анализируется основная экономическая категория, являющаяся базисом для всей системы международных валютно-финансовых отношений, - валютный курс. Будут рассмотрены виды валютного курса, факторы, влияющие на его величину, а также его значение для развития экономики страны.

Затем подробно анализируется валютный рынок, выявляется его место в системе мирового финансового рынка, раскрываются основные закономерности его функционирования, а также определяются его участники и основные операции. Отдельная глава посвящена валютному рынку Российской Федерации и особенностям его функционирования.

РАЗДЕЛ I. МЕЖДУНАРОДНАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА И КУРСЫ ВАЛЮТ

Раздел I состоит из двух глав, посвященных соответственно мировым валютным системам и валютному курсу.

В главе 1 данного раздела основное внимание уделяется сущности и структуре мировой валютной системы, причинам ее появления и основным конструктивным элементам, а также движущим силам ее эволюции.

Последовательно рассматриваются все этапы развития мировой валютной системы, начиная с системы "золотого стандарта" и далее Бреттон-Вудской валютной системы и Ямайской валютной системы. Особое место отведено анализу Европейской валютной системы как наиболее значительной региональной валютной группировки, оказывающей сильное воздействие на развитие интеграционных процессов во всем мире.

Рассматривается платежный баланс страны, дана характеристика его структуры и отдельных составляющих его балансов. Представлена методика составления платежного баланса, предложенная МВФ, а также характеристика проблем, с которыми сталкивается Россия при формировании платежного баланса по этой методике.

Основной категорией, используемой во внешнеэкономической деятельности, является валютный курс. Основополагающая роль валютного курса связана с необходимостью конвертации одних денежных единиц в другие при совершении международных операций. Именно поэтому в главе 2 данного раздела рассматриваются вопросы, связанные с определением валютного курса, формированием его величины, раскрываются взаимосвязи между различными процессами, влияющими на величину валютного курса, а также сущность экономических теорий, объясняющих взаимоотношения валют в настоящий момент.

Глава 1. Мировая валютная система

ЦЕЛИ

- Выяснить сущность мировой валютной системы и проанализировать причины ее появления.
- Определить основные элементы мировой валютной системы.

- Проследить эволюцию мировой валютной системы, выяснить преимущества и недостатки ее функционирования в различные периоды.
- Оценить особенности действующей мировой валютной системы, а также региональных валютных систем.
- Научиться читать платежный баланс государств и сравнивать результаты, полученные при сопоставлении платежных балансов как в целом, так и по отдельным составляющим его балансам.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Бреттон-Вудская валютная система	Европейская валютная система
Валюта	"Золотой стандарт"
Валютная ликвидность	Международная валютная система
Валютный курс	
Валютный рынок	Ямайская валютная система

В главе 1 представлены основные этапы эволюции мировой валютной системы, а также особенности ее функционирования на современном этапе развития. Рассмотрение данных вопросов начинается с анализа конструктивных элементов, формирующих мировую валютную систему.

1. МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА: ОСНОВНЫЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ

Мировая валютная система (МВС) является исторически сложившейся формой организации международных денежных отношений, закреплённой межгосударственными договоренностями. МВС представляет собой совокупность способов, инструментов и межгосударственных органов, с помощью которых осуществляется платежно-расчетный оборот в рамках мирового хозяйства. Ее возникновение и последующая эволюция отражают объективное развитие процессов интернационализации капитала, требующих адекватных условий в международной денежной сфере.

МВС включает в себя ряд конструктивных элементов, среди которых можно назвать следующие:

- 1) мировой денежный товар и международная ликвидность;
- 2) валютный курс;
- 3) валютные рынки;
- 4) международные валютно-финансовые организации;
- 5) межгосударственные договоренности.

1.1. Мировой денежный товар и международная ликвидность

Мировой денежный товар принимается каждой страной в качестве эквивалента вывезенного из нее богатства и обслуживает международные отношения.

Первым международным денежным товаром выступало золото. Далее мировыми деньгами стали национальные валюты ведущих мировых держав (кредитные деньги). В настоящее время в этом качестве также распространены композиционные, или фидуциарные (основанные на доверии к эмитенту), деньги. К ним относятся международные и региональные платежные единицы (такие, как СДР и ЭКЮ).

Валюта - это не новый вид денег, а особый способ их функционирования, когда национальные деньги опосредуют международные торговые и кредитные отношения. Таким образом, деньги, используемые в международных экономических отношениях, становятся валютой.

Различают понятия "национальная валюта" и "иностранная валюта". Под национальной валютой понимается установленная законом денежная единица данного государства. К иностранной валюте относят иностранные банкноты и монеты, а также требования, выраженные в иностранных валютах в виде банковских вкладов, векселей или чеков.

Кроме того, важным является понятие "резервная валюта", под которой понимается иностранная валюта, в которой центральные банки других государств накапливают и хранят резервы для международных расчетов по внешнеторговым операциям и иностранным инвестициям. Резервная валюта может служить базой определения валютного паритета и валютного курса для других стран. К таким валютам относится доллар США, немецкая марка, японская иена, фунт стерлингов и швейцарский франк. Классификация валют представлена в табл. 1.1.

Таблица 1.1. Классификация валют

Критерий	Виды валют
1. По статусу валюты	Национальная Иностранная Международная Региональная Евровалюта
2. По отношению к валютным запасам страны	Резервная Прочие валюты
3. По режиму применения	Свободно конвертируемая Частично конвертируемая (внешне конвертируемая, внутренне конвертируемая) Неконвертируемая
4. По видам валютных операций	Валюта цены контракта Валюта платежа Валюта кредита Валюта клиринга Валюта векселя
5. По отношению к курсам других валют	Сильная (твердая) Слабая (мягкая)
6. По материально-вещественной форме	Наличная Безналичная
7. По принципу построения	"Корзинного" типа Обычная

Кроме национальных валют в международных расчетах используются международные валютные единицы – СДР и ЭКЮ.

Специальные права заимствования (СДР; Special Drawing Rights) представляют собой безналичные деньги в виде записей на специальном счете страны в МВФ. Стоимость СДР рассчитывается на основе стандартной "корзины", включающей основные мировые валюты. Вначале "корзина" была образована из 16 валют. С 1 января 1981 г. в нее входят 5 валют. Состав и веса отдельных валют в "корзине" СДР пересматриваются каждые 5 лет. Веса валют в этой "корзине" отражают относительную роль каждой из 5 валют в мировой торговле и платежах, оцениваемую по стоимости экспорта товаров и услуг каждой из этих стран, а также по величине активов в данной валюте, которые использовались странами-участницами МВФ в качестве резервов на протяжении предшествующего 5-летнего периода. В настоящее время "корзина" СДР включает доллар США (с весом в 39%), немецкую марку (21%), японскую иену (18%), французский франк и фунт стерлингов (по 11% соответственно).

В 1979 г. появилась ЭКЮ (European Currency Unit) – валютная единица Европейской валютной системы, существующая в виде безналичных записей по счетам стран-участниц ЕВС в Европейском валютном институте Европейского союза. В отличие от СДР, ЭКЮ обеспечивается не только солидарными обязательствами группы стран, но и фактическими активами (залогом) в форме золота и долларов США (20% золотых и 20% валютных резервов стран-участниц Европейской валютной системы). Под это обеспечение страны ЕВС получили специальные счета в ЭКЮ. В 1995 г. в валютную корзину ЭКЮ входили: немецкая марка (30,53%), французский франк (19,43%), фунт стерлингов (12,06%), итальянская лира (9,95%), голландский гульден (9,54%),

бельгийский франк (7,83%), люксембургский франк (0,31%), датская крона (2,53%), ирландский фунт стерлингов (1,12%), греческая драхма (0,77%), испанская песета (5,18%), португальское эскудо (0,78%). В середине декабря 1996 г. лидеры Европейского союза приняли решение о переходе с 1 января 1999 г. на единую валюту стран ЕС – евро. Условная стоимость СДР и ЭКЮ исчисляется в долларах США. Ежедневные котировки публикуются в основных финансовых газетах.

Международная ликвидность – это возможность страны или группы стран обеспечивать свои краткосрочные внешние обязательства приемлемыми платежными средствами. Международная ликвидность связана с обеспечением мировой валютной системы международными резервами, необходимыми для ее нормального (функционирования, с порядком их создания и регулирования). Международная ликвидность характеризует состояние внешней платежеспособности отдельных стран или регионов (например, России и нефтедобывающих стран). Основу внешней ликвидности образуют золотовалютные резервы государства.

Структура международной ликвидности включает в себя следующие компоненты:

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

Международная ликвидность выполняет три функции, являясь средством образования ликвидных резервов, средством международных платежей (в основном для покрытия дефицита платежного баланса) и средством валютной интервенции.

Основную часть международной валютной ликвидности составляют официальные золотовалютные резервы, т.е. запасы золота и иностранной валюты центрального банка и финансовых органов страны.

К золотовалютным резервам относятся запасы золота в стандартных слитках, а также высоколиквидные иностранные активы в свободно конвертируемой валюте (валютные резервы). Кроме того, в золотовалютные резервы могут быть включены драгоценные металлы (платина и серебро), если они используются в международных своп-операциях, заложены и под них получена валюта.

Высоколиквидные средства должны быть размещены в высоконадежных учреждениях с минимальным риском, т.е. в учреждениях, причисленных, согласно международным классификациям, к учреждениям высшей категории надежности. Именно поэтому средства Минфина РФ на валютных счетах в коммерческих банках в РФ не относятся к разряду резервных средств и Россия размещает часть средств на счетах центральных банков других стран, например центральных банков стран "Большой семерки".

Особое место в международной валютной ликвидности занимает золото. Оно используется как чрезвычайное средство покрытия международных обязательств путем продажи на рынке за необходимую иностранную валюту или передачи кредитору в качестве залога при получении иностранных займов. В последнее время наблюдается устойчивая тенденция к повышению валютного компонента в общей структуре международных ликвидных активов, при этом золото продолжает учитываться по фиксированной цене в 35 СДР за тройскую унцию, что значительно ниже рыночной цены. Максимальное количество золотых резервов приходится на долю промышленно развитых государств с учетом депозитов в Европейском валютном институте (77% от всего мирового запаса). Одиннадцать стран (на начало 1995 г.) имели официальные золотые резервы, составляющие более 500 т чистого металла: США – 8147 т, Германия – 3700 т, Франция – 3182 т, Швейцария – 2600 т, Италия – 2592 т, Голландия – 1352 т, Бельгия – 974 т, Япония – 753 т, Великобритания – 717 т, Португалия – 625 т, Россия – 500 т.

При определении деноминации резервов центральные банки руководствуются следующим правилом: необходимо размещать валютные ресурсы в валюту, являющуюся резервной по отношению к национальной. Так, немецкая марка считается резервной единицей по отношению к другим европейским валютам, поэтому страны Европы отдают предпочтение в выборе резервной валюты немецкой марке. Германия, соответственно, выбирает в качестве резервных денег доллары США. Со своей стороны, США рассматривают в качестве денег более высокого порядка золото, поэтому валютная часть резервов США меньше золотой.

Ликвидные позиции страны-должника характеризуются следующим показателем: золотовалютные резервы страны/долг.

Собственные резервы образуют безусловную ликвидность. Ею центральные банки распоряжаются без ограничений. Заемные же ресурсы составляют условную ликвидность. К их числу относятся кредиты иностранных центральных и частных банков, а также МВФ. Использование заемных ресурсов связано с выполнением определенных требований кредитора.

1.2. Валютный курс

Валютный курс определяют как стоимость денежной единицы одной страны, выраженную в денежных единицах другой страны. Валютный курс необходим для обмена валют при торговле товарами и услугами, движении капиталов и кредитов; для сравнения цен на мировых товарных рынках, а также стоимостных показателей разных стран; для периодической переоценки счетов в иностранной валюте фирм, банков, правительств и физических лиц.

Валютные курсы подразделяются на два основных вида: фиксированные и плавающие. В основе фиксированного курса лежит валютный паритет, т.е. официально установленное соотношение денежных единиц разных стран. Плавающие валютные курсы зависят от рыночного спроса и предложения на валюту и могут значительно колебаться по величине.

1.3. Валютные рынки

Мировой валютный (форексный) рынок включает отдельные рынки, локализованные в различных регионах мира, центрах международной торговли и валютно-финансовых операций. На валютном рынке осуществляется широкий круг операций, связанных с внешнеторговыми расчетами, миграцией капитала, туризмом, а также со страхованием валютных рисков и проведением интервенционных мероприятий.

С одной стороны, валютный рынок – это особый институциональный механизм, опосредующий отношения по купле-продаже иностранной валюты между банками, брокерами и другими финансовыми институтами. С другой стороны, валютный рынок обслуживает отношения между банками и клиентами (как корпоративными, так правительственными и индивидуальными). Таким образом, участниками валютного рынка являются коммерческие и центральные банки, правительственные единицы, брокерские организации, финансовые институты, промышленно-торговые фирмы и физические лица, оперирующие с валютой.

Максимальный вес в операциях с валютой принадлежит крупным транснациональным банкам, которые широко применяют современные телекоммуникации. Именно поэтому валютные рынки называют системой электронных, телефонных и прочих контактов между банками, связанных с осуществлением операций в иностранной валюте.

Под международным валютным рынком понимается цепь тесно связанных между собой системой кабельных и спутниковых коммуникаций региональных валютных рынков. Между ними существует перелив средств в зависимости от текущей информации и прогнозов ведущих участников рынка относительно возможного положения отдельных валют. Выделяются такие крупнейшие региональные валютные рынки, как Европейский (в Лондоне, Франкфурте-на-Майне, Париже, Цюрихе), Американский (в Нью-Йорке, Чикаго, Лос-Анжелесе, Монреале) и Азиатский (в Токио, Гонконге, Сингапуре, Бахрейне). Годовой объем сделок на этих валютных рынках составляет, по оценкам ведущих центральных банков, свыше 250 трлн. дол. На этих рынках котируются ведущие валюты мира. Так как отдельные региональные валютные рынки находятся в различных часовых поясах, международный валютный рынок работает круглосуточно.

1.4. Международные валютно-финансовые организации

Основным наднациональным валютно-финансовым институтом, обеспечивающим стабильность международной валютной системы, является Международный валютный фонд (МВФ). В его задачу входит противодействие валютным ограничениям, создание многонациональной системы платежей по валютным операциям и т.д.

Кроме того, к международным валютно-финансовым организациям относится ряд международных институтов, инвестиционно-кредитная деятельность которых носит одновременно и ва-

лутный характер. Среди них можно назвать Международный банк реконструкции и развития, Банк международных расчетов в Базеле, Европейский инвестиционный банк, Азиатский банк развития, Африканский банк развития, Исламский банк развития, Скандинавский инвестиционный банк, Андский резервный фонд, Арабский валютный фонд, Африканский фонд развития, Восточно-Африканский банк развития, Международную ассоциацию развития, Международный фонд сельскохозяйственного развития и др.

1.5. Межгосударственные договоренности

Для осуществления эффективной международной торговли и инвестиций между странами, упорядочения расчетов и достижения единообразия в толковании правил по проведению платежей принят ряд межгосударственных договоренностей, которых придерживается подавляющее число государств мира. К ним относятся "Унифицированные правила по документарному аккредитиву", "Унифицированные правила по документарному инкассо", "Единообразный вексельный закон", "Единообразный закон о чеках", "О банковских гарантиях", Устав СВИФТ, Устав ЧИПС и другие документы.

В целом характер функционирования и стабильность МВС зависят от степени ее соответствия структуре мирового хозяйства. При изменении структуры мирового хозяйства и соотношения сил на мировой арене происходит замена существующей формы МВС на новую. Появившись в XIX в., мировая валютная система прошла три этапа эволюции: "золотой стандарт", Бреттон-Вудская система фиксированных валютных курсов и Ямайская система плавающих валютных курсов. Кратко охарактеризуем эти этапы эволюции МВС.

2. СИСТЕМА "ЗОЛОТОГО СТАНДАРТА"

Начало "золотого стандарта" было положено Банком Англии в 1821 г. Официальное признание эта система получила на конференции, состоявшейся в 1867 г. в Париже. Просуществовал "золотой стандарт" до второй мировой войны. Его основой являлось золото, за которым законодательно закреплялась роль главной формы денег. В рамках данной системы курс национальных валют жестко привязывался к золоту и через золотое содержание валюты соотносился друг с другом по твердому валютному курсу. Так, если 1 ф. ст. был равен 1/4 унции золота, а 1 дол. США составлял 1/20 унции золота, то за 1 ф. ст. можно было получить при обмене 5 дол. США (1 тройская унция золота равна 31,1 г золота 999 пробы). Отклонения от фиксированного валютного курса были крайне незначительными (не более +/- 1%) и находились в пределах "золотых точек" (так называют максимальные пределы отклонения курса валют от установленного золотого паритета, которые определяются расходами на транспортировку золота за границу).

Необходимость в перевозке золота за границу возникала при появлении во внешней торговле сальдо, которое погашалось эквивалентными золотыми перевозками. При этом золотые платежи не имели ограничений.

Разновидностями "золотого стандарта" являются : 1) золотомонетный стандарт, при котором банками осуществлялась свободная чеканка золотых монет (действовал до начала XX в.); 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", который известен как Генуэзский (1922 г. – начало второй мировой войны).

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.

Генуэзская международная экономическая конференция 1922 г. закрепила переход к золотодевизному стандарту, основанному на золоте и ведущих валютах, которые конвертируются в золото. Появились девизы – платежные средства в иностранной валюте, предназначенные для международных расчетов. Золотые паритеты сохранялись, но конверсия валют в золото могла осу-

ществляться и косвенно, через иностранные валюты, что позволяло экономить золото государствам, обедневшим во время первой мировой войны.

В период между войнами страны последовательно отказывались от "золотого стандарта". Первыми вышли из системы "золотого стандарта" аграрные и колониальные страны (1929-1930 гг.), в 1931 г. – Германия, Австрия и Великобритания, в апреле 1933 г. – США (взяв при этом на себя обязательство обменивать доллары на золото по цене 35 дол. за тройскую унцию для иностранных центральных банков с целью укрепления международных позиций доллара), в 1936 г. – Франция. Многие страны ввели валютные ограничения и валютный контроль. В это время на базе национальных валютных систем ведущих стран начинают складываться валютные блоки и зоны.

Валютный блок – это группировка стран, зависимых в экономическом, валютном и финансовом отношении от возглавляющей его державы, которая диктует им единую политику в области международных отношений и использует их как привилегированный рынок сбыта, источник дешевого сырья и выгодную сферу приложения капитала.

Целью валютного блока является укрепление конкурентных позиций страны-лидера на международной арене, особенно в моменты экономических кризисов. Для валютного блока характерны следующие особенности: курс валют прикреплен к валюте страны, возглавляющей группировку; международные расчеты входящих в блок стран осуществляются в валюте страны-гегемона; валютные резервы стран-участниц хранятся в стране-гегемоне; обеспечением зависимых валют служат казначейские векселя и облигации государственных займов страны-гегемона.

В это время образовались стерлинговый, долларовый и золотой валютные блоки. Стерлинговый блок был образован в 1931 г. В его состав вошли страны Британского содружества наций (кроме Канады и Ньюфаундленда), территории Гонконг, Египет, Ирак и Португалия. Позднее в нему присоединились Дания, Норвегия, Швеция, Финляндия, Япония, Греция и Иран. Долларовый блок, возглавляемый США, был образован в 1933 г. В него вошли, помимо США, Канада, а также страны Центральной и Южной Америки. Золотой блок создали в 1933 г. страны, стремившиеся сохранить золотой стандарт, – Франция, Бельгия, Нидерланды, Швейцария, а позже в него вошли Италия, Чехословакия и Польша. К 1936 г., в связи с отменой системы золотого стандарта во Франции, блок распался. Во время второй мировой войны все валютные блоки перестали существовать.

Преимущества золотого стандарта:

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;

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

Недостатки золотого стандарта:

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.

Вторая мировая война привела к кризису и распаду Гемуэзской валютной системы, которая была заменена на Бреттон-Вудскую.

3. БРЕТТОН-ВУДСКАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА

Вторая валютная система была официально оформлена на Международной валютно-финансовой конференции ООН, проходившей с 1 по 22 июля 1944 г. в Бреттон-Вудсе (США, штат Нью-Гемпшир). Здесь же были основаны Международный валютный фонд (МВФ) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР), именуемый Международным банком.

Целями создания второй МВС явились:

1) восстановление обширной свободной торговли;

2) установление стабильного равновесия системы международного обмена на основе системы фиксированных валютных курсов;

- 3) передача в распоряжение государств ресурсов для противодействия временным трудностям во внешнем балансе.

Вторая МВС базировалась на следующих принципах:

- 1) установлены твердые обменные курсы валют стран-участниц к курсу ведущей валюты;
- 2) курс ведущей валюты фиксирован к золоту;
- 3) центральные банки поддерживают стабильный курс своей валюты по отношению к ведущей (в рамках $\pm 1\%$) валюте с помощью валютных интервенций;
- 4) изменения курсов валют осуществляются посредством девальвации и ревальвации;
- 5) организационным звеном системы являются МВФ и МБРР, которые призваны развивать взаимное валютное сотрудничество стран и помогать в снижении дефицита платежного баланса.

Резервной валютой стал доллар США, так как только он в это время мог быть конвертируемым в золото (США обладали 70% от всего мирового запаса золота). Было установлено золотое соотношение доллара США: 35 дол. за 1 тройскую унцию. Другие страны привязали курсы своих валют к доллару США. Доллар стал выполнять в международном масштабе все функции денег: международного средства обмена, международной счетной единицы, международной резервной валюты и средства сохранения ценности. Таким образом, национальная валюта США стала одновременно мировыми деньгами и поэтому вторая МВС часто называется системой золотодолларового стандарта.

Валютные интервенции рассматривались как механизм самоадаптации второй МВС к изменяющимся внешним условиям, аналогично транспортировке золотых запасов для регулирования сальдо платежного баланса при «золотом стандарте». Курсы валют можно было изменять лишь при возникновении фундаментальной несбалансированности баланса. Эти изменения валютных курсов в рамках твердых паритетов назывались ревальвацией* и девальвацией** валют.

*Ревальвация – официальное повышение обменного курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам.

**Девальвация – официальное понижение обменного курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам.

Как страна ведущей валюты, США после второй мировой войны имела постоянно пассивное сальдо платежного баланса (за исключением периода корейской войны в начале 50-х гг.). В среднем сальдо составляло от 2 до 3 млрд. дол. Однако это не сказывалось негативно на экономическом положении США, а лишь способствовало экспансии американского капитала в другие страны. Не считая обязательств по продаже золота, в Бреттон-Вудской системе отсутствовал какой-либо механизм санкций на случай инфляционной политики страны ведущей валюты. Слабость доллара приводила лишь к расширению денежного базиса и приросту валютных резервов в стране с сильной валютой, не вызывая при этом каких-либо противоположных эффектов в США. При данных обстоятельствах США обладали практически неограниченными возможностями для проведения своей денежной политики, основанной на внутриэкономических целях.

Вторая МВС могла существовать лишь до тех пор, пока золотые запасы США могли обеспечивать конверсию зарубежных долларов в золото. Однако к началу 70-х гг. произошло перераспределение золотых запасов в пользу Европы: в период 60-70-х гг. долларовые авуары центральных банков Европы утроились и к 1970 г. составляли 47 млрд. дол. против 11,1 млрд. дол. в США. Появляются и значительные проблемы с международной ликвидностью, так как по сравнению с увеличением объемов международной торговли добыча золота была невелика: с 1948 г. по 1969 г. добыча золота увеличилась на 50%, а объем международной торговли – более чем в 2,5 раза. Доверие к доллару как резервной валюте падает и из-за гигантского дефицита платежного баланса США. Образуются новые финансовые центры (Западная Европа и Япония), что приводит к утрате США своего абсолютного доминирующего положения в мире. Отчетливо проявляется парадоксальность данной системы, основанной на внутреннем противоречии, известном как парадокс, или дилемма Триффена.

По дилемме Триффена, золотодолларовый стандарт должен совмещать два противоположных требования:

1) эмиссия ключевой валюты должна коррелировать с изменением золотого запаса страны. Чрезмерная эмиссия ключевой валюты, не обеспеченная золотым запасом, может подорвать обратимость ключевой валюты в золото и со временем вызовет кризис доверия к ней;

2) ключевая валюта должна выпускаться в количествах, достаточных для того, чтобы обеспечить увеличение международной денежной массы для обслуживания возрастающего количества международных сделок. Поэтому ее эмиссия должна намного превосходить золотой запас страны.

Таким образом, возникает необходимость пересмотра основ существующей валютной системы. Кризис второй валютной системы длился 10 лет. Формами его проявления были: валютная и золотая лихорадка; массовые девальвации и ревальвации валют; паника на фондовой бирже в ожидании изменения курсов валют; активная интервенция центральных банков, в том числе и коллективная; активизация национального и межгосударственного валютного регулирования.

Ключевые этапы кризиса Бреттон-Вудской валютной системы:

1) 17 марта 1968 г. Установлен двойной рынок золота. Цена на золото на частных рынках устанавливается свободно в соответствии со спросом и предложением. По официальным сделкам для центральных банков стран сохраняется обратимость доллара в золото по официальному курсу 35 дол. за 1 тройскую унцию;

2) 15 августа 1971 г. Временно запрещена конвертируемость доллара в золото для центральных банков;

3) 17 декабря 1971 г. Девальвация доллара по отношению к золоту на 7,89%. Официальная цена золота увеличилась с 35 до 38 дол. за 1 тройскую унцию без возобновления обмена долларов на золото по этому курсу; границы допустимых колебаний курсов расширились до $\pm 2,25\%$ от объявленного долларового паритета;

4) 13 февраля 1973 г. Доллар девальвировал до 42,2 дол. за 1 тройскую унцию.

5) 16 марта 1973 г. Международная конференция в Париже подчинила курсы валют законам рынка. С этого времени курсы валют не фиксированы и изменяются под воздействием спроса и предложения вопреки Уставу МВФ. Таким образом, система твердых обменных курсов прекратила свое существование.

После второй мировой войны образовалось шесть основных валютных зон:

- а) британского фунта стерлингов;
- б) доллара США;
- в) французского франка;
- г) португальского эскудо;
- д) испанской песеты и
- е) голландского гульдена.

Самой стабильной оказалась валютная зона французского франка, которая существует и по настоящее время, объединяя ряд стран Центральной Африки.

После продолжительного переходного периода, в течение которого страны могли испытывать различные модели валютной системы, начала образовываться новая мировая валютная система, для которой было характерно значительное колебание обменных курсов.

4. ЯМАЙКСКАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА

Устройство современной мировой валютной системы было официально оговорено на конференции МВФ в Кингстоне (Ямайка) в январе 1976 г. Основой этой системы являются плавающие обменные курсы и многовалютный стандарт.

Переход к гибким обменным курсам предполагал достижение трех основных целей:

- 1) выравнивание темпов инфляции в различных странах;
- 2) уравнивание платежных балансов;
- 3) расширение возможностей для проведения независимой внутренней денежной политики отдельными центральными банками.

Основные характеристики Ямайской валютной системы следующие:

- 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.

По классификации МВФ страна может выбрать следующие режимы валютных курсов: фиксированный, плавающий или смешанный.

Фиксированный валютный курс имеет целый ряд разновидностей:

1) курс национальной валюты фиксирован по отношению к одной добровольно выбранной валюте. Курс национальной валюты автоматически изменяется в тех же пропорциях, что и базовый курс. Обычно фиксируют курсы своих валют по отношению к доллару США, английскому фунту стерлингов, французскому франку развивающиеся страны;

2) курс национальной валюты фиксируется к СДР;

3) "корзинный" валютный курс. Курс национальной валюты привязывается к искусственно сконструированным валютным комбинациям. Обычно в данные комбинации (или корзины валют) входят валюты основных стран – торговых партнеров данной страны;

4) курс, рассчитанный на основе скользящего паритета. Устанавливается твердый курс по отношению к базовой валюте, но связь между динамикой национального и базового курса не автоматическая, а рассчитывается по специально оговоренной формуле, учитывающей различия (например, в темпах роста цен).

В "свободном плавании" находятся валюты США, Канады, Великобритании, Японии, Швейцарии и ряда других стран. Однако часто центральные банки этих стран поддерживают курсы валют при их резких колебаниях. Именно поэтому говорят об "управляемом", или "грязном", плавании валютных курсов. Так, центральные банки США, Канады и Германии интервенируют для выравнивания краткосрочных колебаний курсов своих национальных валют, а другие изменяют структуру своих валютных резервов.

Смешанное плавание также имеет ряд разновидностей. Во-первых, это групповое плавание. Оно характерно для стран, входящих в ЕВС. Для них установлены два режима валютных курсов: внутренний – для операций внутри Сообщества, внешний – для операций с другими странами. Между валютами стран ЕВС действует твердый паритет, рассчитанный на основе отношения центральных курсов к ЭКЮ с пределом колебаний в $\pm 15\%$, установленным с 1993 г. (до этого предел колебаний курсов находился в диапазоне $\pm 2,25\%$). Курсы валют совместно "плавают" по отношению к любой другой валюте, не входящей в систему ЕВС. Кроме того, к этой категории валютных режимов принадлежит режим специального курса в странах ОПЕК. Саудовская Аравия, Объединенные Арабские Эмираты, Бахрейн и другие страны ОПЕК "привязали" курсы своих валют к цене на нефть.

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 (табл. 1.2).

Таблица 1.2. Режимы валютного курса (1995 г.)

Режим курса валют	Количество стран	Страны
<i>Фиксированные курсы, в том числе:</i>	67	
К доллару США	23	Аргентина, Сирия, Литва, Иран, Панама, Туркменистан, Венесуэла, Нигерия, Оман и др.

К французскому франку	14	Африканские страны, входящие в зону франка
К другим валютам	7	Намибия, Лесото, Свазиленд (ранд ЮАР), Эстония (марка ФРГ), Таджикистан (рубль РФ).
К СДР	4	Ливия, Мьянма, Руанда, Сейшельские острова.
К корзине валют	20	Кипр, Исландия, Кувейт, Чехия Бангладеш, Венгрия, Марокко, Таиланд и др.
<i>Плавающие курсы</i>	98	
С учетом заданных параметров	3	Чили, Эквадор, Никарагуа
Регулируемое плавание	36	Израиль, Турция, Южная Корея, Россия, Китай, Малайзия, Польша, Словения, Сингапур и др.
Свободное плавание	59	США, Италия, Швейцария, Индия, Украина, Канада, Филиппины, Норвегия, Великобритания, Азербайджан и др.
<i>Смешанное плавание</i>	14	
К одной валюте (доллару)	4	Бахрейн, Саудовская Аравия, Катар, Объединенные Арабские Эмираты
К группе валют	10	Страны Европейской валютной системы

Важную роль играют специальные права заимствования – СДР. В рамках Ямайской валютной системы они являются одним из официальных резервных активов. Вторая поправка к Уставу МВФ, вступившая в силу с 1978 г., закрепила замену золота СДР в качестве масштаба стоимости. СДР стали мерой международной стоимости, важным резервным авуаром, одним из средств международных официальных расчетов.

Участниками системы СДР могут быть только страны-члены МВФ. Однако членство в Фонде не означает автоматического участия в механизме СДР. Для осуществления операций с СДР в структуре МВФ образован Департамент СДР. В настоящее время все страны-члены МВФ являются его участниками. При этом СДР функционируют только на официальном, межгосударственном уровне, на котором они вводятся в оборот центральными банками и международными организациями.

МВФ наделен полномочиями создавать "безусловную ликвидность" путем выпуска в обращение средств, выраженных в СДР, для стран-участников Департамента СДР. Эмиссия СДР осуществляется и в том случае, когда Исполнительный совет МВФ при ходит к заключению, что на данном этапе имеется долговременный всеобщий недостаток ликвидных резервов и существует потребность в их пополнении. Оценка такой потребности определяет размеры выпуска СДР. Эмиссия СДР производится в виде кредитовых записей на специальных счетах в МВФ. СДР распределяются между странами-членами МВФ пропорционально величине их квот в МВФ на момент выпуска. Сумма квоты для каждого государства-участника МВФ устанавливается в соответствии с объемом его национального дохода и размером внешнеторгового оборота, т.е. чем богаче страна, тем выше ее квота в Фонде.

Фонд не может выпускать СДР для самого себя или для других "уполномоченных держателей". Помимо стран-членов получать, держать и использовать СДР может МВФ, а также по решению Совета управляющих МВФ, принимаемому большинством, которое должно составлять не менее 85% голосов, страны, не являющиеся членами Фонда, и другие международные и регио-

нальные учреждения (банки, валютные фонды и т.п.), имеющие официальный статус. В то же время их держателями не могут быть коммерческие банки и частные лица.

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. Так, например, количество стран, привязавших свои валюты к доллару за период 1982-1994 гг., уменьшилось с 38 до 20, а к СДР – с 5 до 4. Следует отметить, что если в 1982 г. лишь 8 стран осуществляли независимое плавание, то в 1994 г. их уже было 52. Страны, объявившие о свободном плавании своих валют, поддерживали валютный курс с помощью интервенций, т.е. вместо чистого плавания фактически осуществлялось управляемое плавание.

Другой причиной является сохранение долларом США лидирующих позиций в Ямайской валютной системе. Объясняется это рядом обстоятельств:

а) со времен Бреттон-Вудской валютной системы сохранились значительные запасы долларов у частных лиц и правительств во всем мире;

б) альтернативные к доллару, признанные всеми резервные и транзакционные валюты будут постоянно в дефиците до тех пор, пока платежные балансы стран, валюты которых могут претендовать на эту роль (Германия, Швейцария, Япония), имеют стабильные активные сальдо;

в) евродолларовые рынки создают доллары независимо от состояния платежного баланса США и тем самым способствуют снабжению мировой валютной системы необходимым средством для транзакций.

Для Ямайской валютной системы характерно сильное колебание валютного курса для доллара США, что объясняется противоречивой экономической политикой США в форме экспансионистской фискальной и рестриктивной денежной политики. Это колебание доллара стало причиной многих валютных кризисов.

На фоне многочисленных проблем, связанных с колебанием валютных курсов, особый интерес в мире вызывает опыт функционирования зоны стабильных валютных курсов в Европе, который позволяет входящим в эту валютную группировку странам устойчиво развиваться, невзирая на проблемы, возникающие в мировой валютной системе.

5. ЕВРОПЕЙСКАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА

Существование Европейской валютной системы является одной из особенностей современных валютных отношений. На взаимную торговлю стран-членов ЕВС приходится от 55 до 70% от их внешнеторгового оборота. Решение о создании Европейской валютной системы (ЕВС) вступило в силу 13 марта 1979 г.

Основные цели ЕВС:

1) создание зоны стабильных валютных курсов в Европе, отсутствие которой затрудняло сотрудничество стран-членов Европейского сообщества в области выполнения общих программ и во взаимных торговых отношениях;

2) сближение экономических и финансовых политик стран-участниц. Выполнение этих задач способствовало бы построению европейской валютной организации, способной отражать спекулятивные атаки рынка, а также сдерживать колебания международной валютной системы (особенно изменения доллара).

Активными членами ЕВС являются Бельгия, Люксембург, Дания, Германия, Франция, Нидерланды, Ирландия, Испания, Португалия, Греция. Великобритания и Италия в настоящее время являются пассивными членами Европейской валютной системы. В 1997 г. членами ЕВС стали Финляндия, Швеция и Норвегия.

Основные принципы построения ЕВС:

1) страны-участницы ЕВС зафиксировали курсы своих валют по отношению к центральному курсу ЭКЮ;

2) на основе центрального курса к ЭКЮ рассчитаны все основные паритеты между курсами валют стран-участниц;

3) страны-участницы ЕВС обязаны поддерживать фиксированный курс валют с помощью интервенций. В начале создания системы курс валют не мог отклоняться более чем на $\pm 2,25\%$ от паритетного, в настоящее время допускается колебание в пределах $\pm 15\%$ от паритета.

Основной инструмент ЕВС – европейская валютная единица – ЭКЮ. Ее стоимость определяют через валютную корзину, состоящую из валют стран-участниц (в корзину ЭКЮ еще не введены валюты Финляндии, Швеции и Австрии). Европейская комиссия каждый день рассчитывает стоимость ЭКЮ в различных валютах стран-членов ЕС на основе обменных курсов. Пересмотр состава валютной корзины проводится один раз в 5 лет, а также по требованию страны, курс к ЭКЮ валюты которой изменился больше, чем на 25%.

В рамках ЕВС европейская валютная единица выполняет ряд функций:

1) счетной единицы, так как с помощью ЭКЮ определяются взаимные паритеты валют Сообщества. Кроме того, она делает возможным определение величины бюджета ЕС, сельскохозяйственных цен, расходов и т.п.;

2) платежного инструмента, так как ЭКЮ позволяет центральным банкам определять и оплачивать взаимные долги, выраженные в ЭКЮ;

3) инструмента резервирования, так как каждый центральный банк вносит 20% своих авуаров золотом и долларами в Европейский фонд валютной кооперации, который, в свою очередь, снабжает банк суммой в ЭКЮ, соответствующей внесенным авуарам. С 1999 г. вместо ЭКЮ основной валютой ЕВС будет евро.

Благодаря введению фиксированных курсов валют на территории Западной Европы появился так называемый феномен валютной змеи. Валютная змея, или змея в тоннеле, – кривая, описывающая совместные колебания курсов валют стран Европейского сообщества относительно курсов других валют, которые не входят в данную валютную группировку.

Роль МВФ по отношению к ЕВС выполняет Европейский фонд валютного сотрудничества. Долларовые накопления образуют кредитный фонд ЕВС. Его объем для краткосрочного кредитования составляет 14 млрд. ЭКЮ, а для среднесрочного кредитования – 11 млрд. ЭКЮ.

Несмотря на имеющиеся в функционировании ЕВС противоречия, она выполнила поставленную перед ней задачу. До 1992 г. в ЕС наблюдалась стабильность обменных курсов. За 5 лет (1987- 1992 гг.) центральные курсы основных валют не изменились, тогда как в это же время доллар успел потерять и снова набрать 30% от своей стоимости по отношению к французскому франку и немецкой марке. К началу 90-х гг. предполагалось перейти от зоны стабильности в Европе к более высокому уровню интеграции. Эти настроения получили свое выражение в тексте Маастрихтского договора, который предусматривал переход к Валютно-экономическому союзу к 1999 г.

Однако надежды на быстрое создание Валютно-экономического союза не оправдались. Причиной явились кризисные ситуации в Европе 1992-1993 гг. и жесткость требований к показателям, необходимым для перехода к ВЭС:

- 1) стабильность обменных курсов;
- 2) стабильность цен: уровень инфляции не должен превышать более чем на 1,5% средний уровень инфляции трех государств, наиболее благополучных в этом отношении;
- 3) дефицит государственного бюджета не более 3% от ВВП;
- 4) государственный долг ниже 60% от ВВП;
- 5) процентная ставка в длительном периоде превышает не более чем на 2% ставку трех стран, имеющих наименьший уровень инфляции.

Создание Валютно-экономического союза должно обеспечить странам-участницам множество неоспоримых преимуществ: упразднение обменных институтов и комиссионных; отмену оплаты банковских переводов между странами; упрощение управления предприятиями в разных государствах Союза; уравнивание номинальных и реальных ставок процента; ЭКЮ будет противостоять иене и доллару и станет международной резервной валютой; и наконец, исчезнут всяческие ограничения между странами-участницами ВЭС. Именно поэтому, несмотря на период длительной нестабильности в Европе после упомянутого кризиса, в Мадриде был разработан новый перспективный план перехода к Валютно-экономическому союзу, состоящий из 3 этапов:

1) конец 1998 г. Совет Европы определяет по итогам 1997 г. количество стран, соответствующих установленным критериям. Начинается организация Центрального банка Европы;

2) январь 1999 г. Переход к ВЭС: окончательная фиксация обменных курсов между валютами и между ними и евро; определение операций, проводимых в европейской валюте. Банки еще

не обязаны пересчитывать все переводы в евровалюте; начинает действовать Центральный банк Европы;

3) введение единой валюты. 1999 г.: снижение сроков и стоимости банковских переводов. Потребители получают возможность доступа к операциям в европейской валюте – евро. Пересчет национальных цен в евро. Создание сети обменных пунктов (национальной валюты в евро). 2002 г. или позже: введение единой валюты (введение в обращение ее банкнот и монет). Быстрое изъятие из обращения национальной валюты. Потребители в течение длительного периода могут обменивать национальную валюту на евро. Банковские счета, заработная плата, пенсии – все денежные операции пересчитываются в европейскую валюту.

6. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС СТРАНЫ

Платежный баланс страны – это систематические записи всех платежей, поступающих в данную страну из-за границы, и денежных платежей данной страны другим странам в течение определенного периода.

Платежный баланс отражает количественное и качественное выражение объема, структуры и характера внешнеэкономических операций государства. На него воздействуют различные тенденции, происходящие в мире: изменения в международном разделении труда, интернационализация производства и капитала, сохранение и обособление национальных экономик с целью их дальнейшего укрепления и т.п. Тем самым платежный баланс отражает всю многочисленную сложную гамму экономических отношений между странами.

Поступления валюты в страну отражаются по кредиту платежного баланса. Для страны источником средств в валюте будут являться, в первую очередь, экспортируемые ею товары и услуги, а также приток капитала из-за границы в виде иностранных займов и инвестиций.

Платежи в валюте иностранным субъектам отражаются по дебету платежного баланса. К подобным операциям относятся расходы, связанные с импортом товаров и услуг, а также вложения денежных средств данного государства в экономику других стран.

Основными правилами формирования баланса являются: принцип равенства его частей и принцип двойной записи. Использование двойной записи предполагает, что каждая сделка записывается одновременно на двух счетах: и дебетовом, и кредитовом. Принцип равенства частей означает, что общая сумма кредита должна быть равна общей сумме дебета платежного баланса.

Платежный баланс представляет собой чрезвычайно сложную группировку различного рода платежей и поступлений государства в целом. Он включает в себя целый ряд субсчетов. Наиболее распространенным является метод составления баланса, разработанный МВФ на основе принятого ООН "Руководства по платежному балансу". По этому методу баланс подразделяется на две большие части: счета текущих операций и счета движения капитала.

Счета текущих операций включают в себя экспортно-импортное движение товаров и услуг, а также трансферы. Именно поэтому составными частями счета баланса текущих операций являются торговый баланс, баланс "невидимых операций" (баланс услуг) и баланс трансферов.

Наиболее часто в печати публикуется торговый баланс, так как данные для этого баланса предоставляет таможня и они являются наиболее доступными. Учет ввозимых и вывозимых товаров осуществляется в разных системах цен. Экспорт страны учитывается в ценах FOB, а импорт – в ценах CIF.

Баланс услуг включает различные операции, объединенные нетоварным характером происхождения: транспортные перевозки, экспорт-импорт лицензий и патентов, торговля технологиями, внешнеторговые страховые операции и т.п.

Баланс трансферов состоит из баланса некоммерческих платежей и баланса доходов и расходов по заграничным инвестициям. В свою очередь, баланс некоммерческих платежей включает в себя расходы, связанные с содержанием дипломатических представительств и военных миссий, а также частные и официальные односторонние переводы в виде государственной помощи иностранным государствам. В баланс доходов и расходов по заграничным инвестициям включается движение процентов и дивидендов на вложенный капитал между странами.

Баланс счета текущих операций образуется путем суммирования составляющих его балансов: торгового, услуг и трансферов.

Счет движения капитала связан с долгосрочными вложениями. Он включает в себя баланс долгосрочных капиталов (покупку-продажу ценных бумаг и недвижимости, получение-выдачу займов и прямые инвестиции) и баланс краткосрочных капиталов (отражает краткосрочные кредиты национального и иностранных государств).

Рассмотрим следующий пример. Японская компания осуществляет долгосрочные инвестиции в экономику США, направляя их на строительство нового автомобильного завода на территории этой страны. В платежном балансе Японии произойдут следующие изменения: сумма инвестиций будет отражена в дебете баланса долгосрочных капиталов; репатриация прибыли из США, полученной на эти инвестиции, будет проведена по кредиту баланса трансферов (счет текущих операций).

Следующим (третьим) разделом счета движения капитала является баланс резервов, в котором отражается движение золотовалютных ресурсов государства.

Помимо выделения основных балансов, формирующих платежный баланс страны, все статьи платежного баланса подразделяются на основные и балансирующиеся. К основным статьям платежного баланса относятся устойчивые сделки, невосприимчивые к колебаниям экономической конъюнктуры. В настоящее время к основным статьям баланса, характеризующим внешнеэкономическое положение страны, относят баланс товаров и услуг и баланс трансферов. Все остальные статьи баланса являются справочными.

Платежный баланс в целом всегда сводится с формальным равновесием. Когда говорят о дефиците платежного баланса, имеется в виду несбалансированность платежей и поступлений по текущим операциям платежного баланса, при которой поступления в валюту меньше платежей. Возникает отрицательное (пассивное) сальдо платежного баланса. При активном платежном балансе поступления, соответственно, выше платежей по текущим операциям. Образуется положительное (активное) сальдо платежного баланса. В этом случае страна использует свое положительное сальдо для экспорта капитала в различных формах. Если в целом (с учетом счета движения капитала) платежный баланс остается пассивным, то пассивное сальдо балансируется за счет изменения статьи баланса запасов иностранной валюты, а при исчерпании данной статьи баланса – международными кредитами в виде займов между центральными банками, которые предоставляют иностранную валюту друг другу. Кроме того, существует статья платежного баланса "Пропуски и ошибки", позволяющая свести баланс к равновесию.

Различают и сальдо по отдельным балансам. Например, сальдо торгового баланса, сальдо баланса краткосрочных капиталов. Так, дефицит или активность торгового баланса отражает конкурентоспособность страны на международных рынках. Если страна экспортирует больше товаров, чем импортирует, то она имеет активное сальдо платежного баланса. И наоборот, она имеет дефицит торгового баланса, если ввозит иностранных товаров больше, чем экспортирует.

Методами регулирования платежного баланса являются: административный (регулирование национального таможенно-тарифного законодательства); финансовый (связан с регулированием экспорта товаров и услуг); кредитный (манипулирование с величиной процентных ставок); валютный (понижение и повышение курса национальной валюты).

Помимо платежного баланса анализируется и расчетный баланс, который характеризует состояние требований и обязательств страны по отношению к зарубежным государствам в валюте на определенную дату.

Платежный баланс страны является основным источником информации о взаимодействии основных макроэкономических показателей как внутри страны, так и на международном уровне. Большое влияние на изменение в платежном балансе оказывают величина национального валютного курса и динамика ее изменения.

С 1994 г. платежный баланс в Российской Федерации в соответствии с рекомендациями МВФ составляется Центральным банком РФ ежеквартально в двух видах: со странами ближнего зарубежья и со странами дальнего зарубежья. Приоритетное значение придается составлению счета текущих операций.

Основная проблема, с которой сталкиваются специалисты при формировании платежного баланса РФ, - это несовершенство информационной базы. Так, данные, представляемые Таможенным комитетом РФ, расходятся с данными из отчетности, представляемой в Госкомстат РФ. Кроме того, данные Таможенного комитета не включают ряд экспортно-импортных операций. Практически отсутствуют данные об экспорте-импорте услуг, прямых инвестиций в страны ближнего

зарубежья, о клиринговых и других операциях. Существуют и проблемы в оценке данных об оплате труда нерезидентов, так как миграционные службы не имеют точной информации о количестве граждан иностранных государств, находящихся на территории РФ. Отсутствует информация о нераспределенных прибылях совместных предприятий в России, о нераспределенных прибылях иностранных предприятий, в которые российские резиденты осуществили прямые инвестиции, и т.п. Необходимо решить и ряд правовых вопросов, в частности согласовать определение понятия "резидентства" в законодательстве РФ с данным в "Руководстве по платежному балансу" МВФ, а также преодолеть несовершенство плана бухгалтерских счетов.

Решение вопросов, связанных с формированием достоверной информационной базы для составления платежного баланса РФ, позволит использовать платежный баланс органами управления для разработки макроэкономической политики России.

РЕЗЮМЕ

Международная валютная система представляет собой совокупность способов, инструментов и межгосударственных органов, с помощью которых осуществляется взаимный платежно-расчетный оборот в рамках мирового хозяйства. Ее возникновение и последующая эволюция отражают объективное развитие процессов интернационализации капитала, требующих адекватных условий в международной денежной сфере. Основными конструктивными элементами МВС являются мировой денежный товар и международная ликвидность, валютный курс, валютные рынки, международные валютно-финансовые организации и межгосударственные договоренности.

Последовательно существовали и сменяли друг друга три мировые валютные системы. Первая из них – система "золотого стандарта" – основывалась на золоте, за которым законодательно закреплялась роль главной формы денег. Курс национальных валют жестко привязывался к золоту, и через золотое содержание валюты соотносились друг с другом по твердому валютному курсу. Отклонение валютного курса от объявленного соотношения было не более $\pm 1\%$ и находилось в пределах "золотых точек".

Основу второй, Бреттон-Вудской валютной системы, составляли твердые обменные курсы валют стран-участниц по отношению к курсу ведущей валюты; курс ведущей валюты – доллара США – фиксировался к золоту; центральные банки стран-участниц обязались поддерживать стабильный курс валют к доллару США с помощью валютных интервенций. Колебания курсов валют допускались в интервалах $\pm 1\%$; изменение курса валют происходило посредством девальвации и ревальвации; организационное звено международной валютной системы – МВФ.

Третья, Ямайская, валютная система основана на плавающих обменных курсах и является многовалютным стандартом. Страна может выбрать фиксированный, плавающий или смешанный режим валютного курса. Эти режимы имеют ряд разновидностей, подробно описанных в статистическом сборнике (*International Financial Statistics*) Международного валютного фонда.

Основными целями основания ЕВС является создание зоны стабильных валютных курсов в Европе, отсутствие которой затрудняло как сотрудничество стран-членов Европейского сообщества в области выполнения общих программ, так и во взаимных торговых отношениях, а также сближение экономических и финансовых политик стран-участниц. Страны ЕВС зафиксировали курсы своих валют по отношению к центральному курсу ЭКЮ; на основе центрального курса к ЭКЮ рассчитаны все основные паритеты между курсами валют стран-участниц; страны ЕВС обязаны поддерживать фиксированный курс валют с помощью интервенций на уровне $\pm 2,5\%$ от паритетного, а в настоящее время в пределах $\pm 15\%$ от паритетного.

Платежный баланс – систематические записи всех платежей, поступающих в данную страну из-за границы, и денежных платежей данной страны другим странам в течение определенного промежутка времени. Основными правилами формирования баланса являются принцип равенства частей баланса и принцип двойной записи. По методу составления, предложенному МВФ, баланс делится на две части: счета текущих операций и счета движения капитала. Счета текущих операций включают в себя экспортно-импортное движение товаров и услуг, а также трансферы. Счет движения капитала состоит из балансов краткосрочных и долгосрочных капиталов и резервов. Под сальдо платежного баланса понимается сальдо баланса текущих операций. В случае дефицита платежного баланса поступления за экспортированные товары и услуги меньше платежей, осущес-

ствляемых государством за импорт товаров и услуг. При активном сальдо платежного баланса, соответственно, платежи меньше поступлений.

Основной категорией в международных валютно-финансовых и кредитных отношениях является валютный курс. В нем находят отражение все основные макроэкономические показатели: цены в различных странах, экономический рост и др. Он аккумулирует информацию о происходящих экономических и политических изменениях как в настоящем, так и в будущем. Кроме того, сам валютный курс активно влияет на характер развития этих процессов. Далее мы подробно рассмотрим факторы, влияющие на величину валютного курса.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) В чем сущность мировой валютной системы? Какие элементы ее образуют?
- 2) Сравните мировые валютные системы. В чем их различия? Каковы их преимущества и недостатки?
- 3) В чем заключается особая роль доллара на современном этапе развития мировой валютной системы?
- 4) Чем определялась необходимость создания Европейской валютной системы? Каковы перспективы формирования единого валютного пространства в Европе?
- 5) Что понимается под платежным балансом страны? Каковы принципы его составления и структура?
- 6) Определите, в кредите или дебете платежного баланса РФ должны отражаться следующие операции:
 - а) экспорт товаров лесопромышленного комплекса из России;
 - б) частные кредиты, предоставленные субъектами американской экономики российским фирмам;
 - в) доход от иностранного туризма России;
 - г) уменьшение золотовалютных резервов в Российской Федерации.
- 7) Используя данные, представленные в табл. 1.3, проанализируйте динамику сальдо платежных балансов США, Японии и Германии. Какие причины, на ваш взгляд, могли обусловить подобное изменение сальдо платежного баланса? Каким образом может быть достигнуто равновесие платежного баланса?
- 8) Используя данные, представленные в табл. 1.3, проанализируйте сальдо платежного баланса США и России; России и Мексики. Сделайте выводы.

Таблица 1.3. Состояние платежных балансов на 1994г., (в млрд. дол.)

Баланс	Страна				
	США	Япония	Германия	Мексика	РФ
Торговый баланс	-166,4	+145,9	+51,1	-18,5	+19,7
Сальдо текущих платежей	-156,2	+129,2	-20,9	-28,8	+12,3
Баланс движения капиталов	+144,4	-104,0	+18,8	+11,1	-9,3
Сальдо платежного баланса	-41,8	+25,2	-2,1	-17,7	-6,1

Глава 2. Валютный курс и факторы, влияющие на его величину

ЦЕЛИ

- Выявить сущность и особенности формирования валютного курса.
- Рассмотреть факторы курсообразования на валютном рынке.
- Определить влияние валютного курса на экспортно-импортные возможности страны.
- Показать взаимосвязь понятий "макроэкономическое равновесие" и "валютный курс".
- Сформировать навыки вычисления паритетного соотношения между курсами валют.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Валютный курс	Паритет покупательной
Завышенный валютный курс	способности валют
Заниженный валютный курс	Паритет процентных ставок
Паритетный валютный курс	Фактический валютный курс
Равновесный валютный курс	

Развитие внешнеэкономических отношений требует особого инструмента, посредством которого субъекты, действующие на международном рынке, могли бы поддерживать между собой тесное финансовое взаимодействие. Таким инструментом выступают банковские операции по обмену иностранной валюты. Важнейшим элементом в системе банковских операций с иностранной валютой является обменный валютный курс. В данной главе даны теоретическое определение валютного курса и рассматриваются факторы, формирующие его величину, а также экономические теории, объясняющие взаимоотношения курсов валют.

1. ВАЛЮТНЫЙ КУРС: ОПРЕДЕЛЕНИЕ, КЛАССИФИКАЦИЯ, СПОСОБЫ УСТАНОВЛЕНИЯ

Валютный курс – это обменное соотношение между двумя валютами, например 100 иен за 1 дол. США или 5600 руб. РФ за 1 дол. США.

Гипотетически существуют пять систем валютных курсов: свободное ("чистое") плавание; управляемое плавание; фиксированные курсы; целевые зоны; гибридная система валютных курсов.

Так, в системе свободного плавания валютный курс формируется под воздействием рыночного спроса и предложения. Валютный форексный рынок при этом наиболее приближен к модели совершенного рынка: количество участников как на стороне спроса, так и на стороне предложения огромно, любая информация передается в системе мгновенно и доступна всем участникам рынка, искажающая роль центральных банков незначительна и непостоянна.

В системе управляемого плавания, кроме спроса и предложения, на величину валютного курса оказывают сильное влияние центральные банки стран, а также различные временные рыночные искажения.

Примером системы фиксированных курсов является Бреттон-Вудская валютная система 1944-1971 гг. В ней курс всех валют фиксировался к доллару с пределом колебаний $\pm 1\%$, а курс доллара был жестко привязан к золоту: 35 дол. = 1 тройская унция золота.

Система целевых зон развивает идею фиксированных валютных курсов. Ее примером является фиксация российского рубля к доллару США в коридоре 5600 – 6200 руб. за 1 дол. США. Кроме того, к этому типу можно отнести режим функционирования курсов валют стран-участниц Европейской валютной системы, в которой колебания их валютных курсов по отношению к центральному курсу ЭКЮ расширились с границы $\pm 2,25\%$ в 1979 г. до $\pm 15\%$ начиная с 1993 г. (см. §5 предыдущей главы).

Наконец, примером гибридной системы валютных курсов является современная валютная система, в которой существуют страны, осуществляющие свободное плавание валютного курса, имеются зоны стабильности и т.п. Подробное перечисление режимов курсов валют различных стран, действующих в настоящее время, можно найти, например, в изданиях МВФ.

Множество валютных курсов можно классифицировать по различным признакам (табл. 2.1).

Таблица 2.1. Классификация видов валютного курса

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. Отношения 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

Одним из наиболее важных понятий, используемых на валютном рынке, является понятие реального и номинального валютного курса.

Реальный валютный курс можно определить как отношение цен товаров двух стран, взятых в соответствующей валюте. Так,

$$e_r = P_n / P_f \cdot e_n,$$

где e_r – реальный валютный курс;
 P_n – цены на внутреннем рынке;
 P_f – цены на зарубежном рынке;
 e_n – номинальный валютный курс.

Номинальный валютный курс показывает обменный курс валют, действующий в настоящий момент времени, на валютном рынке страны.

Валютный курс, поддерживающий постоянный паритет покупательной силы (e_{ppp}), имеет сходную природу с реальным валютным курсом. Под ним подразумевается такой номинальный валютный курс, при котором реальный валютный курс неизменен.

Кроме реального валютного курса, рассчитанного на базе отношения цен, можно использовать этот же показатель, но с другой базой. Например, приняв за нее отношение стоимости рабочей силы в двух странах.

Курс национальной валюты может изменяться неодинаково по отношению к различным валютам во времени. Так, по отношению к сильным валютам он может падать, а по отношению к слабым – подниматься. Именно поэтому для определения динамики курса валюты в целом рассчитывают индекс валютного курса. При его исчислении каждая валюта получает свой вес в зависимости от доли приходящихся на нее внешнеэкономических сделок данной страны. Сумма всех весов составляет единицу (100%). Курсы валют умножаются на их веса, далее суммируются все полученные величины и берется их среднее значение.

Так, за последние 30 лет повысились курсы лишь трех валют: немецкой марки, японской иены и швейцарского франка. Это связано с интенсивным экономическим развитием Германии и Японии, а также с постоянным притоком капиталов в Швейцарию. В 80-х гг. курс английского фунта стерлингов значительно колебался по отношению к доллару США, итальянской лире, французскому франку, снижался по отношению к иене и немецкой марке. Общий индекс валютного курса фунта стерлингов с 1980 по 1987 г. показывал снижение его курса по отношению ко всем валютам, а в течение 1988 г. – его повышение. Так, в 1988 г. он составлял 95,5, а в 1981 г. – 119,0.

В современных условиях валютный курс формируется, как и любая рыночная цена, под воздействием спроса и предложения. Уравновешивание последних на валютном рынке приводит к установлению равновесного уровня рыночного курса валюты. Это так называемое "фундаментальное равновесие" (рис. 2.1).

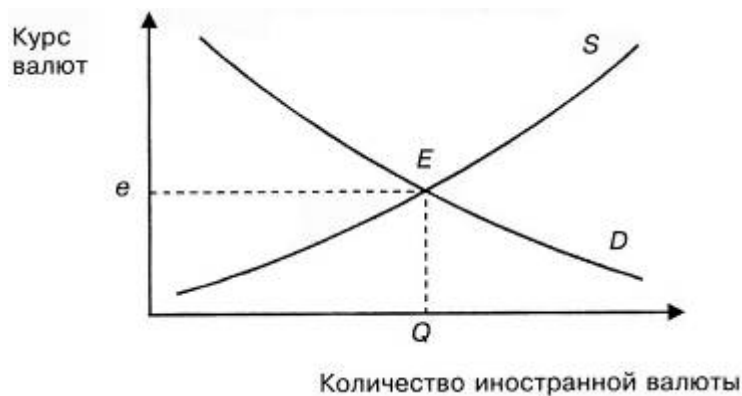


Рис. 2.1. формирование равновесного валютного курса

Здесь размер спроса на иностранную валюту (D) определяется потребностями страны в импорте товаров и услуг, расходами туристов данной страны, выезжающими в иностранное государство, спросом на иностранные финансовые активы и спросом на иностранную валюту в связи с намерениями резидентов осуществлять инвестиционные проекты за рубежом.

Чем выше курс иностранной валюты, тем меньше спрос на нее; чем ниже курс иностранной валюты, тем больше спрос на нее. Именно этим обстоятельством и определяется наклон кривой спроса на рассматриваемом графике.

Размер предложения иностранной валюты (S) определяется спросом резидентов иностранного государства на валюту данного государства, спросом иностранных туристов на услуги в данном государстве, спросом иностранных инвесторов на активы, выраженные в национальной валюте данного государства, и спросом на национальную валюту в связи с намерениями нерезидентов осуществлять инвестиционные проекты в данном государстве.

Так, чем выше курс иностранной валюты по отношению к отечественной, тем меньшее количество национальных субъектов валютного рынка готово предложить ее в обмен на иностранную и, наоборот, чем ниже курс национальной валюты по отношению к иностранной, тем большее количество субъектов национального рынка готово приобрести иностранную валюту. Этими соображениями и объясняется наклон кривой предложения иностранной валюты.

Существует целый ряд факторов, приводящих к изменению фундаментального равновесия обменного курса валют. Они подразделяются на структурные (действующие в долгосрочном периоде) и конъюнктурные (вызывающие краткосрочное колебание валютного курса). Коротко охарактеризуем эти факторы.

2. ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ВЕЛИЧИНУ ВАЛЮТНОГО КУРСА

К структурным факторам относятся: конкурентоспособность товаров страны на мировом рынке и ее изменение; состояние платежного баланса страны; покупательная способность денежных единиц и темпы инфляции; разница процентных ставок в различных странах; государственное регулирование валютного курса; степень открытости экономики. Конъюнктурные факторы связаны с колебаниями деловой активности в стране, политической обстановкой, слухами и прогнозами. К ним относятся: деятельность валютных рынков; спекулятивные валютные операции; кризисы, войны, стихийные бедствия; прогнозы; цикличность деловой активности в стране. Рассмотрим подробнее механизм влияния этих факторов на величину валютного курса.

2.1. Темпы инфляции и валютный курс

При прочих равных условиях уровень инфляции в стране обратно пропорционально влияет на величину курса национальной валюты, т.е. увеличение инфляции в стране приводит к уменьшению курса национальной валюты, и наоборот.

Проиллюстрируем данное утверждение. Предположим, что произошло снижение спроса на американские товары со стороны немецких потребителей из-за более высокой инфляции в США. Следовательно, спрос на доллары США в Германии уменьшится и кривая спроса на доллары (D)

сместится влево-вниз к D^{\wedge} . В то же время увеличение цен на товары в США может повысить желание американцев купить относительно дешевые немецкие товары; следовательно, будет увеличиваться спрос на немецкие марки на американском рынке, и кривая предложения долларов США (S) сдвинется вправо-вниз к S^{\wedge} . Таким образом, валютный курс немецкой марки по отношению к доллару США увеличится до уровня E^{\wedge} (рис. 2.2).

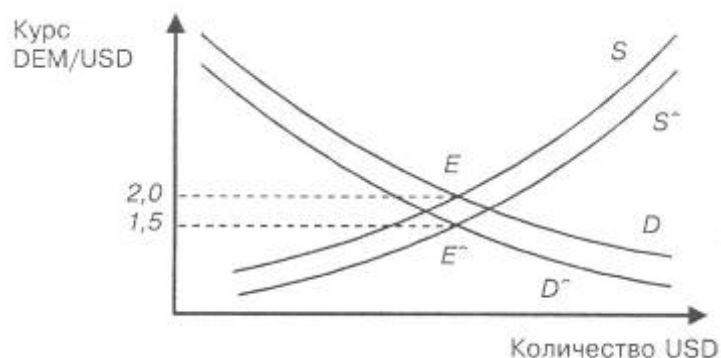


Рис. 2.2. Влияние темпа инфляции на курс валюты

В качестве примера, демонстрирующего влияние уровня инфляции на валютный курс, рассмотрим изменение курса рубля к доллару США. Так, в 1990-1995 гг. объем ВВП в России сократился на 51%, а цены возросли в 5840 раз. В этих условиях валютный курс рубля катастрофически упал: в среднем он составлял 69,9 руб. за 1 дол. США в 1991 г., 25 апреля 1995 г. – 5130 руб. за 1 дол. США, а 29 апреля 1997 г. – 5760 руб. за 1 дол. США.

2.2. Влияние изменения процентных ставок на валютный курс

Изменение процентных ставок влияет на валютный курс двояко. С одной стороны, их номинальное увеличение внутри страны вызывает уменьшение спроса на национальную валюту, так как предпринимателям становится дорого брать кредит. Взяв же его, предприниматели увеличивают себестоимость своей продукции, что, в свою очередь, приводит к увеличению цен на товары внутри страны. Это сравнительно обесценивает национальную валюту по отношению к иностранной.

С другой стороны, увеличение реальных процентных ставок (т.е. номинальных процентных ставок, скорректированных на темп инфляции) делает при прочих равных условиях размещение средств в этой стране для иностранцев более прибыльным. Именно поэтому в страну с более высокими реальными процентными ставками притекают капиталы, спрос на ее валюту увеличивается и она дорожает (рис. 2.3).

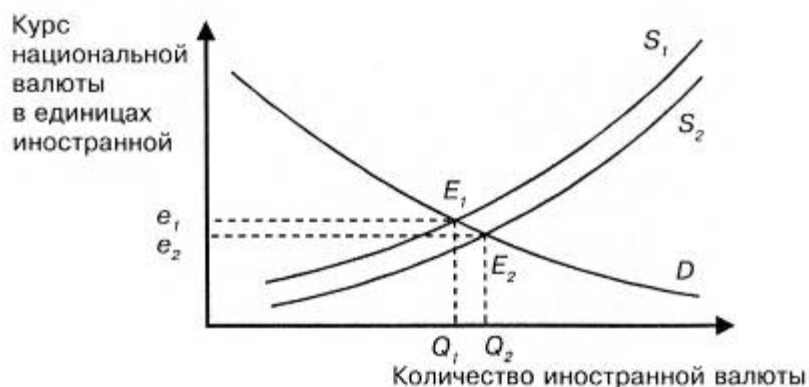


Рис. 2.3. Влияние процентных ставок на изменение валютного курса

Таким образом, изменение процентных ставок может как прямо, так и обратно пропорционально влиять на величину валютного курса.

О влиянии разницы процентных ставок на валютный курс свидетельствует следующий факт: в первой половине 80-х гг. увеличение процентных ставок администрацией США способствовало притоку иностранных капиталов и тем самым повышению курса доллара и снижению курса валют стран Западной Европы и Японии. С середины 80-х гг. США взяли курс на снижение уровня банковских процентов и курса доллара в целях стимулирования экономического роста и экспорта товаров. Аналогичные действия предпринимало и правительство Японии для поддержки экспорта в начале 90-х гг. С 1990 г. Банк Японии периодически уменьшал ставку, пытаясь смягчить тенденцию к повышению курса иены против доллара США. В 1993 г. официальная учетная ставка, по которой банк Японии кредитовал коммерческие банки, была уменьшена на 3/4 процентного пункта и достигла своего исторического минимума в 1%.

Увеличение процентных ставок может почти немедленно сказаться на величине валютного курса. Так, всего через 1 ч после объявления председателем Совета Федеральной резервной системы США А. Гриспеном об увеличении базовой процентной ставки на 1/4%, т.е. до 3,25% (февраль 1994 г.), доллар вырос с 1,7350 до 1,6765 за 1 ф. ст.

2.3. Влияние платежного баланса на валютный курс

Платежный баланс непосредственно влияет на величину валютного курса. Так, активный платежный баланс способствует повышению курса национальной валюты, поскольку увеличивается спрос на нее со стороны иностранных дебиторов. Пассивный платежный баланс порождает тенденцию к снижению курса национальной валюты, так как отечественные должники стараются продать ее за иностранную валюту для погашения своих внешних обязательств. Размеры влияния платежного баланса на валютный курс определяются степенью открытости экономики страны. Так, чем выше доля экспорта в валовом национальном продукте (чем выше открытость экономики), тем выше эластичность валютного курса по изменению платежного баланса.

Кроме того, на валютный курс влияет экономическая политика государства в области регулирования составных частей платежного баланса: текущего счета и счета движения капиталов. На состояние торгового баланса, например, воздействуют изменение пошлин, ограничение импорта, торговые квоты, экспортные субсидии и т.п. При увеличении положительного сальдо торгового баланса возрастает спрос на валюту данной страны, что способствует повышению ее курса, а при появлении отрицательного сальдо происходит обратный процесс. Движение краткосрочного и долгосрочного капиталов зависит от уровня национальных процентных ставок, ограничения или поощрения ввоза и вывоза капиталов. Изменение сальдо баланса движения капиталов оказывает определенное влияние на курс национальной валюты, которое по знаку ("плюс" или "минус") аналогично торговому балансу. Однако существует и негативное влияние чрезмерного притока краткосрочного капитала в страну на курс ее валюты, так как он может увеличить избыточную денежную массу, что, в свою очередь, может привести к увеличению цен и обесценению валюты.

Для иллюстрации изменения курса национальной валюты под воздействием изменения сальдо баланса текущих операций рассмотрим следующий пример. На рис. 2.4 представлены графики, показывающие сальдо баланса текущих операций Франции с 1990 по 1996 г. и динамику курса французского франка по отношению к курсу немецкой марки. Из графика следует, что движение курса национальной валюты совпадает с направлением изменения сальдо баланса текущих операций Франции.

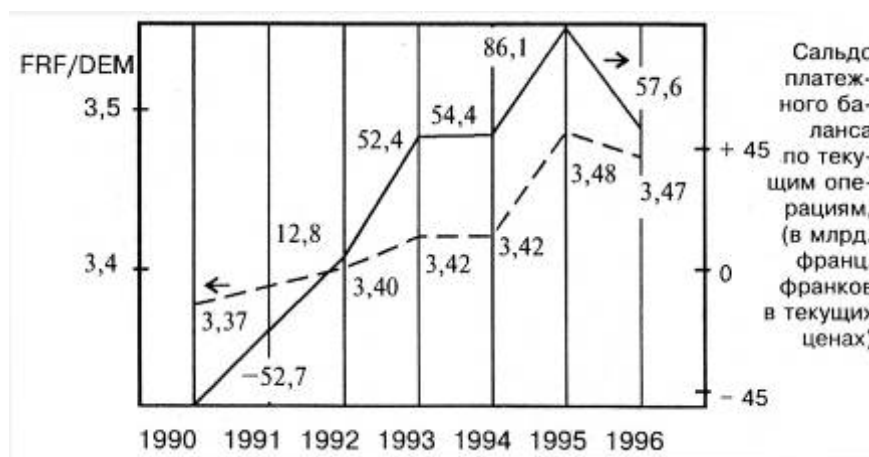


Рис. 2.4. Динамика сальдо счета текущих операций Франции и курса французского франка

2.4. Национальный доход и валютный курс

Национальный доход не является независимой составляющей, которая может изменяться сама по себе. Однако в целом те факторы, которые заставляют изменяться национальный доход, имеют большое воздействие на валютный курс. Так, увеличение предложения продуктов повышает курс валюты, а увеличение внутреннего спроса снижает ее курс. В долгосрочном периоде более высокий национальный доход означает и более высокую стоимость валюты страны. Тенденция является обратной при рассмотрении краткосрочного интервала времени воздействия увеличивающегося дохода населения на величину валютного курса.

2.5. Конъюнктурные факторы изменения валютного курса

Данные факторы могут значительно изменять величину курса национальной валюты на краткосрочных интервалах времени. Так, общеэкономические ожидания относительно перспектив развития экономики, изменения бюджетного и внешнеторгового дефицитов непосредственно влияют на валютный курс. Кроме того, ожидания участников валютного рынка оказывают существенное влияние на величину валютного курса. Так, повышение курса американского доллара против иены в июле 1996 г. со 110,8 иен за 1 дол. до 111,2 иен за 1 дол. было связано с укреплением американской экономики и со слухами о том, что базовые кредитные ставки в США будут увеличиваться. Распространение подобных слухов привело к тому, что доллар США начал активно скупаться на Токийском и Нью-Йоркском рынках, что и обусловило его рост. В феврале же 1996 г. политическая нестабильность в Италии и неустойчивость правительства привели к падению курса итальянской лиры.

В начале 1996 г. Германия не спешила со вступлением в Европейский валютный союз, что привело к снижению курса немецкой марки на валютных рынках мира. В феврале 1996 г. Франция и Германия подтвердили намерение придерживаться сроков вступления в ЕВС, и это обусловило повышение курса немецкой марки. В июле того же года глава Бундесбанка заявил, что они довольны курсом DM и не изменят ключевых ставок процента. Это, в свою очередь, повлекло изменение курса немецкой марки с 1,5270 немецкой марки за 1 дол. США до 1,5177 немецкой марки за 1 дол. США.

Кроме того, к факторам курсообразования относят спекуляцию на валютных рынках, т.е. игру на неизвестных (предполагаемых) обменных курсах. Эта операция осуществляется участниками финансового рынка с целью получения прибыли на разности валютных курсов.

Наконец, существенное влияние на курс национальной валюты оказывают и сезонные пики и спады деловой активности в стране. Об этом свидетельствуют многочисленные примеры. Так, в конце декабря 1996 г. каждый биржевой день увеличивались объемы торговли на Московской межбанковской валютной бирже. Причиной активной покупки валюты являлся наступающий длительный перерыв в торгах на валютном рынке, связанный с новогодними праздниками.

3. РЕГУЛИРОВАНИЕ ВЕЛИЧИНЫ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Существует рыночное и государственное регулирование величины валютного курса. Рыночное регулирование, основанное на конкуренции и действии законов стоимости, а также спроса и предложения, осуществляется стихийно. Государственное регулирование направлено на преодоление негативных последствий рыночного регулирования валютных отношений и на достижение устойчивого экономического роста, равновесия платежного баланса, снижения роста безработицы и инфляции в стране. Оно осуществляется с помощью валютной политики – комплекса мероприятий в сфере международных валютных отношений, реализуемых в соответствии с текущими и стратегическими целями страны. Юридически валютная политика оформляется валютным законодательством и валютными соглашениями между государствами.

К мерам государственного воздействия на величину валютного курса относятся:

- а) валютные интервенции;
- б) дисконтная политика;
- в) протекционистские меры.

Важнейшим инструментом валютной политики государств являются валютные интервенции – операции центральных банков на валютных рынках по купле-продаже национальной денежной единицы против ведущих иностранных валют.

Цель валютных интервенций – изменение уровня соответствующего валютного курса, баланса активов и пассивов по разным валютам или ожиданий участников валютного рынка. Действие механизма валютных интервенций аналогично проведению товарных интервенций. Для того чтобы повысить курс национальной валюты, центральный банк должен продавать иностранные валюты, скупая национальную. Тем самым уменьшается спрос на иностранную валюту, а следовательно, увеличивается курс национальной валюты. Для того чтобы понизить курс национальной валюты, центральный банк продает национальную валюту, скупая иностранные валюты. Это приводит к повышению курса иностранной валюты и снижению курса национальной валюты.

Для интервенций, как правило, используются официальные валютные резервы, и изменение их уровня может служить показателем масштабов государственного вмешательства в процесс формирования валютных курсов. Масштабы интервенций центрального банка страны являются, как правило, секретной информацией, что отражает стремление властей сохранять конфиденциальность своих действий для того, чтобы обеспечить эффективность осуществляемых мероприятий. Однако многие данные о размере валютных интервенций ЦБ РФ часто публикуются в официальной прессе.

Официальные интервенции могут проводиться разными методами – на биржах (публично) или на межбанковском рынке (конфиденциально), через брокеров или непосредственно через операции с банками, на срок или с немедленным исполнением.

Помимо официальных резервов, источником средств для интервенций могут быть краткосрочные заимствования и операции "своп". Конкретная интервенционная стратегия определяется общей экономической стратегией данного правительства, а также особенностями положения центрального банка на валютном рынке.

Кроме того, официальные валютные интервенции подразделяются на "стерилизованные" и "нестерилизованные". "Стерилизованными" называют интервенции, в ходе которых изменение официальных иностранных нетто-активов компенсируется соответствующими изменениями внутренних активов, т.е. практически отсутствует воздействие на величину официальной "денежной базы." Если же изменение официальных валютных резервов в ходе интервенции ведет к изменению денежной базы, то интервенция является "нестерилизованной".

Для того чтобы валютные интервенции привели к желаемым результатам по изменению национального валютного курса в долгосрочной перспективе, необходимо:

- 1) наличие необходимого количества резервов в центральном банке для проведения валютных интервенций;
- 2) доверие участников рынка к долгосрочной политике центрального банка;
- 3) изменение фундаментальных экономических показателей, таких, как темп экономического роста, темп инфляции, темп изменения увеличения денежной массы и др.

В качестве примера неудачных интервенций, проводимых центральным банком для поддержания курса собственной валюты, можно привести действия Банка Франции с 9 по 15 октября 1995 г. Причинами падения курса франка в тот период явились, в первую очередь, конъюнктурные

факторы, которые тогда "пересилили" действия Центрального банка Франции, направленные на реализацию политики "сильного" франка, провозглашенной французским правительством. Так, немецкая марка 6 октября стоила 3,4667 франц. франка, а днем раньше - 3,4575 франц. франка.

Все более широкое распространение получают согласованные, или скоординированные, интервенции. Особенно велики были масштабы согласованных интервенций в 1987 г., когда центральные банки США, Японии, Германии и Великобритании фактически поддерживали курс доллара и финансировали дефицит текущего платежного баланса США.

Дисконтная политика – это изменение центральным банком учетной ставки, в том числе с целью регулирования величины валютного курса путем воздействия на стоимость кредита на внутреннем рынке и тем самым на международное движение капитала. В последние десятилетия ее значение для регулирования валютного курса постепенно уменьшается.

Протекционистские меры – это меры, направленные на защиту собственной экономики, в данном случае национальной валюты. К ним относятся, в первую очередь, валютные ограничения. Валютные ограничения – законодательное или административное запрещение или регламентация операций резидентов и нерезидентов с валютой или другими валютными ценностями. Видами валютных ограничений являются следующие: валютная блокада; запрет на свободную куплю-продажу иностранной валюты; регулирование международных платежей, движения капиталов, репатриации прибыли, движения золота и ценных бумаг; концентрация в руках государства иностранной валюты и других валютных ценностей. Так, в РФ применяются следующие виды валютных ограничений: обязательная продажа резидентами 50% валютной выручки на внутреннем валютном рынке; лицензирование валютных операций, связанных с движением капитала; централизация валютных операций в Центральном и уполномоченных банках. Эти меры способствуют поддержанию курса российского рубля (в основном к доллару США) в заданных Центральным банком границах.

Государство достаточно часто манипулирует величиной валютного курса с целью изменения условий внешней торговли страны, используя такие методы валютного регулирования, как двойной валютный рынок, девальвация и ревальвация. Рассмотрим их более подробно.

4. ВЛИЯНИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА НА ВНЕШНЮЮ ТОРГОВЛЮ

Валютные курсы оказывают существенное влияние на внешнюю торговлю различных стран, воздействуя на ценовые соотношения экспорта и импорта и вызывая изменения внутриэкономической ситуации, а также изменяя поведение фирм, работающих на экспорт или конкурирующих с импортом.

В целом обесценение национальной валюты предоставляет возможность экспортерам этой страны понизить цены на свою продукцию в иностранной валюте, получая при ее обмене ту же сумму в национальных денежных единицах. Это повышает конкурентоспособность их товаров и создает возможности для увеличения экспорта. Импорт же при этом затрудняется, так как для получения той же суммы в своей валюте иностранные экспортеры вынуждены повысить цены. Одновременно происходит увеличение импортных цен (если спрос на импорт неэластичен по ценам), а вслед за этим и увеличение их общего уровня. Обратные явления наблюдаются при укреплении национальной валюты.

Многие страны манипулируют валютными курсами для решения своих задач как в области экономического развития, так и в области защиты от валютного риска. Манипулирование включает в себя целый ряд мероприятий – от искусственного занижения или, наоборот, завышения курсов национальных валют, использования тарифов и лицензий до механизма интервенций.

Завышенный курс национальной валюты – это официальный курс, установленный на уровне выше паритетного курса. Паритетный курс рассчитывается на основе сопоставления стоимостей корзин товаров, одинаковых по качественным и количественным характеристикам, в двух странах. В свою очередь, заниженный валютный курс – это официальный курс, установленный выше паритетного.

Если цены в иностранном государстве повышаются быстрее, чем на внутреннем рынке, но курс иностранной валюты понижается в размере, меньшем, чем это обусловлено разницей в уровнях инфляции, то иностранная валюта переоценена (ее курс завышен). В этом случае выгоден экспорт товаров из национального государства.

Иногда устанавливаются разные режимы валютных курсов для различных участников валютного рынка в зависимости от проводимых операций: коммерческих или финансовых. Часто по коммерческим операциям применяется официальный валютный курс, а по операциям, связанным с движением капитала, – рыночный. Курс по коммерческим операциям обычно является заниженным. Вначале для стран, искусственно заниживших курс собственной валюты, наблюдается оживление экономики, вызванное повышением конкурентоспособности экспорта. Однако далее нарастают ограничения внутриотраслевого и межотраслевого перераспределения ресурсов, большая часть национального дохода направляется в сферу производства за счет уменьшения в нем доли потребления, что приводит к повышению уровня потребительских цен в стране, за счет которого происходит ухудшение уровня жизни трудящихся. Негативное влияние на изменение пропорций народного хозяйства может оказать и искусственное поддержание постоянного валютного курса, уровень которого значительно расходится с паритетным, приводя к закреплению однобокой ориентации в развитии отдельных отраслей экономики.

РЕЗЮМЕ

Валютный курс – стоимость одной валюты, выраженная в другой валюте. Валютный курс отражает динамику всех основных макроэкономических показателей и может сам активно влиять на их изменение.

В современных условиях валютный курс формируется, как обычная цена, под воздействием спроса и предложения. В результате взаимодействия спроса и предложения формируется равновесный рыночный курс валют. Размер спроса на иностранную валюту определяется потребностями страны в импорте товаров и услуг;

расходами туристов данной страны, выезжающих в иностранное государство; спросом на иностранные финансовые активы; спросом на иностранную валюту в связи с намерениями резидентов осуществлять инвестиционные проекты за рубежом.

Размер предложения иностранной валюты определяется: спросом резидентов иностранного государства на валюту данного государства; спросом иностранных туристов на товары и услуги в данном государстве; спросом иностранных инвесторов на активы, выраженные в национальной валюте данного государства; спросом на национальную валюту в связи с намерениями нерезидентов осуществлять инвестиционные проекты в данном государстве.

При прочих равных условиях уровень инфляции в стране обратно пропорционально влияет на величину курса национальной валюты.

Изменение процентных ставок влияет на валютный курс двояким образом. Их увеличение внутри страны приводит к повышению курса национальной валюты в краткосрочном периоде, а в долгосрочном – к понижению курса национальной валюты.

Активный платежный баланс способствует повышению курса национальной валюты, так как увеличивается спрос на нее со стороны иностранных должников; соответственно пассивный платежный баланс порождает тенденцию к понижению курса национальной валюты.

Конъюнктурные факторы изменения валютного курса могут значительно изменять величину курса национальной валюты, однако в краткосрочных интервалах времени. К ним относятся колебания деловой активности в стране, прогнозы, валютные спекуляции и кризисы.

Мерами государственного воздействия на величину валютного курса являются валютные интервенции, дисконтная политика и протекционистские меры. Наиболее действенным методом воздействия выступают валютные интервенции – операции центральных банков на валютных рынках по купле-продаже национальной денежной единицы против основных ведущих валют мира.

Для того чтобы валютные интервенции привели к желаемым результатам по изменению национального валютного курса в долгосрочной перспективе, необходимо:

- 1) наличие необходимого количества резервов в центральных банках для проведения валютных интервенций;
- 2) доверие участников рынка к долгосрочной политике центральных банков;
- 3) изменение фундаментальных экономических показателей (таких, как темп экономического роста, темп инфляции, темп изменения денежной массы).

Манипулирование с валютным курсом может оказать существенное влияние на внешнеторговые операции в стране. Так, заниженный курс национальной валюты выгоден экспортерам, а завышенный курс удешевляет импорт.

Валютный курс как прямо, так и косвенно влияет на стабильность экономики и макроэкономическое равновесие. Государственная стабилизационная политика должна учитывать способ фиксации валютного курса. Фискальная политика при фиксированном валютном курсе эффективна, но безрезультатна при плавающем режиме валютного курса. Монетарная политика соответственно эффективна при плавающем валютном курсе и не приносит существенных результатов при жесткой его фиксации.

Формирование валютного курса осуществляется на валютном рынке. Далее мы подробно познакомимся с основными участниками и операциями валютного рынка.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Что такое валютный курс и каково его значение для экономики страны?
- 2) В чем состоит различие между реальным и номинальным валютным курсом?
- 3) Чем определяется наклон кривых спроса и предложения на валюту?
- 4) Какие факторы влияют на величину валютного курса и каким образом?
- 5) Какие существуют меры государственного воздействия на величину валютного курса?
- 6) В чем смысл теории паритета покупательной способности валюты? Какие недостатки этой теории вам известны?
- 7) В чем смысл теории паритета процентных ставок и каковы пределы ее применения?
- 8) Каким образом повышение и понижение стоимости валюты повлияет на интересы следующих субъектов экономической деятельности:
 - а) потребители;
 - б) отрасли промышленности, использующие импортное сырье и оборудование в своем производстве;
 - в) отрасли промышленности, ориентированные на экспорт;
 - г) отрасли промышленности, конкурирующие с импортными товарами на внутреннем рынке?
- 9) Курс немецкой марки к доллару США, рассчитанный по паритету покупательной способности валют, оценивается в 1,75 нем. марки за 1 дол. США. Реальный курс составляет 1,55 нем. марки за 1 дол. США. Какие причины могли повлечь отклонение валютного курса от паритетного? Экспортерам какой страны выгодно подобное состояние валютного курса?
- 10) Исходя из приведенных далее данных определите, с какими странами ближнего зарубежья в качестве торговых партнеров и по каким именно операциям (импортным или экспортным) выгодно вести дела фирме-резиденту РФ. Для расчета фактических курсов национальных валют к российскому рублю использовались средние курсы коммерческих банков государств (см. таблицу). Паритетный курс рассчитан на основе паритетов покупательной способности валют, исходя из стоимости потребительских корзин, согласованных для каждой пары стран.

Государство	Валюта	Фактический курс	Паритетный курс
Азербайджан	Манат	1,305	1,987
Белоруссия	Бел. рубль	0,19	0,25
Казахстан	Тенге	0,017	0,021
Узбекистан	Сум	0,0202	0,0219
Литва	Лит	0,0013	0,0008
Эстония	Крона	0,0039	0,0078

- 11) Определите, на сколько процентов девальвировал азербайджанский манат относительно доллара США, если курс доллара увеличился по стоимости на 300% по отношению к нему?

- 12) Что, скорее всего, произойдет с курсом французского франка по отношению к швейцарскому франку, если реальные процентные ставки во Франции увеличатся на 3%, а в Швейцарии - на 1,5%?

РАЗДЕЛ II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

Раздел II состоит из двух глав, в которых рассматриваются рынки иностранной валюты и особенности функционирования валютного рынка Российской Федерации.

В главе 3 характеризуются основы функционирования рынка иностранной валюты. Представлены его участники, рассмотрены основные операции, доступные им на валютном рынке. Особое внимание уделено вопросам котировки валютного курса и роли коммерческих банков в процессе купли-продажи валюты на спот-рынке. Раскрыты особенности валютного дилинга, рассмотрены сущность, отличия и схожие черты фьючерсных и форвардных валютных операций, опционов и свопов, а также техника их проведения. Проанализированы интересы основных участников валютного рынка: хеджеров, арбитражеров, спекулянтов и трейдеров.

В главе 4 рассматриваются вопросы функционирования валютного рынка Российской Федерации. Анализируются эволюция российского валютного рынка и российское законодательство, определяющее правила "игры" всех участников валютного рынка, а также отображены его отличительные черты и основные направления дальнейшего совершенствования.

Глава 3. Рынки иностранной валюты

ЦЕЛИ

- Дать характеристику и показать особенности функционирования рынка иностранной валюты.
- Рассмотреть действия валютных операторов на спот-рынке.
- Рассмотреть особенности проведения валютных операций на срочном валютном рынке.
- Показать специфику действий участников валютного рынка на межбанковском и биржевом сегменте валютного рынка.
- Показать технику вычислений кросс-курсов, расчета срочных курсов, научить читать биржевые бюллетени.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Базовый пункт	Курс продажи валюты
Валютная спекуляция	Обратная котировка валюты
Валютный арбитраж	Прямая котировка валюты
Валютный опцион	Своп-операция
Валютный риск	Своп-ставка
Дисконт и премия по валюте	Спот-курс
Кросс-курс	Форвардные операции
Курс покупки валюты	Фьючерсные операции
	Хеджирование

В данной главе основное внимание уделяется рассмотрению вопросов, связанных с механизмом функционирования рынков иностранной валюты: раскрываются цели основных участников этого рынка и анализируются основные финансовые инструменты, применяемые ими при работе на биржевом и межбанковском сегменте валютного рынка. После изучения данной главы вы будете владеть терминологией валютных операторов, понимать специфику использования различных валютных инструментов, а также получите базовые знания по выработке решений, связанных с выгодным вложением средств на валютном рынке.

1. ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ

Валютные рынки представляют собой механизм, посредством которого взаимодействуют продавцы и покупатели валюты.

Объектом рынка иностранной валюты является свободно конвертируемая валюта. Торговля валютой на валютном рынке не привязана к какой-либо одной географической точке, а также не имеет фиксированного времени открытия и закрытия. Валютный рынок объединяет валюты с различным режимом национального регулирования.

Основными участниками рынка иностранной валюты являются центральные эмиссионные банки стран, коммерческие банки, специализированные брокерские и дилерские организации, транснациональные компании, фирмы и физические лица.

Основой рынка иностранных валют является интербанковский рынок. Он является результатом взаимодействия валютных счетов коммерческих банков. Ресурсы этого рынка подразделяются на коммерческие и регуляционные. Первые из них принадлежат коммерческим банкам, вторые – центральным эмиссионным банкам. На этом рынке сконцентрировано до 30% официальных валютных ресурсов, с помощью которых государство реализует благоприятную для себя валютную политику.

Роль валютного рынка в экономике определяется его функциями, которые сводятся к следующему:

- 1) обслуживание международного оборота товаров, услуг и капитала;
- 2) формирование валютного курса под влиянием спроса и предложения;
- 3) предоставление механизмов для защиты от валютных рисков, движения спекулятивных капиталов и инструментов для целей денежно-кредитной политики центрального банка.

Основными инструментами валютного рынка являются банковские переводы и акцепты, аккредитивы, чеки, векселя и депозитные сертификаты.

По объему операций валютные рынки превосходят среднегодовые обороты любых других финансовых и нефинансовых рынков, составляя, по оценкам различных центральных банков, от 200 до 250 трлн. дол. США. Основными особенностями современных валютных рынков являются их усиливающаяся интернационализация, непрерывность совершения операций в течение суток, увеличение количества и объемов спекулятивных и арбитражных операций, а также нестабильность курсов валют.

По субъектам, оперирующим с валютой, валютный рынок подразделяется на межбанковский (прямой и брокерский), клиентский и биржевой рынок. В свою очередь, на межбанковском валютном рынке по срочности валютных операций выделяются три основных сегмента:

а) спот-рынок (или рынок торговли с немедленной поставкой валюты; на него приходится до 65% от всего оборота валюты);

б) форвардный рынок (или срочный рынок, на котором осуществляется до 10% валютных операций);

в) своп-рынок (рынок, сочетающий операции по купле-продаже валюты на условиях "спот" и "форвард"; на нем реализуется до 25% от всех валютных операций).

На биржевом сегменте валютного рынка операции с валютой могут совершаться через валютную биржу либо с помощью торговли дериватами (производными фондовыми инструментами) в валютных отделах товарных и фондовых бирж. Валютные биржи имеются не во всех государствах (например, они отсутствуют в англосаксонских странах).

Помимо этого, все валютные операции можно подразделить на те, которые обслуживают международную торговлю (на их долю приходится около 10% от всех валютных операций), и валютные операции, которые напрямую не связаны с обслуживанием экспорта-импорта, а являются чисто финансовыми трансферами (спекуляции, хеджирование, инвестиции). Именно финансовые трансферы преобладают на валютном рынке.

Кроме того, в зависимости от объема, характера валютных операций и количества используемых валют валютные рынки подразделяются на глобальные, региональные и внутренние. Глобальные валютные рынки сосредоточены в мировых финансовых центрах (Лондоне, Нью-Йорке, Токио, Франкфурте-на-Майне, Париже). На региональных валютных рынках осуществляются операции с определенным кругом конвертируемых валют, таких, как кувейтский динар и др.

Внутренний валютный рынок – это рынок одного государства. Под ним понимается вся совокупность операций, осуществляемая банками, которые расположены на территории данной

страны, по валютному обслуживанию своих клиентов, в числе которых могут быть компании, частные лица, банки, не специализирующиеся на проведении международных валютных операций, а также собственных валютных операций. В странах с ограничительным валютным законодательством официальный валютный рынок обычно дополняется "черным" (нелегальным рынком) и "серым" рынком (на котором банки совершают операции с неконвертируемыми валютами).

По отношению к валютным ограничениям различают свободные и несвободные валютные рынки, а по видам применения валютных курсов – с одним режимом и с двумя режимами валютного курса.

В целом большинство валютных сделок (около 80% от всех валютных операций) осуществляется на межбанковском сегменте валютного рынка и в основном на текущем (спот) рынке. Именно в ходе межбанковских операций непосредственно формируется курс валюты. Рассмотрим валютные операции коммерческого банка более подробно.

2. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ВАЛЮТНОГО СПОТ-РЫНКА

Спот-рынок – это рынок немедленной поставки валюты. Основными участниками этого рынка выступают коммерческие банки, которые ведут операции на спот-рынке с различными партнерами:

- 1) напрямую с клиентами-предприятиями частного и государственного секторов;
- 2) на межбанковском рынке напрямую с другими коммерческими банками;
- 3) через брокеров с банками и клиентами;
- 4) с центральными банками стран.

Спот-рынок обслуживает и частные запросы, и спекулятивные операции банков и компаний. Обычаи спот-рынка не зафиксированы в специальных международных конвенциях, однако им неукоснительно следуют все участники этого рынка. К обычаям спот-рынка относятся:

- 1) осуществление платежей в течение двух рабочих банковских дней без начисления процентной ставки на сумму поставленной валюты;
- 2) сделки осуществляются в основном на базе компьютерной торговли с подтверждением электронными извещениями (авизо) в течение следующего рабочего дня;
- 3) существование обязательных курсов: если дилер крупного банка интересуется котировками другого банка, то объявленные ему котировки являются обязательными для исполнения сделки по купле-продаже валюты.

Основным инструментом спот-рынка является электронный перевод по каналам системы СВИФТ. СВИФТ (от англ. SWIFT – Society for World-Wide Interbank Financial Telecommunications) – Сообщество всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций – обеспечивает всем его участникам доступ к круглосуточной высокоскоростной сети передачи банковской информации в стандартной форме при высокой степени контроля и защиты от несанкционированного доступа (подробнее см. часть III, гл. 14).

Торговля валютами на спот-рынке осуществляется на базе установления обменного курса валют. Процесс установления валютного курса называется котировкой валют. Котировка валют, которую осуществляют коммерческие банки, может быть прямой и обратной.

Прямая котировка иностранной валюты – это выражение цены иностранной валюты в единицах национальной валюты. Большинство валютных курсов представляют собой прямую котировку доллара США к валютам различных стран. Например, 5600 руб. за 1 дол. США или 1,5453 нем. марки за 1 дол. США.

Наоборот, обратная (косвенная) котировка – это выражение цены национальной валюты в единицах иностранной валюты. Исторически обратно котировался английский фунт стерлингов (например, 1,8000 дол. США за 1 ф. ст.). Эта традиция восходит к тому времени, когда английская валюта была ведущей мировой валютой, на долю которой приходилось до 80% от всех международных расчетов (1913 г.). В настоящее время, помимо английского фунта стерлингов, обратную котировку имеют ирландский фунт стерлингов, ЭКЮ, австралийский и новозеландский доллары, а также некоторые другие валюты. С 1978 г. введена частичная обратная котировка доллара США.

Большинство основных газет мира, имеющих непосредственное отношение к бизнесу, ежедневно публикуют валютные курсы. Обычно приводятся прямые и обратные котировки курса ос-

новых мировых валют (табл. 3.1) для межбанковских операций на спот-рынке на сумму свыше 1 млн. дол. США.

Таблица 3.1. Котировки обменных курсов валют на 25 февраля 1997 г.

№ п/п	Валюта	USD/Unit	Unit/USD
1	2	3	4
1	USD American Dollars	1,0000	1,0000
2	GBP British Pounds	1,6238	0,61585
3	CAD Canadian Dollars	0,71608	1,3965
4	FRF French Francs	0,1716	5,828
5	DEM German Marks	0,5793	1,726
6	INR Indian Rupees	0,02798	35,73
7	ITL Italian Lira	0,000581	1720
8	JPY Japanese Yen	0,0079341	126,04
9	RUR Russian Rubles	0,0001742	5740
10	ECU European Currency Units	1,1285	0,88610
11	SDR Special Drawing Right	1,3692	0,73035
12	CHF Swiss Francs	0,6807	1,469

Примечание. Цифра, представленная в столбце 4, равна результату деления 1,0 на цифру, представленную в столбце 3. Однако из-за округления возникают некоторые расхождения.

Дилеры получают информацию о текущих изменениях обменных курсов из электронных информационных систем типа "Reuters", "Tolera", "Bloomberg", "Knightridder", а также из разговоров по телефону с дилерами других банков и брокерских домов. Отдельные банки арендуют в системе "Reuters" свои собственные страницы, на которых они дают информацию о своих последних курсах покупки-продажи валюты. Однако курсы валют, опубликованные на этих страницах, не являются обязательными для исполнения данным банком.

Широко используются на валютном рынке и кросс-курсы, т.е. соотношения между двумя валютами, являющиеся производными от их курсов по отношению к третьей валюте, обычно доллару США. Например, кросс-курс швейцарского франка по отношению к немецкой марке может быть рассчитан исходя из курсов немецкой марки к доллару США и швейцарского франка к доллару США. Так, если за 1 дол. США дают 1,5675 нем. марки или 1,3540 швейц. франка, то 1 швейц. франк будет стоить 1,1577 нем. марки.

Разные методы котировки создают практические удобства для валютных операторов, так как исключают потребность в дополнительных вычислениях. Котировки по прямому методу на двух национальных рынках должны быть обратными друг другу при условии, что стоимость курсового пересчета валюты равна нулю, т.е.:

Прямая котировка валюты = 1/Обратная котировка валюты.

Например, если курс иены котируется на рынке в Париже против французского франка по курсу 0,0505 франц. франка за иену, то котировка французского франка в Токио составляет соответственно 19,80 иены за 1 франц. франк.

Некоторые валюты имеют небольшой масштаб, поэтому при их котировке за базу принимается не одна их единица, а 10 единиц (как, например, французский франк), 100 единиц (например, японская иена, бельгийский франк), 1000 единиц (например, итальянская лира). Поэтому котировка японской иены в Париже в примере, рассмотренном ранее, будет выглядеть как 5,05 франц. франка за 100 иен или 198 иен за 10 франц. франков для японского рынка.

На спот-рынке банки котируют курс продажи (ask rate – AR) и курс покупки валюты (bid rate – BR). Так, если котировка доллара США к немецкой марке составляет 1,4120-1,4125 нем. марки за 1 дол. США, то левая ставка (1,4120) является курсом покупки (BR), а правая ставка (1,4125) – курсом продажи (AR). Это означает, что участник рынка, который назначает такую це-

ну, будет покупать доллары за 1,4120 нем. марки и продавать их по 1,4125 нем. марки (см. схему, представленную далее).

Использование котировок участниками рынка

Маркет-мейкер

(коммерческий банк, котирующий валютный курс)

Продает DEM Покупает USD	Покупает DEM Продает USD
BR 1,4120	1,4125 AR
Продает USD Покупает DEM	Покупает USD Продает DEM

Пользователь рынка

На валютном рынке базовые котировки устанавливаются маркет-мейкерами (market maker), т.е. теми, кто делает рынок. Маркет-тейкеры (market taker) – те, кто использует рынок, - принимают эти условия, совершая сделки по ценам, определенным маркет-мейкерами. Выбор курса пользователем рынка (маркет-тейкером) является зеркальным отображением котировок, предложенных маркет-мейкерами. В нашем примере с котировкой DEM/ USA пользователь рынка покупает марки и продает доллары по 1,4120 нем. марки за 1 дол. США, покупает доллары и продает марки по 1,4125 нем. марки за 1 дол. США.

Важное значение имеет спред – разница между курсом покупки и продажи валюты, рассчитанная в базовых пунктах:

$$C_{\text{спред}} = AR - BR.$$

Помимо абсолютной разницы в курсах покупки и продажи валюты, рассчитывают и относительную величину спреда (маржи):

$$BAS^{\wedge} = [(AR - BR)/AR] \cdot 100\%,$$

где AR – курс покупки валюты;
 BR – курс продажи валюты;
 BAS^{\wedge} – продажно-покупной спред.

Спред, или маржа, должны покрывать операционные издержки банка и обеспечивать ему нормальную прибыль при проведении операций с валютой. BAS является своеобразной "платой" за предоставляемые банком форексные услуги. При этом размер маржи, назначаемой коммерческим банком по разным валютам, для разных клиентов и в зависимости от объема сделок может существенно колебаться.

В международной практике валюту обычно котируют с точностью до четвертого знака после запятой – одного базового пункта при прямой котировке или пипса (pip) при обратной котировке. Сто базовых пунктов котировки образуют так называемую "большую фигуру". Так как валютные дилеры специализируются на торговле с определенным кругом валют, то "большая фигура" хорошо известна на каждый рабочий день и редко изменяется при купле-продаже валюты. В основном в течение бизнес-дня меняются пункты котировки. Например, при изменении курса немецкой марки с 1,7678 до 1,7689 за 1 дол. США говорят, что курс немецкой марки упал на 11 пунктов, "большая фигура" составляет 1,76.

Различают понятия "база котировки" (базовая валюта) и "валюта котировки" (котируемая валюта). Базовой валютой называется валюта, относительно которой котируются другие валюты. Базовой является валюта, которая признается по всему миру, или иногда, по историческим причинам, базовой валютой становится более мелкая валюта, например австралийский доллар и новозеландский доллар (оба являющиеся базовыми при котировке, несмотря даже на то, что доллар США имеет более высокую стоимость).

Очень часто курс покупки-продажи валют определяется на основе кросс-курсов. При этом необходимо помнить основные правила котировки курсов покупки и продажи валюты.

Так, для нахождения кросс-курса валют с котировками на базе доллара следует разделить эти две котировки: если за 1 дол. США дают 5,5453 франц. франка или 1,5745 нем. марки, то за 1 нем. марку при обмене получим 3,5219 франц. франка. Таким образом,

$$\text{Кросс-курс} = \frac{\text{FRF/USD } 5,5453}{(\text{FRF/DEM}) \text{ DEM/USD } 1,5745} = \text{FRF/DEM } 3,5219.$$

Когда доллар является валютой котировки для обеих валют, для нахождения их кросс-курса необходимо разделить долларовые курсы этих валют: если за 1 ЭКЮ предлагают 1,3423 дол. США, а за 1 ф. ст. – 1,8632 дол. США, то за 1 ф. ст. можно получить 1,3881 ЭКЮ.

Если доллар является базой котировки только для одной из валют, то для нахождения их кросс-курса необходимо перемножить долларовые курсы этих валют: если за 1 дол. США можно получить 1,5745 нем. марки, а за 1 ф. ст. на рынке предлагают 1,8632 дол. США, то за 1 ф. ст. можно получить 2,9336 нем. марки. Таким образом,

$$\begin{aligned} \text{Кросс-курс} &= \frac{\text{USD}}{\text{GBP}} \times \frac{\text{DEM}}{\text{USD}} = \frac{\text{DEM}}{\text{GBP}} = \\ &= 1,8632 \text{ USD/GBP} \times 1,5745 \text{ DEM/USD} = 2,9336 \text{ DEM/USD}. \end{aligned}$$

Важное значение в сделках купли-продажи валют имеет срок валютирования, т.е. дата, когда соответствующие средства фактически поступают в распоряжение сторон по сделке. Стандартная дата валютирования при спот-операциях – второй рабочий день после даты заключения сделки. Этот период позволяет оформить проведенные операции документально и фактически осуществить расчеты, даже если банки находятся в разных часовых поясах.

В случае если дата валютирования приходится на выходной (праздничный) день, сроком валютирования считается один из дней, следующих за выходным. Например, если сделка GBP/USD заключена в четверг, 31 августа, то датой валютирования будет понедельник, 4 сентября. Если эта дата отмечается как праздник в Великобритании или США, то все спот-сделки, заключенные в четверг, 31 августа, будут оплачены во вторник, 5 сентября.

Иногда срок исполнения валютных сделок – тот же рабочий день или следующий за днем заключения сделки. В таком случае речь уже идет о сделках по курсу overnight или torn/next. При этом курс сделки "спот" в данных случаях корректируется в зависимости от уровней процентных ставок по соответствующим валютам.

Однако существуют и некоторые исключения изданного правила. В Австралии ранним утром на оплату может быть дан только один день, чтобы обеспечить непрерывность и синхронность работы с валютным рынком США, где настоящий день еще не наступил. После полуночи по лондонскому времени все цены становятся обычными наличными ценами. Другая проблема возникает при торговле валютами со странами Среднего Востока, где валютные рынки закрыты по пятницам, но открыты по субботам. Спот-сделка USD/SAR (доллар США/риал Саудовской Аравии), совершенная в среду, будет иметь разделенную дату оплаты: доллары будут оплачены в пятницу, а риалы – в субботу.

При работе на валютном рынке торгуют безналичной валютой (форексом) и наличной валютой (банкнотами). Так, безналичные активы, которыми оперирует валютный отдел банка, есть не что иное, как остатки на счетах в иностранной валюте. Здесь необходимые платежи переводятся с одного счета на другой посредством бухгалтерских записей. При торговле банкнотами валюта физически перемещается в пространстве. При этом повышаются расходы на транспортировку, охрану, страхование и хранение валюты, что увеличивает спред по котировкам иностранных банкнот (табл. 3.2).

Таблица 3.2. Различия между торговлей валютой и банкнотами

Критерий	Торговля	
	валютой	банкнотами
1. Способ совершения сделки	По телефону на основании письменного приказа	По телефону или в кассе
2. Поставка	Кредитование счета (электронный перевод)	Поставка банкнот в кассу или специальным курьером, экспресс-почтой
3. Проверка	На экране	Пересчет банкнот
4. Хранение	Приносящий процент депозит в иностранной валюте	Физическое хранение в спец. хранилище, никаких процентов

При торговле валютой у участников валютного рынка возникают требования и обязательства в различных валютах. Соотношение требований и обязательств по той или иной валюте у оператора валютного рынка образует его валютную позицию, которая бывает открытой и закрытой. Закрытая валютная позиция предполагает совпадение требований и обязательств в каждой валюте. Наоборот, если требования и обязательства не совпадают, то позиция является открытой. В свою очередь, открытая позиция бывает "длинной" и "короткой".

Наличие у валютного оператора "длинной" открытой позиции свидетельствует о том, что его требования по некоторой купленной валюте превышают обязательства по проданной той же валюте. "Короткая" валютная позиция участника рынка показывает, что его обязательства превышают его требования по рассматриваемой валюте. Наличие открытой валютной позиции (как "короткой", так и "длинной") предполагает, что оператор валютного рынка в условиях плавающих валютных курсов несет валютный риск.

Валютный риск – это риск потерь или недополучения прибыли в отечественной валюте в связи с неблагоприятным изменением валютного курса.

Для предотвращения злоупотреблений со стороны дилеров при торговле валютой, а также для контроля за правильным оформлением сделок валютный отдел коммерческого банка делят на несколько подразделов, каждый из которых контролирует деятельность другого. Так, обычный валютный отдел коммерческого банка имеет дилерский офис (front-office) и операционный офис (back-office). В первом дилеры непосредственно заключают сделки по купле-продаже валюты, а во втором осуществляется сверка документов по сделке, идентифицируется адрес контрагента и реализуются необходимые проводки и перечисление валюты с подтверждением сделки.

При этом, хотя спот-операции являются "быстрыми" операциями, тем не менее и они подвержены валютному риску. Это связано прежде всего с техническими особенностями систем клиринговых расчетов, существующих в большинстве стран мира, а также с временными различиями в работе валютных рынков. Например, валютные рынки США и Западной Европы разделены пятью часовыми поясами и, следовательно, платежи в долларах США могут направляться на несколько часов позже платежей в западноевропейских валютах, все же успевая к сроку валютирования по операции, что и приводит к возможности возникновения риска убытков. Кроме того, особенностями многих клиринговых систем является то, что информация о том, получен ли платеж от контрагента, становится известна лишь на следующий день после даты валютирования, а за это время резкое изменение валютного курса может привести к убыткам или упущенной выгоде.

3. СРОЧНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА И ОПЕРАЦИИ

3.1. Характеристика срочного валютного рынка

На валютном рынке срочными сделками называют операции, связанные с поставкой валюты на срок более чем 3 дня со дня ее заключения. Стандартными сроками исполнения срочных контрактов являются 1, 3, 6, 9 и 12 месяцев.

Основными участниками этого рынка являются коммерческие банки, экспортно-импортные предприятия, валютные и фондовые биржи, а также другие посреднические организации. Разно-

видностями срочных операций выступают форвардные и фьючерсные сделки, опционы, своп-сделки и многочисленные комбинации, возникающие на их основе. При этом форвардные и своп-операции в основном осуществляются коммерческими банками, а торговля опционами и фьючерсами большей частью реализуется на биржевом сегменте валютного рынка.

Курс осуществления срочных сделок обычно отличается от курса спот-сделок на величину дисконта или премии, т.е. на величину скидки или надбавки к существующему спот-курсу. Это связано с необходимостью прогнозирования будущего спот-курса по операции. Для этого анализируются факторы, влияющие на величину валютного курса, и выводится ориентировочный курс валюты в будущем, который корректируется банками в зависимости от ситуации на рынке. Спред между курсом покупки и курсом продажи валюты на срок обычно выше, чем при операциях "spot", что связано с более высоким уровнем валютного риска, возникающего при проведении срочных операций.

Максимальный объем торговли на срочных рынках приходится на доллар США, немецкую марку, канадский доллар, фунт стерлингов и иену.

На валютном рынке уровень текущего валютного курса и форвардный курс обычно определяют маркет-мейкеры – крупнейшие банки и финансовые компании, на долю которых приходится преобладающая часть операций на валютном рынке. На мировых валютных рынках такими банками являются "Barclays Bank", "Citibank", "PLC", "Chase Manhattan Bank", "Fuji Bank", "Deutsche Bank" и др. Для рынка конверсии рублей к доллару маркет-мейкерами являются такие российские банки, как Банк "Империял", Международный Московский банк, банк "Российский Кредит", "ОНЭКСИМбанк" и некоторые другие. Остальные банки обычно "следуют за лидером", т.е. используют для своих операций курс, близкий к установленному маркет-мейкерами.

Участников срочного рынка, исходя из преследуемых ими целей, также можно подразделить на арбитражеров, трейдеров, хеджеров и спекулянтов. В целом, покупая и продавая валюту на срок, участники валютного рынка корректируют свою валютную позицию.

Так, большинство участников валютного рынка (в первую очередь, предприятия) выступают в качестве хеджеров. Их основная задача – защита валютной выручки от валютно-курсового риска. С этой целью они осуществляют (с помощью коммерческих банков) конверсионные операции, стремясь закрыть открытые валютные позиции.

Другая категория участников рынка называется спекулянтами. Они осознанно принимают на себя валютный риск, поддерживая открытую валютную позицию. В отличие от хеджеров, спекулянты имеют возможность извлечь прибыль от непроходжированной валютной позиции в случае, если они правильно оценили тенденции изменения курсов валют, или, наоборот, понести убытки при неблагоприятном изменении валютного курса.

В зависимости от времени и способов игры на динамике валютного курса выделяют две группы спекулянтов: позиционные спекулянты (поддерживают открытые позиции в течение длительного периода – до нескольких месяцев) и скальперы (играют на изменениях курсов в течение, одной торговой сессии, систематически закрывая позиции в конце каждого рабочего дня). Позиционные спекулянты должны располагать крупными денежными суммами и возможностями изымать их из оборота на большие периоды; в основном они ориентированы на данные долгосрочных прогнозов и анализ фундаментальных экономических показателей. Скальперы при помощи небольших по объему капиталов заключают большое количество прямых и обратных сделок за короткий промежуток времени. Спекулянты являются важными действующими лицами на валютном рынке. Их действия могут вызвать появление спроса и предложения определенной валюты, а также являются одним из индикаторов будущей тенденции изменения валютного курса. В повседневной деятельности спекуляцию трудно отличить от других типов операций. К активной или пассивной спекуляции прибегают практически все лица, действующие на рынке.

В свою очередь, арбитражеры осуществляют покупку иностранной валюты на одном валютном рынке с одновременной продажей ее на другом валютном рынке в целях извлечения прибыли на разнице в валютных курсах на разных рынках и в разные периоды. Арбитражеры рискуют меньше спекулянтов. Они открывают противоположные позиции в одной валюте на разные (одинаковые) сроки на одном или нескольких взаимосвязанных рынках, уменьшая величину валютно-курсового риска (по сравнению с действиями спекулянтов).

Наконец трейдеры покупают (продают) валюту по поручению и за счет клиента в торговом зале биржи. Таким образом, они осуществляют посреднические операции, получая за это комиссионное вознаграждение от клиентов.

Рассмотрим теперь основные типы операций, осуществляемых на срочных валютных рынках.

3.2. Срочные операции, осуществляемые на межбанковском рынке

К основным срочным операциями, осуществляемым на межбанковском валютном рынке, относят форвардные операции и своп-сделки.

3.2.1. Форвардные валютные контракты

Форвардный валютный контракт – это обязательное для исполнения соглашение между банками по покупке или продаже в определенный день в будущем определенной суммы иностранной валюты. При этом валюта, сумма, обменный курс и дата платежа фиксируются в момент заключения сделки. Срок форвардных сделок колеблется от 3 дней до 5 лет, однако наиболее распространенными являются даты в 1, 3, 6 и 12 месяцев со дня заключения сделки.

Форвардный контракт является банковским контрактом, поэтому он не стандартизирован и может быть подобран под конкретную операцию. Рынок форвардных сделок (срочностью до 6 месяцев) в основных валютах достаточно стабилен, на срок же более 6 месяцев – неустойчив, при этом отдельные операции могут вызывать сильные колебания обменных курсов.

Часто форвардная операция является частью сделки "своп". Если речь идет об одиночной сделке "форвард" (не сопряженной с одновременным совершением контрсделки "spot"), то эту операцию называют сделкой аутрайт (outright).

Форвардный курс и курс "spot" тесно связаны между собой. С теоретической точки зрения форвардная цена валюты (FR) может быть равна спот-цене (SR). Однако на практике такое совпадение весьма редко. Если форвардный курс больше спот-курса ($FR > SR$), то говорят, что валюта котируется с "премией"; если форвардный курс меньше спот-курса ($FR < SR$), то говорят, что валюта котируется с "дисконтом".

Размер форвардных дисконтов или премий по валюте определяется следующим образом:

$$FD(Pm;Dis) = \frac{FR - SR}{SR} \times 100\% \times \frac{360}{t},$$

где $FD(Pm;Dis)$ – форвардный дифференциал (премия или дисконт);

FR – форвардный курс;

SR – спот-курс;

t – срок (в днях) действия форвардного контракта.

Премии и дисконты по валюте пересчитываются на годовой базис для того, чтобы можно было сравнить доходность от вложения валюты в форвардную сделку с доходностью от вложения в инструменты денежного рынка.

Ежедневно международные финансовые издания типа *The Wall Street Journal* и *Financial Times* печатают текущие курсы "spot" (spot rate) и форвардные курсы (forward rate) на 30, 90 и 180 дней вперед. Кроме того, данную информацию предоставляет и агентство "Reuters".

На форвардном рынке банки также котируют курс покупки и продажи валюты и соответственно рассчитывают кросс-курс. При этом маржа между курсом покупки валюты и курсом ее продажи (AFR- BFR) больше при форвардных операциях и составляет 0,125- 0,25% годовых, тогда как по курсу "spot" – 0,08-0,1% годовых.

Существуют два основных метода котировки форвардного курса: метод "аутрайт" и метод "своп-ставок".

При котировке методом "аутрайт" банки указывают для клиентов как полный спот-курс, так и полный форвардный курс, а также срок и сумму поставки валюты.

Однако в большинстве случаев на межбанковском рынке форвардный курс котируется с помощью своп-ставок. Это связано с тем, что дилеры оперируют форвардными маржами (т.е. дисконтами или премиями), выраженными в пунктах, которые и называются курсами "своп" или своп-ставками. Форвардные маржи (своп-ставки) получили преимущественное распространение по следующим причинам: а) они чаще всего остаются неизменными, в то время как курсы "spot" подвержены большим изменениям; таким образом, в котировку премий и дисконтов нужно вносить меньше изменений; б) при заключении многих сделок необходимо знать именно размер форвардной маржи, а не полный форвардный курс.

Своп-ставки выражаются в абсолютных долях соответствующей валюты по отношению к доллару США, аналогично котированию "spot" к доллару США. При котировании методом своп-ставок курса форвардной сделки определяются только премия или дисконт, которые при прямой котировке соответственно прибавляются к курсу "spot" или вычитаются из него. При обратной котировке валют дисконт прибавляется, а премия вычитается из курса "spot" (табл. 3.3).

Таблица 3.3. Определение форвардного курса с помощью своп-ставок

JPN/USD	BR	AR	BAS
SR (spot-курс)	90	110	20
Своп-ставка на 30 дней	5	7	
FR (30) форвардный курс через 30 дней	95	117	22

Размер ставки "своп" определяется исключительно различным уровнем процентных ставок участвующих стран и рассчитывается следующим образом:

$$\text{Ставка "своп"} = \frac{\text{Курс дол.} \times \text{Разность процентов} \times \text{Срок исполнения}}{(360 \times 100) + (\text{Проценты за границей} \times \text{Срок исполнения})}$$

Своп-ставки, которые котируются в банковских информационных системах, даются только для полных месяцев или для так называемых "ординарных" дат. Ситуация усложняется, когда спот-дата валютирования совпадает с последним днем месяца. В этом случае действует правило "конца месяца", при котором все форвардные сделки на подобном спот-курсе имеют дату валютирования в последний день месяца.

Например, если 6-месячная форвардная сделка заключена 26 февраля, то соответствующей спот-датой будет 28 февраля, т.е. конец месяца. Следовательно, форвардная сделка должна быть оплачена 31, а не 28 августа.

Все другие даты, т.е. ни ординарные, ни подчиняющиеся правилу "конца месяца", называются "рваными" датами. В этом случае своп-пункты "рваных" дат пересчитываются каждый раз по-новому через пересчет в ежедневную ставку разницы в своп-пунктах для двух ординарных дат до и после требуемой даты.

Например, клиент коммерческого банка интересуется котировкой форвардного курса на день, в который в его пользу должен быть произведен платеж, т.е. через 3 месяца и 5 дней. Расчет форвардного курса в таком случае будет производиться следующим образом (табл. 3.4).

Как и спот-сделки, форвардные контракты также могут заключаться и на сделки без участия американского доллара. В этом случае для расчетов будут использоваться кросс-курсы.

При заключении форвардного контракта валютный риск оператора рынка значительно увеличивается, так как увеличиваются вероятность непредсказуемого изменения курса валюты на дату поставки и риск неплатежеспособности партнера. Таким образом, банк несет риск, связанный с закрытием позиции. Именно поэтому при заключении форвардной сделки клиент должен иметь соответствующие средства – остаток на счете или кредитную линию – для покрытия этого риска.

Таблица 3.4. Расчет форвардного курса на "рваную" дату

Дата: 6 февраля	Покупка DEM/USD	Продажа DEM/USD	Дата валютирования	Срок
Спот-курс	1,5905	1,5915	8 февраля	
Своп-пункты на 3 месяца	-170	-165	8 мая	90 дней
Своп-пункты на 4 месяца	-220	-210	8 июня	120 дней
Своп-пункты на 4-й месяц	-50	-45		30 дней
Своп-пункты в день	-50/30	-45/30		
Своп-пункты для 3 месяцев и 5 дней рассчитываются так: своп-пункты на 3 месяца + (5·своп-пункты в день).				
Имеем:	Покупка	Продажа		
	-170	-165		
	-8	-7		
Итого:	-178	-172		
Форвардный курс на 13 мая составляет DEM/USD 1,5727/1,5743				

Основное же назначение форвардных операций заключается в хеджировании валютного риска. С помощью форвардных контрактов основная доля промышленных клиентов стремится закрыть открытую валютную позицию.

3.2.2. Своп-контракты

Своп-операции представляют собой комбинацию из спот- и форвардных сделок. Зачастую их называют валютным бартером.

Своп-сделка – это валютная операция, сочетающая куплю-продажу двух валют на условиях немедленной поставки с одновременной контрсделкой на определенный срок с теми же валютами.

По операциям "своп" наличная сделка осуществляется по курсу "spot", который в контрсделке корректируется с учетом премии или дисконта (в зависимости от тенденций изменения валютного курса). В данном типе сделки клиент экономит на марже – разницах между курсами продавца и покупателя по наличной сделке. Для банков данные операции также имеют определенные пре имущества. Основное заключается в том, что своп-сделки не создают открытой валютной позиции и временно обеспечивают валютой без риска, связанного с изменением ее курса.

Сделки "своп" обычно осуществляются на срок от 1 дня до 6 месяцев, реже встречаются своп-сделки сроком исполнения до 5 лет.

Своп-операции осуществляются как между коммерческими банками, так и между коммерческими банками и центральным банком страны, и непосредственно между центральными банками стран. В последнем случае они представляют собой соглашения о взаимном кредитовании в национальных валютах. С 1969 г. действует многосторонняя система взаимного обмена валют через Банк международных расчетов в Базеле на базе использования операций "своп". Такие двусторонние акции используются центральными банками стран для осуществления эффективных валютных интервенций.

Существует множество путей применения свопов. Так, они могут быть использованы как инструмент для приобретения иностранной валюты на ограниченный период по фиксированному обменному курсу (на основе схемы "своп": спот против форварда), для быстрого реагирования на изменения в ожидаемых входящих и исходящих валютных потоках путем сокращения или удлинения сроков своп-контрактов, которые уже были заключены (на основе схемы своп-сделки: форвард против форварда) и др.

Рассмотрим варианты приобретения фирмой иностранной валюты на ограниченный период с помощью сделки "своп".

Пусть фирме необходимы доллары США в обмен на немецкие марки на 3 месяца. Сегодня 10 октября 1996 г. Фирма-клиент заключает с банком своп-операцию, состоящую в том, что она покупает на условиях "спот" доллары США в обмен на немецкие марки с датой валютирования 12 октября 1996 г. и одновременно заключает форвардный контракт на продажу того же количества долларов в обмен на немецкие марки на 12 января 1997 г. Таким образом, фирма получает необходимые ей долларовые средства на 3 месяца. Ценой сделки выступает разница между спот- и форвардными курсами, отражающая разницу между процентными ставками по долларам США и немецким маркам (пример 1).

Предположим далее, что фирма, ожидавшая пополнения валютных средств в долларах США, через 3 месяца получила извещение, что необходимые денежные средства будут переведены не в январе 1997 г., а лишь в марте того же года. Фирма может быстро отреагировать на изменения во входящих валютных потоках путем удлинения срока хеджирующего контракта.

В нашем случае клиент продлевает ранее заключенную форвардную сделку в рамках своп-операции посредством немедленной повторной продажи тех немецких марок, которые были им куплены по своп-контракту в примере 1 на 12 января 1997 г. с добавлением дальнейшей форвардной сделки, в которой он вновь покупает обратно немецкие марки на дату валютирования через 6 месяцев. Имеет место следующая конструкция: сделка заключается 10 ноября 1996 г. Клиент покупает на 12 января 1997 г. доллары США в обмен на немецкие марки (1-й форвардный контракт) и одновременно продает их в обмен на немецкие марки на 12 мая 1997 г. Таким образом, 3-месячная форвардная сделка превращается в 6-месячную форвардную сделку (пример 2).

Спот-курсы и своп-пункты, используемые в примерах 1 и 2, отличаются друг от друга. Изменение в сроке обращения производится посредством закрытия форвардной позиции из примера 1 и создания форвардной позиции на другую дату. Закрытие первоначальной позиции сопряжено с получением прибыли или убытка, так как обменный курс "спот" и процентная ставка больше не будут такими же, как в день заключения начальной сделки.

Обменные курсы "спот", используемые в своп-сделках, - это средние курсы, а не курсы купли-продажи валюты, используемые в соответствующих условных форвардных сделках, поэтому клиенту не нужно платить продажно-покупной спреда.

Достаточно часто сделки "своп" используются для того, чтобы уменьшить период расчета по валюте до 1 дня. При этом будет использоваться сверхкраткосрочный своп. В этом случае требуемая валюта должна быть куплена на спот-рынке на условиях расчета на второй рабочий день и в то же время совершается своп-сделка по покупке валюты с поставкой "завтра" и по продаже с поставкой на дату "спот". Такая сделка называется "завтра и следующий день" (tom-next). Она приводит к переносу даты расчетов на один день вперед, а разница в процентных ставках должна быть снивелирована своп-пунктами.

В настоящее время получили распространение (помимо своп-операций с валютой) комбинации с процентной ставкой, опционом, золотом, ценными бумагами, кредитами и депозитами.

Для того чтобы решить вопрос о том, заключать ли валютный своп, необходимо процентный доход, который может быть получен в результате заключения свопа, сравнить с доходом, который мог бы быть получен другими способами, например заимствованием другой валюты и помещением ее на соответствующий депозит. При этом различия в кредитоспособности клиента на различных рынках могут означать, что одна последовательность сделок принесет больший доход, чем другая, несмотря на выравнивающий эффект международного арбитража. Кроме того, форвардные валютнообменные курсы базируются на процентных ставках еврорынка, а заимствования и депозиты – чаще на национальных ставках.

3.3. Биржевые срочные операции

К биржевым срочным операциям с валютой относятся опционные и фьючерсные контракты. Однако в настоящее время торговлей опционными контрактами занимаются и коммерческие банки. Особенно широкое распространение торговля опционами "в розницу" получила в Швейцарии.

3.3.1. Фьючерсные валютные контракты

Сущность фьючерсных операций сходна с форвардными сделками. Фьючерсные операции также осуществляются с поставкой валюты на срок более 3 дней со дня заключения сделки, и при этом цена исполнения контракта в будущем определяется в день заключения сделки.

Однако при наличии сходных моментов имеются и существенные отличия фьючерсных операций от форвардных. Во-первых, фьючерсные операции осуществляются в основном на биржевом рынке, а форвардные – на межбанковском. Это приводит к тому, что сроки исполнения фьючерсных контрактов привязаны к определенным датам (например, 3-й среде каждого третьего месяца года) и стандартизированы по срокам, объемам и условиям поставки. В случае же форвардных контрактов срок и объем сделки определяются по взаимной договоренности сторон.

Во-вторых, фьючерсные операции совершаются с ограниченным кругом валют, таких, как доллар США, немецкая марка, французский франк, японская иена, фунт стерлингов и некоторых других. При формировании форвардного контракта круг валют значительно шире.

В-третьих, фьючерсный рынок доступен как для крупных инвесторов, так и для индивидуальных и мелких институциональных инвесторов. Доступ же на форвардные рынки для небольших фирм ограничен. Это связано с тем, что минимальная сумма для заключения форвардного контракта составляет в большинстве случаев 500 000 дол.

В-четвертых, фьючерсные операции на 95% заканчиваются заключением офсетной (обратной) сделки, при этом реальной поставки валюты не осуществляется, а участники данной операции получают лишь разность между первоначальной ценой заключения контракта и ценой, существующей в день совершения обратной сделки. При форвардах до 95% всех сделок заканчиваются поставкой валюты по контракту.

В-пятых, стандартизация контрактов означает, что фьючерсные сделки могут совершаться более дешево, чем индивидуально заключаемые между клиентом и банком форвардные сделки. Именно поэтому форвардные сделки обычно дороже, т.е. они сопровождаются большим спредом на покупку-продажу. Это может привести к большим затратам для клиента при досрочном закрытии позиций.

Фьючерсы обладают и рядом существенных недостатков по сравнению с форвардами. Так, если стандартная форма фьючерсного контракта не равна сумме, которую необходимо прохеджировать, то разница должна быть либо незакрытой, либо прохеджированной на форвардном рынке. И, кроме этого, если желаемый период хеджирования не совпадает с периодом обращения фьючерса, то фьючерсный оператор несет базисный риск, так как форвардные курсы для двух дат могут изменяться по-разному.

В графическом виде отличие фьючерсных операций от форвардных можно представить следующим образом (рис. 3.1 и 3.2).

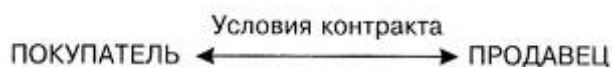


Рис. 3.1. Схема заключения форвардного контракта

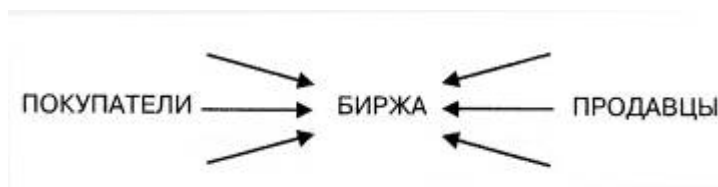


Рис. 3.2. Схема заключения фьючерсного контракта

При фьючерсной сделке партнером клиента выступает клиринговая палата соответствующей фьючерсной биржи. Сами фьючерсные биржи различаются по размерам обращающихся на них контрактов и правилам совершения сделок. Основными биржами, на которых обращаются валютные фьючерсные контракты, являются Чикагская товарная биржа (Chicago Mercantile Exchange – CME), Филадельфийская торговая биржа (Philadelphia Board of Trade – PBOT), Международная денежная биржа Сингапура (Singapore International Monetary Exchange – IMEX). В Европе

наиболее известными фьючерсными биржами являются: Европейская опционная биржа в Амстердаме (European Option Exchange - OE), Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (London International Financial Future Exchange - LIFFE), Швейцарская биржа финансовых фьючерсов и опционов (Swiss Options and Financial Futures Exchange – SOFFEX) и др.

Таким образом, валютнообменные фьючерсы представляют собой стандартизированные обращающиеся на биржах контракты. Банки и брокеры не являются сторонами сделок, они лишь играют роль посредников между клиентами и клиринговой палатой биржи. Клиент должен депонировать в клиринговой палате исходную маржу. Размер маржи устанавливается клиринговой палатой исходя из наблюдаемых дневных отклонений актива, который лежит в основе контракта, за прошлые периоды. Клиринговая палата также устанавливает минимальный нижний уровень маржи. Это означает, что сумма денег на маржевом счете клиента не должна опускаться ниже данного уровня. Часто нижний уровень маржи составляет 75% от суммы начальной маржи.

Клиринговая палата каждый день переоценивает контракты в соответствии с текущими рыночными ценами. Если по контракту идет убыток, то выставляются требования для внесения дополнительного обеспечения, чтобы маржа была не меньше требуемой суммы (минимального уровня маржи). Если же на маржевом счете инвестора накапливается сумма, которая больше нижнего уровня маржи, то он может воспользоваться данным излишком, сняв его со счета.

По каждому виду контракта биржа устанавливает лимит отклонения фьючерсной цены текущего дня от котировочной цены предыдущего дня. Если фьючерсная цена выходит за заданный предел, то биржа останавливает торговлю контрактом, что играет большую роль с точки зрения снижения риска больших потерь и предотвращения банкротств. Такая ситуация продолжается до тех пор, пока фьючерсная цена не войдет в лимитный интервал. Для ограничения спекулятивной активности биржа также устанавливает определенный позиционный лимит, т.е. ограничивает количество контрактов, которые может держать открытыми один инвестор, и разбивку по времени их исчисления.

Правила биржевой торговли существенно отличаются на различных биржах. Однако механизм реализации фьючерсных сделок везде одинаков.

3.3.2. Опционные валютные контракты

Сделки с опционами принципиально отличаются от форвардных и фьючерсных операций. Основной характеристикой опционов является то, что держателю опциона предоставляется выбор: реализовать опцион по заранее фиксированной цене или отказаться от его исполнения. Таким образом, у держателя опциона есть право, а не обязательство совершить определенное действие; в опционах продается право на реализацию сделки, а приобретается конкретная валюта.

Опцион – это ценная бумага, дающая право ее владельцу купить (продать) определенное количество валюты по фиксированной в момент заключения сделки цене в определенный момент в будущем.

При совершении опционной сделки принимает участие продавец опциона (надписатель опциона) и его покупатель (держатель опциона). Держатель опциона приобретает право купить или продать определенный актив в будущем по цене, фиксированной в момент заключения сделки. Надписатель опциона принимает на себя обязательство купить (или продать) актив, лежащий в основе опционной сделки, по заранее оговоренной цене. Так как риск потерь надписателя опциона, связанный с изменением валютного курса, значительно выше, чем у держателя опциона, в качестве платы за риск держатель опциона в момент заключения сделки выплачивает надписателю премию. Премия не возвращается держателю опциона даже в случае его отказа от реализации прав по опциону.

При этом под сроком опциона понимается момент времени, по окончании которого покупатель опциона теряет право на покупку (продажу) валюты, а продавец опциона освобождается от своих обязанностей по условиям контракта. Под базисной стоимостью понимается цена, за которую покупатель опциона имеет право купить (продать) валюту в случае реализации контракта. Базисная стоимость определяется в момент заключения контракта и остается постоянной до истечения срока сделки. Опционная премия – это денежная сумма, которую покупатель опциона платит за его приобретение.

В основе заключения опционных сделок лежит колебание валютного курса базисного актива. Участники рынка по-разному оценивают направление и темпы изменения курсов валют по данному контракту. Из различия в их представлениях относительно будущей цены валюты и возникает возможность использования данных контрактов.

Определение размера премии – сложная задача. Премия должна быть достаточно высокой, чтобы убедить продавца опциона взять на себя риск убытка, и достаточно низкой, чтобы заинтересовать покупателя в хороших шансах получить прибыль. Размер премии определяется действием таких факторов, как:

- а) внутренняя ценность опциона – та прибыль, которую мог бы получить его владелец при немедленном исполнении;
- б) срок опциона – срок, на который заключен опционный контракт;
- в) подвижность валют – размер колебаний рассматриваемых валют в прошлом и в будущем;
- г) процентные издержки – изменение процентных ставок в валюте, в которой должна быть выплачена премия.

Валютные опционы в основном обращаются на биржах. При этом для данного сегмента биржевого рынка характерны постоянные изменения и различия в способах свершения сделок по различным биржам. Однако все рынки опционов имеют и общие черты, такие, как стандартизация контрактов и наличие системы ежедневного расчета "никакого долга". Реже встречаются так называемые розничные опционы, которые предлагают крупные коммерческие банки своим клиентам. Опционный контракт заключается на основе специальной договоренности между клиентом и банком, при этом клиенты могут в процессе переговоров получить нестандартные условия с соответствующим изменением цены исполнения опциона и премии.

Опционы подразделяются на опционы покупателя, или колл-опционы, и опционы продавца, или пут-опционы. Колл-опцион дает право его владельцу купить определенный актив в будущем по цене, фиксированной в настоящий момент времени. Пут-опцион соответственно дает право на продажу валюты при тех же условиях.

Различают также европейские опционы – опционы, которые могут быть исполнены только в день истечения срока действия контракта, и американские опционы, которые дают право купить или продать базисный актив в любое время до дня истечения действия контракта. Так как в случае американских опционов продавец несет более высокий риск, за них обычно платится и более высокая премия, чем за европейские опционы. В европейских странах и в России используются в основном европейские опционы.

При работе с опционами его участник может выступить как в роли надписателя (либо опциона продавца, либо опциона покупателя), так и в роли держателя определенного типа опциона. В любом случае основная идея данной сделки – извлечь прибыль из колебаний валютных курсов. При этом на повышение курса базисного актива рассчитывают как надписатель опциона продавца, так и держатель опциона покупателя; в снижении курса базисного актива к моменту реализации контракта заинтересованы соответственно надписатель опциона покупателя и держатель опциона продавца.

В отличие от форвардных и фьючерсных контрактов валютные опционы дают возможность ограничить риск, связанный с неблагоприятным развитием курсов валют, сохраняя при этом шансы на получение прибыли в случае его благоприятного развития. Именно поэтому опционы, являясь относительно новым инструментом валютного рынка, получили такое широкое распространение на всех биржевых площадках.

3.4. Валютный арбитраж: виды и техника осуществления

Применительно к валютным рынкам закон единой цены формулируется следующим образом: курс какой-либо валюты примерно одинаков во всех странах. Отклонение валютного курса на различных валютных рынках определяется величиной операционных расходов, связанных с переводом данной валюты с одного валютного рынка на другой. Таким образом, курс доллара в Нью-Йорке отличается от курса доллара в Токио на величину операционных расходов, связанных с переводом доллара из Нью-Йорка в Токио. В случае если курсы валют различаются на величину

большую, чем величина операционных расходов, возникает возможность игры на курсовых разницах, которая и получила название валютного арбитража.

Валютный арбитраж – это операция с валютами, состоящая в одновременном открытии одинаковых (или различных) по срокам противоположных позиций на одном или нескольких взаимосвязанных финансовых рынках с целью получения гарантированной прибыли за счет разницы в котировках.

Арбитражные операции в процентном выражении невелики, поэтому выгодны лишь крупные сделки. Осуществляют их главным образом финансовые институты. Основной принцип арбитража – купить какой-либо финансовый актив подешевле и продать его подороже. Необходимым условием арбитражных операций является свободный перелив капитала между различными сегментами рынка (свободная конвертируемость валют, отсутствие валютных ограничений, отсутствие ограничений на осуществление определенных видов деятельности для различных типов агентов и др.). Предпосылкой рассматриваемых операций является несовпадение котировок финансовых активов во времени и в пространстве под действием рыночных сил.

Различают временной валютный и пространственный валютный арбитраж. Кроме того, каждый из них подразделяется на простой и сложный (или кросс-курсовой, тройственный). Простой арбитраж выполняется с двумя валютами, а кросс-курсовой – с тремя и более валютами.

Локальный, или пространственный, арбитраж предполагает получение дохода за счет разницы курса валют на двух различных рынках. Возможность для локального арбитража существует, если курс покупки валюты в каком-либо банке превышает курс продажи в другом банке. Сложный арбитраж может быть реализован тогда, когда рассчитанный кросс-курс между двумя валютами отличается от фактического котируемого курса каким-либо банком или на каком-либо рынке. Временной арбитраж представляет собой операцию с целью получения прибыли от разницы валютных курсов во времени.

В современных условиях валютный арбитраж уступает место процентному и валютно-процентному, так как на валютных рынках после почти двух десятилетий резких скачков курсов наблюдается относительное выравнивание условий обмена как между европейскими денежными единицами, так и в отношениях между ними и долларом США. Однако существует разница в процентных ставках из-за несогласованности национальных политик в области процентных ставок, хотя процессы интеграции усиливаются и на рынках ссудных капиталов. Валютно-процентный арбитраж основывается на использовании различий в процентных ставках по сделкам, осуществляемым в различных валютах. В наиболее простом случае эта операция представляет собой конверсию национальной валюты в иностранную, размещение ее на депозит в зарубежном банке, после окончания срока которого средства переводятся обратно в национальные денежные единицы. Подобные операции могут проводиться в двух формах – с форвардным покрытием и без него.

Наиболее часто при игре с валютными курсами используется покрытый процентный арбитраж. Покрытый процентный арбитраж представляет собой сделку, сочетающую валютную и депозитную операции, которые направлены на регулирование арбитражерами валютной структуры своих краткосрочных активов и пассивов с целью получения прибыли за счет разниц в процентных ставках по различным валютам. В качестве примера процентного арбитража с форвардным покрытием можно привести следующую схему действий: покупка валюты по курсу "спот", помещение ее на срочный депозит и одновременная продажа ее по форвардному курсу. Данная операция не несет валютного риска, а источником прибыли в этом случае является разница в уровнях дохода, получаемого за счет разницы в процентных ставках по валютам и стоимости страхования валютного риска, определяемой размерами форвардной маржи.

Небанковские участники валютного рынка иногда используют процентный арбитраж без форвардного покрытия. Эта операция обычно является средне- или долгосрочной и связана с движением капитала. Суть ее состоит в том, что арбитраже? покупает валюту на условиях "спот" с последующим размещением ее на депозит и обратной конверсией по курсу "спот" по истечении его срока действия. Для участников, осуществляющих данный вид арбитража, важно правильно оценить тенденцию изменения курса валюты на средне- и долгосрочный интервал времени, так как их валютная позиция является открытой и тем самым подверженной риску изменения валютного курса.

Арбитражные операции являются основными в работе дилеров коммерческого банка. Часто возможность для проведения арбитражных сделок возникает лишь на считанные минуты, поэтому

от способности дилера мгновенно оценить и просчитать арбитражную операцию во многом зависит прибыль банка в каждый конкретный день. Арбитражные операции сложны и требуют хорошего видения рынка, поэтому дилеры специализируются на операциях с определенным количеством валют.

Арбитражные операции также имеют большое экономическое значение для всего финансового рынка. Поскольку арбитражные операции базируются на извлечении выгоды из различий, существующих между рынками или на одном и том же рынке между сроками контрактов, вмешательство арбитражеров позволяет обеспечить взаимосвязь курсов и регулирование рынка. В отличие от спекуляции и хеджирования, арбитраж способствует кратковременному выравниванию курсов на различных рынках и сглаживает резкие конъюнктурные скачки, повышая устойчивость рынка.

Другой операцией, которую часто используют крупные участники валютного рынка, является спекуляция – деятельность, направленная на получение прибыли за счет разницы в курсах финансовых инструментов во времени. Успешность спекуляции зависит от точности прогнозов, так как реализация спекулятивной стратегии требует от ее участника покупать валютные инструменты, когда предполагается повышение курсов, и продавать, когда ожидается их понижение, наилучшим образом используя при этом эффект рычага, созданный гарантийным залоговым депозитом, и изменчивость котировок.

Спекулятивные операции значительно повышают ликвидность рынка срочных финансовых инструментов. В надежде на спекулятивную прибыль на срочном рынке заключается около 60% от всех сделок. Это позволяет проводить большие по объему операции. Кроме того, спекуляция создает принципиальную возможность для хеджирования, так как спекулянт за вознаграждение сознательно принимает на себя риск изменения цен финансовых активов, который перекладывают на него хеджеры. Таким образом, хеджирование невозможно без спекуляции.

РЕЗЮМЕ

Объектом рынка иностранной валюты является свободно конвертируемая валюта. Около 80% от всех валютных операций осуществляется на межбанковском сегменте валютного рынка – на спот-рынке.

Спот-рынок – это рынок поставки валюты в течение 2 рабочих банковских дней без начисления процентов на сумму поставленной валюты. Базовые котировки устанавливаются маркет-мейкерами (обычно коммерческими банками).

Прямая котировка иностранной валюты – это выражение цены иностранной валюты в единицах национальной валюты.

Обратная (косвенная) котировка – это выражение цены национальной валюты в единицах иностранной валюты.

Кросс-курс – это соотношение между двумя валютами, являющееся производным от их курсов по отношению к третьей валюте.

На валютном рынке срочными называют операции, связанные с поставкой валюты на срок более чем 3 дня со дня ее заключения. Курс срочных сделок отличается от курса "спот" на величину скидок и надбавок с курса "спот", размер которых определяется разницей в уровнях процентных ставок по депозитам в соответствующих валютах.

Покупая и продавая валюту на срок, участники валютного рынка корректируют свою валютную позицию – соотношение требований и обязательств по определенной валюте. Валютная позиция бывает открытой и закрытой. Закрытая валютная позиция предполагает совпадение требований и обязательств в валюте; в противном случае позиция является открытой. Открытая позиция бывает "длинной" и "короткой". "Длинная" позиция показывает, что требования по некоторой купленной валюте превышают обязательства по ней. "Короткая" валютная позиция предполагает, что обязательства участника рынка превышают требования по рассматриваемой валюте. Наличие открытой валютной позиции связано с валютным риском.

Валютный риск – это риск потерь или недополучения прибыли в отечественной валюте в связи с неблагоприятным изменением валютного курса. Валютному риску подвержены участники как спот-, так и срочного рынка. Большинство участников валютного рынка являются хеджерами. Они защищают свою валютную выручку от валютно-курсового риска, закрывая открытые валют-

ные позиции. Спекулянты осознанно принимают на себя валютный риск, поддерживая открытую валютную позицию. Арбитражеры принимают на себя валютный риск, открывая противоположные позиции в одной валюте на разные (одинаковые) сроки на одном или нескольких взаимосвязанных рынках. Трейдеры покупают (продают) валюту по поручению и за счет клиента в торговом зале биржи, получая за это комиссионное вознаграждение от клиентов.

Форвардный валютный контракт – это обязательное для исполнения соглашение по покупке или продаже в определенный день в будущем определенной суммы иностранной валюты. Валюта, сумма, обменный курс и дата платежа фиксируются в момент заключения сделки. Форвардный контракт является банковским контрактом, он не стандартизирован и может быть подобран под конкретную операцию. Если форвардный курс больше спот-курса ($FR > SR$), то валюта котируется с "премией"; если форвардный курс меньше спот-курса ($FR < SR$), то валюта котируется с "дисконтом".

Своп-сделка – это валютная операция, сочетающая куплю-продажу двух валют на условиях немедленной поставки с одновременной контрсделкой на определенный срок с теми же валютами. Она не создает открытой валютной позиции и временно обеспечивает клиента валютой без риска, связанного с изменением ее курса.

Фьючерсы и опционы в основном обращаются на бирже. Именно поэтому они являются строго стандартизированными контрактами, в чем и заключается их основное отличие от форвардов и свопов.

Опцион – это ценная бумага, дающая право ее владельцу купить (продать) определенное количество валюты по фиксированной в момент заключения сделки цене в определенный момент в будущем. Обязанность по выполнению условий сделки накладывается только на продавца опциона, при этом возможный убыток покупателя опциона ограничен размером премии по опциону. Колл-опцион дает право его владельцу купить определенный актив в будущем по цене, фиксированной в настоящий момент времени. Пут-опцион дает право на продажу валюты при тех же условиях. Европейские опционы могут быть исполнены только в день истечения срока действия контракта; американские опционы – в любое время до дня истечения контракта.

Пространственный валютный арбитраж предполагает получение дохода за счет разницы курса валют на двух различных рынках, а временной валютный арбитраж – за счет разницы курсов валют во времени. Валютно-процентный арбитраж основывается на использовании различий в процентных ставках по сделкам, осуществляемым в различных валютах. Он может осуществляться с форварным покрытием и без него.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Что понимается под валютным рынком? Какова его структура?
- 2) Что такое котировка валюты? Какие виды котировок вы знаете? Каковы правила расчета кросс-курса?
- 3) Охарактеризуйте спот- и форвардный рынок. Чем определяется величина спот- и форвардного курса?
- 4) Что обозначает котировка 5,6342 FRF/USD? Назовите "большую фигуру" в данной котировке, базисный пункт, валюту котировки и базу котировки.
- 5) Что понимается под валютной позицией участника валютного рынка? Если банк покупает немецкие марки за швейцарские франки, то как изменится его валютная позиция?
- 6) Чем отличаются фьючерсные контракты от форвардных?
- 7) Какие сделки на валютном рынке называются своп-сделками? В чем их преимущества перед другими срочными сделками?
- 8) В чем принципиальное отличие опционных контрактов от других срочных контрактов? Какие виды опционов вы знаете?
- 9) В чем проявляется различие между арбитражерами, хеджерами и спекулянтами, действующими на валютном рынке?
- 10) Вы являетесь дилером банка. Если в настоящий момент времени имеются следующие котировки валют:

USD/ECU	FRF/USD	BEF/USD	DEM/USD	USD/GBP
1,3560/80	5,5500/50	30,45/70	1,5200/70	1,7860/900,

- то по какой котировке вы будете:
- продавать клиенту BEF за USD;
 - покупать ECU за USD;
 - покупать DEM за FRF;
 - продавать GBP за BEF?

Кроме того, ответьте, по какой котировке клиент банка купит у вас GBP за ECU.

- 11) Определите, сколько немецких марок приходится на единицу СДР, если имеется следующая информация (табл.).

Валюты	Доля в корзине СДР в национальном выражении	Курс в долларах за каждую валютную единицу
Доллар США	0,452	1,0000
Немецкая марка	0,527	0,6442
Швейцарский франк	0,875	0,7841
Французский франк	1,02	0,1886
Японская иена	33,4	0,0102
Фунт стерлингов	0,089	1,5730
Датская крона	0,1976	0,1641

- 12) Если вы являетесь держателем колл-опциона в долларах США по сделчному курсу 1,70 USD за 1 GBP, то реализовали бы вы опцион при спотовом курсе 1,83 USD за 1GBP?

- 13) Имеется следующая информация по курсу DEM/USE (табл.):

Валютный курс	Покупка	Продажа
Спот-курс	1,6700	1,6780
Своп-ставка (30)	50	40

Каков будет форвардный 30-дневный курс продажи DEM/ USD?

- 14) Может ли покрытый арбитраж рассматриваться как выгодный для немецких инвесторов, если спот-курс немецких марок составляет 1,55 DEM/USD, а форвардный курс на год составляет 1,65 DEM/USD? Процентные ставки по депозитам в Нью-Йорке составляют 8% годовых, а во Франкфурте-на-Майне – 4% в год соответственно.
- 15) Курс "спот" 1 USD = 98,70 JPY. Процентная ставка по 3-месячным депозитам в долларах составляет 6,18%; в иенах – 2,25%. Определите форвардный курс иены на 3 месяца.
- 16) Курс "спот" 1 USD = 30,35 BEF. Годовая процентная ставка по депозитам в бельгийских франках составляет 9%, в долларах – 11,5%. Определите прибыль спекулянта, ожидания которого о падении за 6 месяцев курса бельгийского франка против доллара до 1 : 33,5 оправдываются.

Глава 4. Особенности валютного рынка российской федерации

ЦЕЛИ

- Рассмотреть эволюцию становления валютного рынка Российской Федерации.
- Выявить особенности функционирования валютного рынка в Российской Федерации на современном этапе.
- Проанализировать основные законодательные акты, регламентирующие деятельность субъектов валютного рынка в Российской Федерации.
- Рассмотреть основные направления деятельности участников валютного рынка в Российской Федерации и пути совершенствования валютного законодательства.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Агенты валютного контроля	Органы валютного
Валютное регулирование	контроля
Валютный контроль	Паспорт сделки

В данной главе рассматриваются эволюция российского валютного рынка и его современное состояние; проводится анализ валютного регулирования экспортно-импортных операций, связанных с перемещением товаров через таможенную границу Российской Федерации.

1. ЭТАПЫ СТАНОВЛЕНИЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА В РОССИИ

Валютный рынок Российской Федерации находится в стадии формирования. Начало его становления относится к 1986 г., когда валютная монополия государства была разрушена и практически все хозяйствующие субъекты получили право выхода на внешний рынок.

До 1986 г. в СССР отсутствовала необходимость в валютном регулировании внешнеэкономической деятельности. Это объяснялось существованием государственной монополии на операции с валютой, которая проявлялась в отсутствии связей между внутренними рынками капитала, товаров и услуг и соответствующими мировыми рынками; полной централизации управления валютными ресурсами государства; минимальном количестве участников внешнеэкономической деятельности. От имени государства на международном рынке выступало несколько крупных внешнеторговых объединений. Валютная выручка от экспорта концентрировалась на счетах Внешторгбанка СССР. Государство в лице Госплана СССР, Минфина СССР и Госбанка СССР осуществляло плановое распределение средств, полученных от привлеченных валютных кредитов и экспортной выручки в соответствии с потребностями регионов и отраслей. Выделение предприятиям валютных средств осуществлялось в строгом соответствии с размером предоставленных им лимитов. Существовало несколько режимов валютного курса рубля к доллару США. Официальный курс рубля к доллару резко отличался от рассчитанного на основе паритета покупательной способности.

В 1986 г. (с появлением Закона РФ "О государственном предприятии") начинается новый этап в формировании валютного рынка на территории СССР. В соответствии с этим Законом почти все субъекты российской экономики получили право выхода на внешний рынок. Начался период децентрализации внешнеэкономической деятельности. В это время валютные поступления от экспорта делились в определенных пропорциях между государством и непосредственными производителями экспортной продукции: 20% валютной выручки оставалось в пользовании предприятия, 80% продавалось государству по фиксированному курсу. Следует отметить, что в этот период отсутствовал специальный орган валютного регулирования, не был принят закон, регулирующий валютные операции на территории СССР. Источником валютного законодательства служили решения Совета Министров СССР, а также издаваемые в их развитие нормативные акты министерств и ведомств.

В 1989 г. впервые появляется официально признанный валютный рынок в форме валютных аукционов Внешэкономбанка СССР. Валютные аукционы были организованы на основе конкурса заявок на покупку-продажу иностранной валюты предприятий и организаций, имеющих счета во Внешторгбанке. В ходе аукционов устанавливался текущий рыночный курс рубля к доллару. В этот период валютный рынок не играл значительной роли в экономике страны.

Период децентрализации внешнеэкономической деятельности, характеризующийся почти полным отсутствием государственного регулирования и контроля за движением валютных средств, закончился к 1991 г., когда был принят Закон СССР "О валютном регулировании". Впервые в юридическую практику были введены такие понятия, как валюта СССР, иностранная валюта, валютные ценности, текущие операции с валютой и др. В этот период получают бурное развитие валютные биржи, активно формируется инфраструктура валютного рынка. С распадом СССР и образованием Российской Федерации потребовалась корректировка данного Закона с учетом особенностей валютного рынка РФ и необходимости проведения ею самостоятельной экономической политики, в том числе и валютной.

Вступление в силу Закона РФ "О валютном регулировании и валютном контроле" в ноябре 1992 г. открыло новый этап валютного регулирования в России. В апреле 1992 г. Российская Федерация вступила в МВФ и, следовательно, вышла на международный валютный рынок. В дальней-

шем совершенствование валютного регулирования идет по пути его ужесточения и централизации контроля за ведением валютных операций субъектами валютного рынка Российской Федерации.

В настоящее время валютное законодательство России во многом противоречиво, но достаточно жестко ограничивает процесс "бегства" капитала из России. Механизм правового регулирования валютных отношений включает в себя три структурных элемента:

- 1) валютное законодательство, принимаемое различными государственными органами;
- 2) валютные отношения, складывающиеся между различными субъектами по поводу совершения ими валютных операций;
- 3) регулирующее воздействие валютного законодательства на валютные отношения, осуществляемое с помощью предписаний и запретов, а также установления мер ответственности в случае их нарушения.

Рассмотрим каждый из этих структурных элементов.

2. ОСОБЕННОСТИ ВАЛЮТНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Валютное законодательство Российской Федерации представляет собой неоднородный нормативный комплекс, который включает акты, исходящие от государственных органов различных ступеней государственной иерархии (табл. 4.1.).

Таблица 4.1. Государственные органы, эмитирующие акты валютного законодательства

Органы, издающие акты валютного законодательства (институциональный аспект)	Акты валютного законодательства (нормативный аспект)
I. Органы общей компетенции 1. Федеральное собрание РФ 2. Правительство РФ 3. Президент РФ	1. Федеральные законы 2. Постановления 3. Указы
II. Органы специальной компетенции 1. Центральный банк РФ 2. Министерство финансов РФ 3. Государственный таможенный комитет РФ 4. Комитет РФ по драгметаллам и драгкамням	1. Положения, инструкции, приказы, письма, разъяснения 2. Положения, инструкции, приказы 3. Положения, инструкции, приказы 4. Положения, инструкции, приказы

Основными нормативными документами, определяющими специфику валютного законодательства Российской Федерации, являются: Закон РФ от 9.10.1992 "О валютном регулировании и валютном контроле"; Инструкция ЦБ РФ от 29 июня 1992 г. № 7 "О порядке обязательной продажи предприятиями, объединениями, организациями части валютной выручки через уполномоченные банки и проведения операций на внутреннем валютном рынке Российской Федерации"; Инструкция ЦБ РФ и ГТК РФ № 19 (1993 г.) "О порядке осуществления валютного контроля за поступлением в РФ выручки от экспорта товаров"; Инструкция ЦБ РФ и ГТК РФ № 30 (1995 г.) "О порядке осуществления валютного контроля за обоснованностью платежей в иностранной валюте за импортируемые товары"; постановление Правительства РФ от 26.12.95 г. № 1267 "О введении единой системы обязательной экспертной оценки количества, качества и цены экспортных товаров"; Закон РФ от 18.08.96 г. "О государственном регулировании внешнеторговых бартерных сделок".

Основой регулирования валютных отношений в РФ выступает Закон РФ "О валютном регулировании и валютном контроле". Объектом валютного регулирования в соответствии с текстом данного закона являются валюта и валютные ценности.

Под валютой Российской Федерации понимаются находящиеся в обращении рубли в виде банкнот Российской Федерации и монеты, средства в рублях на счетах в банках и иных кредитных учреждениях в Российской Федерации, а также за ее пределами на основании соглашений, заключаемых Правительством РФ и ЦБ РФ с соответствующими органами иностранных государств об

использовании на территории данного государства валюты Российской Федерации в качестве законного платежного средства.

Под иностранной валютой понимаются денежные знаки иностранных государств (банкноты, казначейские билеты и монеты), находящиеся в обращении и являющиеся законным платежным средством в соответствующем иностранном государстве или группе государств; средства на счетах в денежных единицах иностранных государств и международных денежных или расчетных единицах.

Валютные ценности включают в себя иностранную валюту; ценные бумаги в иностранной валюте; драгоценные металлы в любом виде и состоянии, за исключением ювелирных и других бытовых изделий и их лома; природные драгоценные камни в сыром и обработанном виде, а также жемчуг, за исключением ювелирных и бытовых изделий и их лома.

Правовое регулирование в Российской Федерации порядка совершения операций с каждым видом валютных ценностей различно. Так, порядок совершения операций с драгоценными металлами и камнями определяется Правительством РФ, в частности Комитетом РФ по драгметаллам и драгкамням. Порядок обращения и использования наличной иностранной валюты и ценных бумаг в иностранной валюте устанавливает Центральный банк России. К особенностям валютного законодательства Российской Федерации относится необычный перечень документов, относимых к категории ценных бумаг, которые выражены в иностранной валюте. Помимо традиционных видов (акции, облигации, чеки, векселя и сертификаты) в него включены и платежные поручения, гарантийные письма и аккредитивы, которые по своей природе никогда не были ценными бумагами.

Субъектами валютных отношений выступают резиденты и нерезиденты Российской Федерации. В основе деления субъектов валютного рынка на "резидентов" и "нерезидентов" лежит общепризнанный в международном частном праве критерий "оседлости". Резидентами Российской Федерации признаются юридические лица, созданные в соответствии с ее законодательством и имеющие в ней местонахождение. При определении круга физических лиц-резидентов принимается во внимание критерий постоянного места жительства, известный в международном частном праве как критерий "домициляции".

По своему содержанию все валютные операции, проводимые на территории Российской Федерации, подразделяются на:

- 1) операции, связанные с переходом права собственности и иных прав на валютные ценности;
- 2) ввоз и пересылку в (из) Российскую Федерацию валютных ценностей;
- 3) осуществление международных денежных переводов. Далее, по порядку осуществления валютные операции подразделяются на текущие валютные операции и операции, связанные с движением капитала.

К текущим валютным операциям относятся переводы в (из) Российскую Федерацию иностранной валюты для осуществления расчетов без отсрочки платежа по экспорту и импорту товаров, работ и услуг, а также для осуществления расчетов, связанных с кредитованием экспортно-импортных операций на срок не более 180 дней; получение и предоставление финансовых кредитов на срок не более 180 дней; переводы в (из) Российскую Федерацию процентов, дивидендов и иных доходов по вкладам, инвестициям, кредитам и прочим операциям, связанным с движением капитала; переводы неторгового характера в (из) Российскую Федерацию, включая переводы сумм заработной платы, пенсии, алиментов, наследства и т.п.

Операции, связанные с движением капитала, включают прямые и портфельные инвестиции, предоставление и получение финансовых кредитов на срок более 180 дней и предоставление отсрочки платежа на срок более 180 дней по экспорту и импорту товаров.

Необходимость такой классификации валютных операций объясняется различием правового режима их осуществления резидентами в случаях, когда имеет место вывоз капитала.

Банки РФ, осуществляющие операции с валютой, могут иметь три вида лицензий на проведение операций с валютой: внутреннюю, расширенную и генеральную. Внутренняя валютная лицензия позволяет коммерческому банку открывать валютные счета только в банках Российской Федерации. Расширенная лицензия дает возможность открывать до шести счетов в иностранной валюте за границей. Генеральная лицензия дает право на открытие любого количества корреспондентских счетов за границей и проведение любых операций с валютой на территории Российской

Федерации и за ее пределами. Из 2543 коммерческих банков, зарегистрированных на территории Российской Федерации по состоянию на 1 марта 1995 г., 774 банка владели лицензией на совершение операций в иностранной валюте, 252 банка имели генеральную лицензию, 101 банк получил разрешение на проведение операций с золотом и серебром.

В соответствии с валютным законодательством все российские предприятия независимо от форм собственности (в том числе с иностранными инвестициями) обязаны осуществлять продажу 50% валютной выручки от экспорта товаров на внутреннем валютном рынке Российской Федерации через уполномоченные банки. По поручению предприятия сделки купли-продажи иностранной валюты осуществляются либо между уполномоченными банками, либо уполномоченными банками через валютную биржу. Купля-продажа иностранной валюты осуществляется банками от своего имени и за свой счет или за комиссионное вознаграждение по поручению предприятия от своего имени. Если в течение 14 дней предприятие не подало заявку на продажу 50% поступившей валютной выручки, то банк осуществляет продажу без согласования с клиентом.

Предприятия, оперирующие с валютой, имеют в коммерческом банке текущие и транзитные валютные счета. Вся иностранная валюта, полученная от нерезидентов, полностью зачисляется на транзитный счет предприятия. После 50%-ной продажи валютной выручки оставшаяся сумма в иностранной валюте перечисляется на текущий валютный счет предприятия и может быть использована на любые цели, разрешенные законом. Обязательной продаже не подлежат следующие поступления в иностранной валюте от нерезидентов: поступления в качестве взносов в уставный фонд, а также дивиденды от участия в капитале; поступления от продажи ценных бумаг, а также дивиденды по ценным бумагам; поступления в виде пожертвований на благотворительные цели; поступления в виде привлеченных кредитов и т.д.

Переводить, вывозить и пересылать валютные ценности из России резиденты и нерезиденты имеют право при соблюдении лицензионного порядка, установленного ЦБ России. Соблюдение лицензионного порядка не требуется при осуществлении текущих валютных операций; вывозе нерезидентами ранее ввезенного в Российскую Федерацию капитала; вывозе физическими лицами-нерезидентами ранее ввезенного в Российскую Федерацию капитала. Проведенный ранее ввоз валютных ценностей подтверждается декларацией или иным документом. Лицензии на вывоз капитала выдаются в Банке России. Для юридических лиц предусмотрен необходимый перечень документов, необходимых для получения лицензии на вывоз капитала. В него входят: заверенные копии учредительных документов, технико-экономическое обоснование, копии аудиторского заключения, справки из обслуживающего банка и т.д. (см. письмо ЦБ РФ от 26.11.93 № 47 "О порядке выдачи лицензий на перевод капитала из РФ").

3. ВАЛЮТНЫЙ КОНТРОЛЬ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Либерализация внешнеэкономической деятельности привела к возникновению новой для экономики России проблемы, связанной с "утечкой" капитала из страны. Сложилась система "бегства" капитала из Российской Федерации, главное место в которой занимают внешнеторговые операции. По оценкам МВЭС РФ, не переводится до 10% выручки от экспорта, что соответствует примерно 4 млрд. дол. ежегодно. В 1992 г. ситуация значительно ухудшилась: отсутствие четкого валютного законодательства и углубление экономического спада привели к тому, что полученная валюта почти полностью перестала возвращаться в Россию (она пускалась в оборот за рубежом). По данным Банка России, нелегальная утечка валюты из страны была следующей: по экспортному каналу в 1992 г. не возвратилось от 50 до 70% всей валютной выручки от экспорта; в 1993 г. не вернулось 30-40%; в 1994 г. – 12%; в 1995 г. – 4%. В 1995 г. через импорт было укрыто 6-7 млрд. дол.

Причинами укрытия российскими предприятиями и гражданами валютной выручки являются экономический спад; отсутствие благоприятного инвестиционного климата, несовершенство налоговой системы; незащищенность границ. До настоящего времени до 70% товаров, перевозимых автотранспортом, перемещается через таможенную границу Российской Федерации вне пропускных пунктов. Отсутствие четкого валютного законодательства лишь способствует развитию данного явления.

Основными путями утечки капитала из Российской Федерации являются:

а) занижение экспортной и завышение импортной цены контракта;

- б) владение оффшорными компаниями;
- в)-вывоз товаров на временную переработку и хранение за рубежом с последующим невозвратом на таможенную территорию Российской Федерации;
- г) использование форм международных расчетов и безвалютных расчетов в режиме товарообмена и т.д.

В данных условиях необходимо было создать эффективную систему валютного контроля за своевременным и полным возвратом валютной выручки на территорию Российской Федерации.

В соответствии со ст. 11 Закона "О валютном регулировании и валютном контроле" валютный контроль в Российской Федерации осуществляется органами валютного контроля и их агентами. Органами валютного контроля являются:

- а) Центральный банк России;
- б) Правительство РФ в соответствии с законами Российской Федерации.

Агентами валютного контроля являются:

- а) уполномоченные банки, подотчетные ЦБ России;
- б) иные организации, которые в соответствии с законодательными актами Российской Федерации могут осуществлять функции валютного контроля (рис. 4.1).



Рис. 4.1. Взаимодействие субъектов валютного рынка Российской Федерации

Центральный банк как орган валютного регулирования на территории Российской Федерации призван реализовывать следующие функции: выдавать лицензии банкам и другим финансовым организациям на проведение операций в валюте; разрабатывать и контролировать выполнение своих приказов, писем и инструкций коммерческими банками, регулировать валютный курс рубля, участвовать в разработке законодательных документов по финансовому, в том числе и валютному, рынку и др.

Валютный контроль за движением валютных средств на территории Российской Федерации осуществляют уполномоченные банки совместно с Государственным таможенным комитетом. Однако их положение в этой системе неодинаково. В частности, уполномоченные банки имеют двойственное положение. С одной стороны, они являются агентами валютного контроля, подотчетными Центральному банку России и обязаны осуществлять контроль за проводимыми в России резидентами и нерезидентами валютными операциями, за соответствием этих операций законодательству, условиям лицензий и разрешений, а также за соблюдением ими регулирующих актов органов валютного контроля. С другой стороны, в отличие от государственных ведомств (ГТК, Госналогслужбы и др.), уполномоченные банки являются коммерческими организациями,

заинтересованными в привлечении солидных клиентов, а таковыми и являются российские экспортеры и импортеры. Это тем более актуально в условиях существующей в крупнейших российских городах, таких, как Москва и Санкт-Петербург, конкуренции между коммерческими банками. Именно поэтому многим банкам приходится решать сложную проблему совмещения двух популярных задач: осуществления реального валютного контроля и сохранения клиентов.

Различие между положением таможенных органов и уполномоченных банков сказывается и на правовой базе их отношений с участниками внешнеторговой деятельности. Так, принципы и нормы гражданского законодательства в таможенном деле используются только в случаях и пределах, предусмотренных Таможенным законодательством РФ.

4. ВАЛЮТНЫЙ КОНТРОЛЬ ЗА ЭКСПОРТНО-ИМПОРТНЫМИ ОПЕРАЦИЯМИ

Основная цель подобного контроля – обеспечение полного и своевременного поступления экспортной валютной выручки в Россию, а также обеспечение соответствия суммы средств в иностранной валюте, переведенной в оплату за импортируемые товары, стоимости фактически ввезенных на территорию страны товаров в интересах оздоровления государственного бюджета, укрепления финансовой дисциплины, развития внутреннего валютного рынка и формирования государственных валютных резервов.

Базовым документом валютного контроля является паспорт сделки (см. с.105), который оформляется экспортером либо импортером по каждому заключенному контракту и содержит изложенные в стандартизированной форме сведения о внешнеэкономической сделке, необходимые для контроля за движением валютных средств. Паспорт сделки оформляется в двух экземплярах и подписывается в уполномоченном банке или его филиале, где открыт валютный счет, с которого должны осуществляться расчеты по данному контракту. Один экземпляр паспорта сделки остается в банке и служит основанием для открытия досье валютного контроля за экспортной (импортной) сделкой, другой экземпляр возвращается экспортеру (импортеру).

Паспорт сделки № 1/2309223/000/0000000001 от 1.01.95

Реквизиты банка			
Наименование банка			
Филиал			
Почтовый адрес			
Реквизиты экспортера		Реквизиты иностранного покупателя	
Наименование		Наименование	
Код ОКПО		Страна	
Адрес		Адрес	
Номер транзитного счета			
Реквизиты и условия контракта			
Номер контракта	Дата	Последний платеж	
Сумма контракта		Валюта платежа	
Валюта цены		Код валюты платежа	
Код валюты цены		Форма расчетов	
Валютная оговорка		Поступление выручки	
Лицензия Банка России		Дата	
№		Отсрочка	
Подписи уполномоченных лиц			
От банка		От экспортера	
Должность	Подпись	Должность	Подпись
ФИО	Дата	ФИО	Дата
Отметки банка			
Копия верна	Должность	ФИО	Подпись
Дата			

Паспорт сделки подписывается: от имени участника внешнеэкономической сделки – лицом, имеющим право первой подписи по счету данной фирмы в уполномоченном банке; от имени банка – одним из ответственных лиц банка, уполномоченных подписывать паспорт сделки и совершать иные действия по валютному контролю от имени банка как агента валютного контроля. Полномочия ответственных лиц уполномоченного банка проверяются по составляемому в этих целях списку, утверждаемому председателем уполномоченного банка и его главным бухгалтером. Их подписи заверяются нотариусом, а сам список регистрируется Центробанком России. Центральный банк информирует ГТК об уполномоченных банках, потерпевших банкротство, подвергшихся принудительной реорганизации, лишенных валютной лицензии. Паспорт сделки, оформленный одним из таких банков, признается недействительным, и таможенные органы не осуществляют выпуск товаров, оформленных с представлением такого паспорта.

Подписание паспорта экспортной сделки означает, что экспортер принял на себя ответственность за полное соответствие сведений, приведенных в паспорте, условиям контракта, на основании которого он был составлен; зачисление в полном объеме и в установленные сроки выручки от экспорта товаров по данному контракту на валютный счет экспортера в уполномоченном банке, в который он представляет паспорт сделки для оформления.

Подписание паспорта импортной сделки означает, что импортер принял на себя ответственность за полное соответствие сведений, приведенных в паспорте, условиям контракта, на основании которого он был составлен; поступление в Российскую Федерацию товаров в полном объеме и в сроки, не превышающие 180 календарных дней между днем оплаты импортируемого товара и датой таможенного оформления, или при невозможности поставки товаров – за возврат на указанный в паспорте текущий валютный счет импортера суммы предоплаты, ранее переведенной иностранной стороне по контракту или ее приказу в установленные контрактом сроки, но не более 180 календарных дней с даты осуществления платежа, если иное не разрешено Банком России.

В случае внесения сторонами изменений в контракт, затрагивающих сведения, которые использовались при составлении паспорта сделки, экспортер обязан в 10-дневный срок с даты внесения указанных изменений, но не позднее представления к таможенному оформлению товаров, экспортируемых по данному контракту, представить в уполномоченный банк оригиналы или заверенные копии дополнений и изменений к контракту; дополнительные листы к паспорту сделки, составленные по форме паспорта сделки, но с заполнением лишь тех позиций, сведения по которым подлежат уточнению.

Импортер в подобной ситуации должен представить данные документы не позднее даты платежа в пользу иностранной стороны по контракту или ее приказу либо представления таможенному органу товаров, импортируемых в соответствии с контрактом, в который внесены изменения или дополнения.

После введения в действие Инструкции ЦБ РФ и ГТК РФ № 30 (1995 г.) "О порядке осуществления валютного контроля за обоснованностью платежей в иностранной валюте за импортируемые товары" нерешенными остались некоторые вопросы, в том числе касающиеся паспортов сделки. Так, действие этой Инструкции распространяется на сделки, предусматривающие ввоз товаров на таможенную территорию Российской Федерации в таможенных режимах "выпуск для свободного обращения" и "реимпорт", за исключением следующих случаев: расчеты осуществляются в соответствии с российским законодательством только в валюте Российской Федерации; не предусмотрено проведение расчетов в денежной форме (товарообменные, бартерные и другие подобные операции); импорт товаров осуществляется в счет государственных кредитов в соответствии с международными договорами с участием Российской Федерации; осуществляется ввоз из государств-участников СНГ в Россию товаров, происходящих из этих государств. Но не определено, какие документы импортер должен представить уполномоченному банку для подтверждения будущего ввоза товаров в таможенном режиме, отличного от режимов "выпуска для свободного обращения" или "реимпорта". Определенные сложности возникают и при использовании таможенных режимов переработки. Кроме того, остается открытым вопрос об особенностях осуществления валютного контроля при ввозе товаров из государств СНГ вообще и из Таможенного союза в частности по контрактам, заключенным с фирмами из стран дальнего зарубежья (в этом случае экспортером и поставщиком товара являются фирмы разных государств).

4.1. Механизм осуществления валютного контроля

Отправной точкой для осуществления валютного контроля за экспортом является тот факт, что экспортер обязан обеспечить зачисление валютной выручки от экспорта на свои валютные счета в уполномоченных банках Российской Федерации. Зачисление экспортной выручки в иностранной валюте на иной счет возможно только при наличии у экспортера специального разрешения Центрального банка РФ. По каждому заключенному экспортером контракту оформляется один паспорт сделки, подписываемый одним уполномоченным банком, на транзитный валютный счет в котором в последующем и должна будет поступать валютная выручка от экспорта товаров по данному контракту. Таможня, принимая грузы к оформлению, требует сообщить реквизиты валютного счета, на который будет переведена экспортная выручка. После окончания таможенного оформления в уполномоченный банк направляется извещение о совершении экспортной поставки. Экспортер в 10-дневный срок со дня выпуска товаров таможенными органами представляет в банк копию грузовой таможенной декларации (ГТД), полученную от таможенного органа, который оформил выпуск товаров. На основании данных ГТД Государственный таможенный комитет РФ составляет учетные карточки (УК), которые содержат часть сведений ГТД, необходимых банкам для осуществления контроля за поступлением валютной выручки от экспорта товаров. Учетные карточки объединяются в реестры, которые ГТК направляет в двух экземплярах в соответствующие банки. Второй экземпляр этого Реестра после заполнения банком отправляется обратно в ГТК России не позднее контрольного срока обратной отсылки в него, В случаях когда валютная выручка от экспорта товаров поступает в банк в неполном объеме или с нарушением указанного в Реестре срока, экспортер имеет право обратиться в МВЭС России для того, чтобы получить письменное подтверждение обоснованности недополучения или задержки получения им валютной выручки от экспорта товаров либо представить в банк письменное подтверждение Банка России об освобождении его от обязательного зачисления валютной выручки на счета в уполномоченные банки Российской Федерации. Завершается процедура таможенно-банковского контроля уведомлением о зачислении валютной выручки от экспортной поставки, которое направляется в таможню уполномоченным банком (рис. 4.2). Требования и предписания ЦБ и ГТК об устранении выявленных нарушений правил перевода экспортной выручки являются обязательными для исполнения всеми резидентами и нерезидентами, осуществляющими валютные операции на территории России.

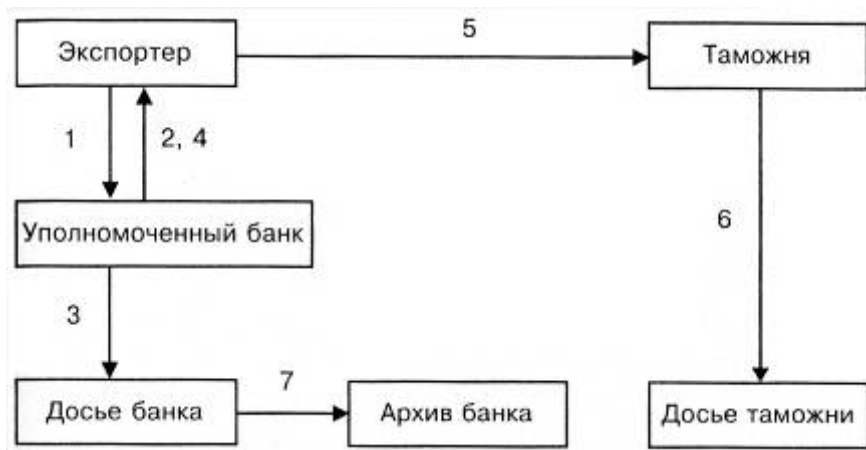


Рис. 4.2. Движение паспорта экспортной сделки:

1 – экспортер представляет в банк два экземпляра паспорта сделки и заверенную предприятием копию контракта; 2 – банк возвращает экспортеру подписанный должностным лицом банка первый экземпляр паспорта сделки; 3 – второй экземпляр паспорта сделки направляется банком в досье банка; 4 – экспортер получает заверенную банком копию паспорта сделки; 5 – экспортер представляет полученную от банка копию паспорта сделки в таможенный орган при предъявлении товара к таможенному оформлению; 6 – после проверки данных, содержащихся в паспорте сделки и ГТД, подписанная работником таможни копия паспорта сделки остается в досье таможни; 7- после поступления полной суммы валютной выручки досье закрывается и передается в архив

4.2. Механизм валютного контроля за платежами по импортным контрактам

В основе методологии валютного контроля за осуществлением импортных сделок, так же как и при контроле за экспортными сделками, лежит сопоставление информации банков о движении денежных средств в оплату импортируемых товаров с информацией таможенных органов о ввезенных товарах. Инструкция ЦБ РФ и ГТК РФ № 30 (1995 г.) распространяется на импортные сделки, срок совершения которых не более 180 календарных дней.

Сделки, предусматривающие превышение срока в 180 календарных дней между днем оплаты импортируемого товара и датой его таможенного оформления (и наоборот), могут быть осуществлены только при наличии лицензии Банка России на совершение валютных операции, связанных с движением капитала. Под датой оплаты подразумевается дата валютирования банковской операции по списанию средств со счета "ностро" банка-импортера или зачисление средств на счет "лоро" иностранного банка или банка – его корреспондента в пользу иностранной стороны по контракту или ее приказу. Под датой таможенного оформления импортируемого товара понимается дата принятия ГТД таможенным органом, осуществляющим таможенное оформление данного товара. Импортеру запрещено после совершения сделки переуступать права по ней третьим лицам (кроме банка-импортера) до завершения таможенного оформления товара.

По каждому отдельному контракту оформляется один паспорт сделки, только при наличии которого возможна оплата импортных товаров. При благополучном завершении сделки в течение одного календарного месяца с даты выпуска товаров на таможенную территорию импортер должен представить в банк импортера копию ГТД с подписью должностного лица таможенного органа, разрешившего ввоз товара, с оттиском его личной номерной печати.

Оплата импортером импортируемых товаров до их отгрузки в адрес получателя в Российской Федерации возможна:

- а) при выдаче банком импортера гарантии валютного контроля;
- б) при непревышении суммы предоплаты предельной суммы, разрешенной Банком России к переводу без гарантии валютного контроля в течение одной рабочей недели.

Гарантия валютного контроля представляет собой выдаваемое банком импортера по просьбе импортера обязательство, в котором банк обязуется уплатить суммы, причитающиеся к уплате, при привлечении импортера к финансовой ответственности, которая возникает при непоступлении товаров, за которые была произведена предоплата, и невозврате ранее переведенных средств в иностранной валюте.

Исполнение контракта с предоплатой предполагает, что в случае непоступления товаров на территорию государства в течение 180 календарных дней и невозврата перечисленных денег импортеру надлежит заплатить штраф в размере 100% от произведенных за рубеж перечислений. Если же импортер не в состоянии заплатить штраф, то эту сумму государству возвращает банк-гарант из собственных средств. Клиент освобождается от ответственности перед контрольными органами, но продолжает нести ее перед своим банком. В случае неуплаты штрафа ни импортером, ни банком в 3-дневный срок с момента получения банком требования от ГТК последний поручает взыскание этих средств ВЭК (службе валютно-экспортного контроля) России.

4.3. Особенности таможенного оформления экспорта и импорта товаров в связи с осуществлением валютного контроля

Таможенные органы принимают экспортные и импортные товары к таможенному оформлению только в случае предъявления паспорта сделки в дополнение к установленным законодательством документам. На таможне сверяются данные паспорта сделки и данные грузовой таможенной декларации. Таможенные органы проверяют соответствие подписи ответственного лица уполномоченного банка и оттиска печати банка образцам, которые приведены в полученных от Банка России специальных карточках. Если между документами, представленными для таможенного оформления, не выявлено никаких расхождений, то таможенный служащий подписывает копию паспорта сделки и ставит на ней свою личную номерную печать. Указанная копия паспорта сделки остается в делах таможни наряду с экземпляром ГТД.

По сделкам, связанным с движением капитала, необходима отметка уполномоченного банка о наличии лицензии ЦБ РФ в паспорте сделки. Эта отметка является основанием для приема

груза к таможенному оформлению. В ходе таможенного оформления на основании грузовой таможенной декларации составляется другой документ валютного контроля – учетная карточка таможенно-банковского контроля, содержащая необходимую информацию о перемещении экспортируемых и импортируемых товаров. ГТК направляет в уполномоченные банки учетные карточки, группируя их в реестры (рис. 4.3).



Рис. 4.3. Движение через коммерческие банки грузовой таможенной декларации, учетных карточек и реестров ГТК РФ:

1 - экспортер представляет в таможенный орган ГТД; 2 – экспортер получает от таможенного органа копию ГТД; 3 – экспортер представляет в банк полученную копию ГТД; 4- на основании данных грузовой таможенной декларации ГТК формирует реестры учетных карточек и направляет их в уполномоченные банки; 5- экземпляр реестра разделяется на учетные карточки и распределяется по соответствующему досье; 6- ксерокопию учетной карточки банк направляет экспортеру; 7- самостоятельно заполненную копию учетной карточки экспортер возвращает в банк; 8- копию учетной карточки, заполненную экспортером, банк направляет в досье; 9 – банк заполняет второй экземпляр реестра и направляет его в ГТК РФ; 10 – после поступления полной суммы валютной выручки банк закрывает досье и направляет его в архив; 11 – после обработки в ВЦ ГТК оперативные и статистические сведения представляются ЦБ России и иным органам валютного контроля

5. ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА НАРУШЕНИЕ ВАЛЮТНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

Ответственность за нарушение валютного законодательства предусмотрена в Законе РФ от 9.10.92 "О валютном регулировании и валютном контроле". Некоторые положения этого Закона обобщены в табл. 4.2.

Таблица 4.2. Ответственность за нарушение валютного законодательства

Основания ответственности (правонарушения)	Санкции
1. Совершение недействительных в силу Закона "О валютном регулировании и валютном контроле" сделок	1. Взыскание в доход государства (общая сумма санкций)
2. Необоснованное приобретение не по сделке, а в результате незаконных действий	2. Взыскание в доход государства необоснованно приобретенного не по сделке, а в результате незаконных действий
3. Отсутствие учета валютных операций	3. Штраф в пределах неучтенной суммы
4. Введение учета валютных операций с нарушением установленного порядка	4. Штраф в пределах суммы, которая была учтена ненадлежащим образом
5. Непредоставление или несвоевременное представление органам и агентам валютного контроля документов и информации в соответствии с п. 2 ст. 13 Закона "О валютном регулировании и валютном контроле"	5. Штраф в пределах суммы, по которой документация и информация не были представлены в установленном порядке

При повторном совершении указанных в настоящей таблице правонарушений, а также за невыполнение предписаний органов валютного контроля резиденты, включая уполномоченные

банки, и нерезиденты несут ответственность в виде: а) взыскания в доход государства сумм, указанных в настоящей таблице (а также штрафов в пределах 5-кратного размера этих сумм), осуществляемого ЦБ РФ в соответствии с законами Российской Федерации; б) приостановления действия или лишения резидентов, включая уполномоченные банки, или нерезидентов выданных органами валютного контроля лицензий и разрешений.

Взыскание указанных сумм штрафов и иных санкций производится органами валютного контроля, в том числе по представлению агентов валютного контроля, с юридических лиц - в бесспорном порядке, с физических лиц - в судебном. Должностные лица юридических лиц-резидентов, в том числе уполномоченных банков, и юридических лиц-нерезидентов, виновные в нарушении валютного законодательства, несут уголовную, административную и гражданско-правовую ответственность в соответствии с законодательством РФ.

При нарушении порядка зачисления валютной выручки предприятия предусмотрен штраф в размере суммы всей сокрытой выручки в иностранной валюте или рублевого эквивалента суммы штрафа по курсу ЦБ РФ. Уплата штрафа не освобождает предприятия от обязательного перевода валютной выручки на счета в уполномоченных банках Российской Федерации и обязательной продажи части валютной выручки. Штраф налагается Госналогслужбой РФ. Под сокрытой выручкой в иностранной валюте понимается выручка, не зачисленная на счета в уполномоченных банках на территории РФ, независимо от отражения ее в бухгалтерском учете предприятий, если иное не разрешено ЦБ РФ. Сокрытой выручкой в иностранной валюте считаются также суммы, выплаченные в наличной иностранной валюте (командировочные расходы, заработная плата нерезидентам и т.п.) из выручки, которая получена предприятием от реализации гражданам в установленном ЦБ РФ порядке товаров на территории Российской Федерации за иностранную валюту до ее сдачи в уполномоченный банк для зачисления на текущий валютный счет предприятия.

Помимо этого предприятия несут ответственность за необоснованное завышение расходов в иностранной валюте, относимых в уменьшение подлежащей обязательной продаже экспортной выручки.

За неправильное или несвоевременное осуществление расчетов по обязательной продаже валютной выручки уполномоченные банки несут ответственность в виде штрафа за каждое нарушение требований. Взыскание этого штрафа производится главными территориальными управлениями ЦБ РФ в бесспорном порядке. К уполномоченным банкам применяются и иные меры воздействия, вплоть до отзыва лицензии на совершение валютных операций.

Экспортер за непредставление в банк информации о внесении в контракт, положенный в основу подписанного паспорта сделки (ПС), дополнений и (или) изменений, которые затрагивают данный ПС (для оформления дополнительного листа ПС), за непредставление в банк копии ГТД в установленные сроки или за непредставление в указанные в инструкции сроки запрашиваемой банком информации несет ответственность в виде штрафа за каждый день просрочки сверх установленных сроков предоставления указанной информации в банк, но не свыше суммы по контракту, по которой документация и информация не были представлены в установленном порядке. Указанные штрафы взыскиваются главными территориальными управлениями Банка России в бесспорном порядке (посредством списания сумм штрафов со счетов экспортера в иностранной валюте или в рублях по курсу Банка России на дату списания суммы штрафа на основании распоряжения начальника соответствующего главного территориального управления Банка России) по результатам как самостоятельных проверок, в том числе по представлению банков, так и проверок, проведенных таможенными, налоговыми органами, а также Федеральной службой валютного и экспортного контроля РФ.

Банк как агент валютного контроля несет ответственность за действия экспортера и импортера. Так, при сокрытии экспортером выручки за отгруженные товары на его банк налагается штраф в размере всей сокрытой экспортером выручки. Так же в случае осуществления при расчетах за импортируемые товары валютной операции, требующей лицензии Банка России, без таковой банк импортера несет ответственность в виде взыскания в доход государства всех доходов, полученных от указанной операции. Однако своим письмом от 16 января 1996 г. Центробанк приостановил действие ряда положений инструкции об импортном валютном контроле (№ 30). В настоящее время не действуют ни положение о гарантиях валютного контроля, ни даже санкции, предусматривающие возврат в доход государства незаконно переведенных за границу валютных

средств. Таким образом, банки фактически освобождены от какой-либо ответственности за нарушение валютного законодательства при импорте.

РЕЗЮМЕ

Среди особенностей российского валютного рынка можно назвать следующие.

1. Обязательная продажа части валютной выручки (50%) на валютном рынке Российской Федерации (либо через биржи, либо через уполномоченные банки). В связи с этим хозяйственные субъекты имеют в уполномоченных банках два счета: транзитный валютный счет, на который зачисляется вся полученная выручка в валюте, и текущий валютный счет (счет, на который зачисляется валютная выручка субъекта после обязательной продажи за рубли ее части (50%).

2. Проведение до недавнего времени валютных операций в основном через валютные биржи, а не банки вследствие недостаточных доверия и информационных связей между банками, а также их слабой технической оснащенности.

3. Большое количество валютных бирж (восемь действующих, что больше, чем в любой стране с развитыми рыночными отношениями, в которой имеются валютные биржи), сосредоточенных в основных экспортных и импортных регионах страны. Основной валютной биржей страны является Московская межбанковская валютная биржа, на которой осуществляется до 80% от всех операций с валютой; далее по объему операций следуют Санкт-Петербургская межбанковская валютная биржа, Сибирская межбанковская валютная биржа, Азиатско-Тихоокеанская межбанковская валютная биржа, Уральская межбанковская валютная биржа, Ростовская межбанковская валютная биржа, Нижегородская валютно-фондовая биржа и Самарская межбанковская валютная биржа. Они расположены в основных экспортных регионах страны и позволяют своевременно реализовывать 50% валютной выручки предприятий-экспортеров.

4. Российский валютный рынок - бивалютный. Ведущие позиции на нем принадлежат доллару США. В операциях на валютных биржах его доля превышает 90%, удельный вес операций с другими валютами незначителен. Кроме доллара США, торговля ведется с немецкой маркой, финляндской маркой (в северо-западном регионе) и японской иеной (на Дальнем Востоке). Стоит задача диверсификации валютной структуры валютного рынка Российской Федерации.

5. Лицензионный порядок осуществления операций, связанных с движением капитала. Переводить, вывозить и пересылать валютные ценности из Российской Федерации возможно лишь при соблюдении лицензионного порядка, установленного ЦБ РФ. Проведенный ранее ввоз валютных ценностей подтверждается декларацией или иным документом.

6. Изменение курса рубля к доллару США находится в ограниченных ЦБ России рамках, составляющих до начала 1997 г. диапазон от 5000 до 5600 руб. за 1 дол. США, а в настоящее время составляющий 5600-6100 руб. за 1 дол. США.

7. Жесткий контроль (по сравнению со странами ближнего зарубежья) за движением валютных средств в Российскую Федерацию и из Российской Федерации позволил остановить поток нелегального вывоза капитала за границу. Если в 1993 г. не вернулось 30-40% всей валютной выручки по экспорту, то в 1995 г. - только 4%.

В настоящий момент в Российской Федерации продолжается поиск оптимального сочетания государственного регулирования операций участников валютного рынка и рыночной инициативы. Укрепляется законодательная база, определяющая основные правила поведения его участников. Несмотря на ее противоречивость, отток капитала за границу заметно уменьшился. На очереди новые нормативные акты, которые закроют последние каналы "бегства" капитала за границу. В частности, они должны обеспечить контроль за компенсационной торговлей, встречными поставками, и др.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1) Каковы особенности функционирования валютного рынка в Российской Федерации?

- 2) Какие органы осуществляют валютное регулирование и валютный контроль в Российской Федерации?
- 3) Как осуществляется контроль за поступлением валютной выручки от экспорта товаров в Российской Федерации?
- 4) Как осуществляется контроль за импортом товаров в Российской Федерации?
- 5) Какие существуют проблемы в валютном законодательстве Российской Федерации?

СПРАВОЧНАЯ ЛИТЕРАТУРА

- Анулова Г.Н., Горбунов С.В., Доронин И.Г.* Валютная политика капиталистических стран. - М., 1990.
- Ачкасов А.И.* Типы валютных операции и другие виды сделок на международных денежных рынках. - М.: Консалтбанк, 1995.
- Балабанов И.Т.* Валютный рынок и валютные операции в России. - М.: Финансы и статистика, 1994.
- Бункина М.К.* Валютный рынок. - М.: Дис, 1995.
- Валовая Т.Д.* Европейская валютная система. - М., 1996.
- Валютный портфель / Ред. колл. Ю. Б. Рубин, Е.Д.Платонов. - М.: СО-МИНТЭК, 1995.
- Введение во фьючерсы и опционы. - СПб., Диалогинвест, 1992.
- Дэниелс Джон Д., Радеба Ли Х.* Международный бизнес: Пер. с англ. - М.: ДелоЛтд, 1994.
- Ершов М.В.* Валюты в мировой торговле. - М.: Наука, 1992.
- Иванов Н.* О новых рекомендациях МВФ по платежному балансу // Вопросы экономики. - 1994. - №9 - С. 84-96.
- Котелкин С.В., Тумарова Т.Г.* Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: Учеб. пособие. - СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского УЭФ, 1997.
- Линдерт П.Х.* Экономика мирохозяйственных связей. - М.: Прогресс- Универс, 1992.
- Международная валютная система и валютно-расчетные операции во внешней торговле. - М., 1993.
- Международные валютно-финансовые и кредитные отношения / Под ред. Л.Н. Красавиной. - М., 1994.
- Пebro М.* Международные валютно-финансовые и кредитные отношения: Пер. с франц. / Общ. ред. Н.С.Бабинцевой. - М.: Прогресс- Универс, 1994.
- Пискулов Д.Ю.* Теория и практика валютного дилинга: Прикладное пособие. - М.: ИНФРА-М., 1995.
- Практикум по биржевым играм и финансовой деятельности западных банков. - М., 1992.
- Смыслов Д. В.* Международный валютный фонд: современные тенденции и наши интересы. - М., 1993.
- Федоров М.В.* Валюта, валютные системы и валютные курсы. - М.: ПА-ИМС, 1995.
- Цимайло А.В.* Платежный баланс и валютный курс. - М., 1991.
- Шмелев В.В.* Коллективные валюты - от счетных единиц к международным деньгам. - М., 1990.
- Bartolini L, Clark P.* Exchange Rates and Economic Fundamentals. - IMF, Washington, 1994.
- Begg D., Dornbusch R., Fischer S.* Economics. - London, 1991.
- Brealey R., Myers S.* Principles of Corporate Finance. - London, 1991.
- Daniel R. Kane.* Principles of International Finance. - London New York Sydney, 1988.
- Kim T.* International money & banking. - N.Y.C., 1993.
- Logue D.E.* The WG&L Handbook of international finance. - South-Western Publishing, Cincinnati, 1995.
- Melvin M.* International money & finance, 4th ed. - Harper Collins N Y C 1994.
- Tokarick S.* External Stocks, The Real Exchange Rate and Tax Policy. - IMF, Washington, 1994.

ЧАСТЬ II. ПРОМЫШЛЕННО-ТОРГОВЫЕ ФИРМЫ В КОНТЕКСТЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫХ И КРЕДИТНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Промышленно-торговые фирмы, участвующие в международных валютно-финансовых и кредитных отношениях, нуждаются в краткосрочном международном финансировании своих потребностей в оборотном капитале, в инструментах финансирования экспорта-импорта, а также в долгосрочных заимствованиях для иностранных инвестиционных целей.

В то же время потребности в управлении текущими валютными активами (т.е. потребности международного денежного менеджмента) обуславливают обращение промышленно-торговых фирм к международным валютно-финансовым рынкам, к инструментам этих рынков для размещения временно свободных валютных ресурсов, для более рационального использования собственной международной финансовой сети.

Кроме того, при управлении долгосрочными прямыми иностранными инвестициями фирма вынуждена использовать определенные валютно-финансовые техники и стратегии, связанные с международными платежными, расчетными, кредитными инструментами и позволяющие рационализировать ее капитальный бюджет, т.е. улучшить валютно-финансовое обеспечение ее иностранных инвестиционных проектов.

Наконец, при осуществлении всех перечисленных ранее агрегированных активных и пассивных операций промышленно-торговые фирмы имеют потребность в нейтрализации валютно-курсового риска, возникающего при международных операциях в иностранной валюте. Для этого они также обращаются к использованию определенных валютно-финансовых техник, стратегий и инструментов, предоставляемых международными финансовыми рынками и кредитно-финансовыми институтами.

В данной части учебника рассматриваются мотивы и факторы осуществления промышленно-торговой фирмой международных валютно-финансовых и кредитных операций, принципы международного финансового корпоративного менеджмента, а также проблемы управления валютным риском и международного аккаунтинга.

РАЗДЕЛ III. МЕЖДУНАРОДНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ФИРМЫ

Обычно международные фирмы финансируют приросты своих потребностей в оборотном капитале за счет краткосрочных, а инвестиционные потребности - за счет долгосрочных (или бессрочных) фондов. Далее, в зависимости от характера финансовой политики фирмы некоторая доля оборотного капитала будет финансироваться за счет краткосрочных фондов, а некоторая - за счет долгосрочных.

Так, при осуществлении агрессивной финансовой политики первая доля будет значительно больше, чем при осуществлении консервативной политики. При положительно наклоненной кривой дохода на рынке, т.е. когда долгосрочные ставки процентов по фондам выше, чем краткосрочные, агрессивная фирма будет экономить на процентных платежах. Однако в мире волатильных (колеблемых) процентных ставок с их достаточно широкой амплитудой колебаний, что периодически приводит к инверсивной форме кривой дохода (т.е. с отрицательным наклоном), такая политика является и более подверженной процентному риску. Кроме того, существует риск вообще не суметь возобновить получение кредитов или других краткосрочных фондов в случае ужесточения условий кредита или кризиса на денежном рынке.

Консервативная финансовая политика фирмы при обычных условиях на финансовых и денежных рынках будет дороже, чем агрессивная, но фирма будет иметь меньше риска (как процентного, так и финансового).

В этом разделе мы рассмотрим инструменты и методы осуществления международного финансирования. В связи с этим мы последовательно раскроем вопросы международного финансирования фирмы, в том числе:

а) проблемы краткосрочного международного финансирования деловых операций компаний, вовлеченных во внешнеэкономическую активность;

б) базовые аспекты определения политики международного долгосрочного финансирования фирмы.

Глава 5. Международное краткосрочное финансирование промышленно-торговой фирмы

ЦЕЛИ

- Описать способы международного краткосрочного заимствования, имеющиеся в распоряжении промышленно-торговой фирмы.
- Объяснить различия и взаимозависимость между этими способами, а также логику выбора наилучшего для фирмы метода международного краткосрочного финансирования.
- Охарактеризовать принципы сравнения издержек по альтернативным методам международного краткосрочного финансирования.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Банковский акцепт	Овердрафт
Внутрифирменное финансирование	Револьверное кредитное соглашение
Дисконтирование	Срочный заем
Еврокоммерческие бумаги	Требование о компенсационном остатке
Евроноты	Эффективная процентная ставка
Коммерческие бумаги	
Кредитная линия	

В целом фирма имеет в своем распоряжении ряд источников международного краткосрочного финансирования, в том числе:

- а) внутрифирменные международные займы;
- б) иностранное банковское и небанковское заимствование в инвалюте;
- в) банковское и небанковское финансирование с использованием евровалютных, или оффшорных, инструментов;
- г) внутренние инвалютные займы.

В этой главе мы охарактеризуем первые три из перечисленных источников краткосрочного международного финансирования торгово-промышленной фирмы.

1. МЕЖДУНАРОДНОЕ КРАТКОСРОЧНОЕ ВНУТРИФИРМЕННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Прежде чем начать поиск внешних источников краткосрочного заимствования, компания должна убедиться, что у нее в распоряжении нет внутрифирменных временно свободных денежных ресурсов, которые одно ее подразделение могло бы предоставить другому без ущерба для общефирменных финансовых позиций и прибыльности.

Внутрифирменное краткосрочное финансирование представляет собой взаимопредоставление валютных займов различными подразделениями компании, а также предоставление инвалютных кредитов родительской фирмой своим дочерним компаниям и наоборот.

Такие займы могут быть предоставлены в форме:

- а) прямого международного внутрифирменного кредита;
- б) компенсационного внутрифирменного кредита;
- в) параллельного внутрифирменного кредита, а также в виде
- г) торгового внутрифирменного кредита.

Прямые международные внутрифирменные кредиты оформляются простым векселем и предоставляется по ставке процента, близкой к рыночной, либо по ставке, которая несколько ниже рыночной. Однако подобное финансирование часто невыгодно для фирмы с нескольких точек зрения, в том числе:

- а) налогового планирования компании;
- б) дополнительных валютно-курсовых рисков;
- в) риска блокирования валютных фондов за рубежом. Кроме того, прямым международным внутрифирменным кредитам присущи и некоторые другие недостатки. Именно поэтому чаще компании используют три другие из ранее перечисленных техник внутрифирменного кредитования.

1.1. Международное краткосрочное внутрифирменное финансирование с использованием компенсационного займа

При предоставлении типичного компенсационного краткосрочного займа родительская фирма помещает целевые фонды на срочный депозит в банке (например, в своей стране). Последний, в свою очередь, использует свой зарубежный филиал или банк-корреспондент для перекредитования этих денег дочерней компании в другой стране (рис. 5.1).



Рис. 5.1. Структура международного компенсационного внутрифирменного кредита

Подобный тип финансирования используется компанией для достижения нескольких целей, в частности:

- а) защиты от валютного риска;
- б) освобождения заблокированных средств;
- в) обхода валютных ограничений, а также
- г) финансирования подразделений, расположенных в странах с высокой ставкой процента и (или) ограниченным рынком кредита и капитала.

Так, во-первых, риск неблагоприятных колебаний валютного курса несет в этом случае банк-посредник. Во-вторых, страна, запрещающая или существенно ограничивающая межфирменные валютные переводы за границу, тем не менее, часто разрешает валютные платежи в порядке возврата кредита крупному иностранному банку, так как в противном случае ей грозит потеря странового кредитного рейтинга. Наконец, зарубежному подразделению могут быть нужны деньги в таком объеме, в котором их трудно мобилизовать на местном рынке. В этом случае внутрифирменное финансирование может служить одним из решений проблемы финансирования. То же самое относится и к ситуации, когда получение финансирования на местном рынке или на международных рынках невыгодно по соображениям рентабельности.

Приемлемость такого типа финансирования зависит от относительных процентных ставок, от ожидаемых изменений валютных курсов, а также от альтернативной стоимости используемых фондов.

При этом, учитывая, что в стране-дебиторе могут существовать валютные и кредитные ограничения, а также другие несовершенства финансовых рынков, не только клиент, но и банк-посредник могут получить выгоду от компенсационного займа. Так, банк получает возможность осуществлять свой бизнес с клиентом, предоставляя полностью обеспеченный кредит, практически с гарантированным процентным спредом (разницей между процентной ставкой, которую он сам уплатит по привлеченным средствам, и процентной ставкой, которую он начислит на заемщика по кредиту). В силу этого банки могут охотно принимать участие в разработке и осуществлении таких, а также более сложных схем подобного финансирования для своих клиентов.

1.2. Международное краткосрочное внутрифирменное финансирование с использованием параллельного займа

Параллельный заем - это кредит, близкий по технике к валютным свопам, когда две компании в различных странах кредитуют друг друга на равную сумму и под взаимопокрывающие ставки процента (причем каждая компания в одной стране является кредитором, тогда как в другой стране - заемщиком). При этом, в отличие от операции "своп", заключаются два самостоятельных кредитных соглашения. Применяются две основные техники параллельного займа:

а) родительская фирма *A* предоставляет финансирование родительской фирме *B* в стране базирования, в то время как их дочерние компании в одной и той же стране за рубежом осуществляют операцию обратного заимствования;

б) родительская фирма *A* в своей стране базирования предоставляет фонды местному филиалу иностранной компании *B*, расположенной в стране базирования ее собственного заграничного Филиала (рис. 5.2).

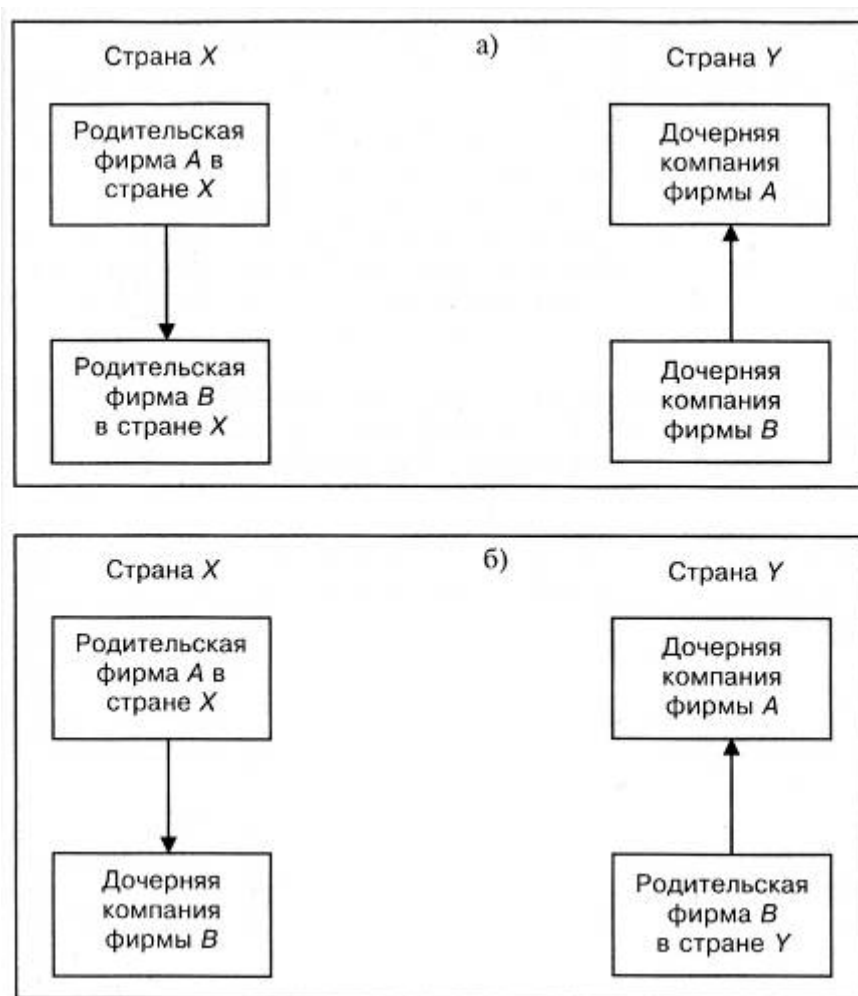


Рис. 5.2. Структура международного параллельного внутрифирменного кредита

При этом общая стоимость финансирования по обоим соглашениям устанавливается эквивалентной для обеих фирм (при ее пересчете в их отечественную валюту).

Подобный тип финансирования применяется для репатриации заблокированных фондов, для обхода ограничений по валютному контролю, для того, чтобы избежать высоких обменных курсов при инвестировании за границу, для нивелирования дополнительных валютных рисков при финансировании зарубежных подразделений и для получения инвалютного финансирования по привлекательной ставке.

В целом разработка и использование схем внутрифирменных кредитов весьма распространены, главным образом, в случаях если при необходимости предоставления международного финансирования в одной из стран, в которой базируются фирмы-участники операции, действуют меры валютного контроля или другие факторы, обуславливающие несовершенство финансового рынка.

2. МЕЖДУНАРОДНОЕ КРАТКОСРОЧНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ФИРМЫ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ БАНКОВСКИХ ЗАЙМОВ

Как и отечественные фирмы, иностранные подразделения компаний обычно финансируют потребности в оборотном капитале на местном кредитно-финансовом рынке. Это делается потому, что это удобно, а также для того, чтобы не создавать себе проблем с управлением валютным риском.

Так, если фирма нуждается в краткосрочных (внешних для нее) фондах, то они могут быть получены ею с использованием:

- а) торгового кредита;
- б) банковских займов;
- в) инструментов денежного рынка (краткосрочных обращаемых простых векселей).

Заметим при этом, что последний метод финансирования доступен лишь крупным, хорошо известным корпорациям с высоким кредитным рейтингом (при наличии развитого денежного рынка в соответствующей стране).

Удлинение срока торгового кредита или простое его получение (например, в России) часто оказываются проблематичными либо из-за его неэффективности для продавца, либо из-за ненадежности оплаты поставки (сделанной на условиях открытого счета

или документарного инкассо) в силу низкой кредитоспособности покупателя, либо из-за некоторой комбинации этих двух причин.

В итоге, если фирма не в состоянии привлечь фонды посредством выпуска краткосрочных простых векселей на открытый рынок, а также если она не может изыскать средства с помощью получения торгового кредита (или удлинения сроков его погашения), то она должна попытаться заимствовать "короткие" деньги в коммерческом банке или в другом финансовом учреждении. Если же фирме доступны все перечисленные источники финансирования или хотя бы какие-либо два из них, то выбор формы заимствования зависит от сравнительной эффективной стоимости каждого из них для заемщика.

2.1. Международное краткосрочное финансирование фирмы с использованием банковских срочных займов

Банковские срочные займы являются прямыми, не обеспеченными (редко - обеспеченными) кредитами обычно на период до 90 дней. Они предоставляются для финансирования какой-либо специальной сделки и возвращаются в единой сумме (с процентами) в срок погашения после того, как фирма получила деньги от завершения соответствующей сделки. В этом смысле подобные займы называют "самоликвидирующимися".

Кредитный договор оформляется в виде простого векселя, который подписывается заемщиком и в котором указываются условия кредита (величина, процентная ставка, срок, место платежа).

В странах с плохо развитым вексельным законодательством и (или) практикой разбирательств по вексельным делам, а также в странах, в которых вновь появляется рыночная экономика, оформляется специальное кредитное соглашение, по типу тех, которые применяются при среднесрочном кредитовании в развитых странах.

В любом случае административные издержки по оформлению и исполнению кредитных договоров такого типа могут быть высоки, что увеличивает и общую стоимость заимствования. Именно поэтому срочные вексельные кредиты предоставляются чаще всего в ситуациях, когда у фирм возникают неожиданные потребности в денежных средствах сверх тех, которые были запланированы заранее (в том числе с учетом циклических и сезонных колебаний).

2.2. Международное краткосрочное финансирование фирмы с использованием кредитных линий

Регулярное краткосрочное банковское финансирование клиента (его постоянных и прогнозируемых потребностей в оборотном капитале для финансирования текущих активов) предоставляется обычно в виде открытия кредитной линии, которая является обещанием банка предоставить

клиенту определенную сумму денег до некоторого лимита в течение некоторого срока (например, года, квартала).

Кредитная линия представляет собой при нормальных условиях (в странах с развитой кредитной системой) не оформленное юридически обязательство банка, о котором фирма уведомляется соответствующим служащим кредитного учреждения (например, по телефону).

Далее за использованную часть кредитной линии клиент будет платить обычную "свою" цену кредита (чаще всего начисляемую по формуле: некоторая базовая процентная ставка банка плюс спред, отражающий кредитный риск заемщика).

В слаборазвитых странах или в странах, в которых вновь появляется рыночная экономика, кредитные линии часто являются юридически оформленными соглашениями. При этом такие линии кредита сравнительно менее выгодны как для банка, так и для заемщика. Они будут учитываться как внебалансовые позиции банка-кредитора, требуя увеличения его капитальных позиций. Для заемщика увеличится общая стоимость финансирования, так как на величину неиспользованной кредитной линии банк будет начислять оговоренные заранее комиссионные (порядка 0,5—2,0% - в зависимости от кредитоспособности заемщика). Для обеспечения процентных платежей и комиссионных по кредитной линии банк часто требует от клиента поддерживать на депозите так называемые компенсационные балансы, аналогичные страховым депозитам или "неснижаемым остаткам".

2.3. Международное краткосрочное финансирование фирмы с использованием револьверных банковских кредитов

В периоды жесткой кредитно-денежной политики центрального банка, приводящей к тому, что коммерческим банкам сложно получить дополнительные денежные ресурсы на рынке, фирма может оказаться не в состоянии получить неформально обещанные ей деньги. Для обеспечения себя оборотным финансированием даже в периоды "дорогих" денег, а также для получения краткосрочных средств на постоянно возобновляемой основе в течение среднесрочного периода (например, на срок 3-5 лет) фирмы могут заключить с банками юридически формализованные контракты о линиях кредита. Такие возобновляемые в течение относительно длительных периодов кредитные линии называют револьверными кредитами (или револьверными кредитными линиями).

Они являются внебалансовыми позициями для банка (т.е. условными обязательствами), отличаясь как от прямых срочных займов (являющихся балансовыми активами банка), так и от краткосрочных неоформленных линий кредита (не отражающихся формально ни на балансе, ни за балансом кредитного учреждения).

По револьверной кредитной линии (которая подпадает под разряд услуг банка) клиент платит два основных типа платежа, в том числе:

- а) обязательственную комиссию (обычно порядка 0,5-2,0%) на неиспользованную часть лимита кредитования;
- б) нормальную для него процентную ставку на списанную часть линии кредита.

Последняя в зависимости от кредитоспособности заемщика и условий рынка устанавливается обычным порядком (как и для случаев прямого займа или неформальной кредитной линии).

2.4. Международное краткосрочное финансирование фирмы с использованием банковских овердрафтов

В некоторых странах, в которых законодательство и аккаунтинговые нормы это позволяют, банки могут предоставить финансирование клиенту в форме овердрафта. Овердрафт - это практически линия кредита, против которой клиент может выписать чеки до определенной максимальной суммы. Овердрафтные линии часто предоставляются из года в год, превращаясь таким образом в форму среднесрочного финансирования. При этом заемщик платит процент лишь на дебетовый остаток.

2.5. Процентные ставки при международном краткосрочном банковском финансировании фирмы

Обобщая уже сказанное, отметим, что процентные ставки на банковские займы устанавливаются по договоренности между банкиром и заемщиком, отражая, в частности:

- а) оценку кредитоспособности клиента;
- б) его отношения с банком;
- в) срочность займа;
- г) состояние рынка;
- д) некоторые другие факторы.

На развитых конкурентных кредитно-финансовых рынках банковские проценты базируются, в конечном счете, на тех же факторах, что и процентные ставки по ценным бумагам сравнимых характеристик (срок, объем финансирования, риск), эмитируемым заемщиками на открытые денежные или финансовые рынки. К подобным ценообразующим факторам на кредитно-финансовые ресурсы относятся безрисковая норма дохода, отражающая срочную стоимость денег, и рискованная премия, зависящая от кредитного рейтинга заемщика и состояния рынка.

Процентные ставки на финансовые ресурсы начисляются в нескольких формах:

- а) как простой, или регулярный процент;
- б) в виде сложного (наращенного) процента;
- в) в виде дисконтной ставки.

Соответственно, эффективная (или действительная) стоимость кредита будет варьироваться в зависимости от того, какой из видов начисления процентной ставки используется в данном типе международного финансирования.

Кроме этого фактора, на эффективную стоимость кредита влияет требование о компенсационном балансе, которое обязывает заемщика держать на депозитном (как правило, процентном) счете в банке-кредиторе некоторую сумму денег (либо в абсолютном выражении, либо как процентную долю от величины предоставленного кредита). Банк рассматривает такую сумму по меньшей мере как обеспечение оплаты своих операционных расходов.

3. КРАТКОСРОЧНОЕ НЕБАНКОВСКОЕ ИНОСТРАННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ФИРМЫ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ЭМИССИИ КОММЕРЧЕСКИХ БУМАГ

При определенных условиях банковские займы могут оказаться невыгодными для фирмы (в первую очередь, из-за высокой стоимости). Тогда компания может прибегнуть к краткосрочному небанковскому (т.е. минуя финансовых посредников) иностранному финансированию, размещая на финансовых рынках свои коммерческие бумаги (краткосрочные коммерческие векселя).

Коммерческие бумаги представляют собой необеспеченные обращающиеся обязательства (обычно простые векселя) с большими номиналами (например, в США эти номиналы кратны 100 000 дол.). Сроки погашения подобных обязательств колеблются в различных странах от 14 до 270 дней (чаще всего охватывая период от 30 до 90 дней). Для коммерческих бумаг со сроком погашения свыше 270 дней обычно в большинстве стран требуется официальная регистрация в соответствующих органах власти, что удорожает их эмиссию, а также удлиняет срок подготовки эмиссии к выпуску. Кроме того, подлежат обязательной регистрации эмиссии тех бумаг, которые предназначены для продажи частным лицам.

Основными инвесторами в коммерческие бумаги выступают крупные институциональные инвесторы (такие, как страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды денежного рынка), банки, а также другие бизнес-фирмы.

Процентная ставка по коммерческим бумагам близка к процентной ставке по депозитным сертификатам (как активу со сравнимым риском для профессиональных инвесторов). Эта ставка, как правило, ниже ставки по первоклассным кредитам (прайм-рейт), что делает финансирование с использованием коммерческих бумаг более предпочтительным, чем обычное банковское заимствование.

Однако такой вид финансирования доступен лишь хорошо известным фирмам с высоким кредитным рейтингом. Кроме того, банки, оказывая услуги клиентам на "базе взаимоотношений", могут предоставить деньги и в трудные для фирмы времена, например, когда ее финансовое положение временно (по оценкам банка) ухудшилось и соответственно когда ее кредитный рейтинг упал, а следовательно, возможность получить деньги на рынке уменьшилась или исчезла.

Коммерческие бумаги могут выпускаться на возобновляемой основе в рамках среднесрочных программ. В этих случаях эмитент заключает соглашение с группой банков, которые гарантируют размещение определенной части эмиссии ценных бумаг по определенной оговоренной цене, открывая для этого поддерживающие кредитные линии типа стэнд-бай. Процентные ставки по таким эмиссиям устанавливаются плавающие, т.е. они корректируются через установленные промежутки времени. Колеблющейся базой процентной ставки выбирается некоторая рыночная ставка, а сверх нее устанавливается маржа (или спред), отражающая кредитный риск проекта и рыночные условия.

Обычно размещение коммерческих бумаг требует получения кредитного рейтинга в одном из общепризнанных рейтинговых агентств (типа "Moody's Investor Service" или "Standard and Poor"). Причем это требование не является, как правило, законодательным, а закреплено обычаем на рынке и необходимо для успешного финансирования.

Все это приводит к дополнительным издержкам финансирования для фирм, использующих этот источник. Так, можно выделить следующие основные виды непроцентных издержек, связанных с использованием коммерческих бумаг для краткосрочного финансирования:

а) расходы по поддерживающим линиям кредита (компенсационные балансы или прямые комиссионные начисления и процентные ставки);

б) комиссионные коммерческим банкам, действующим как эмитирующие и платящие агенты для фирм-эмитентов бумаг;

в) комиссионные за рейтинговые услуги (от 5000 до 25 000 дол. в год, в зависимости от рейтингового агентства).

Эти непроцентные дополнительные издержки повышают эффективную стоимость финансирования фирмы с помощью коммерческих бумаг, приближая ее к стоимости банковского кредита.

4. МЕЖДУНАРОДНОЕ ЕВРОВАЛЮТНОЕ КРАТКОСРОЧНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ФИРМЫ

Кроме получения денежных ресурсов в форме иностранных банковских кредитов или посредством эмиссии коммерческих бумаг на иностранных денежных рынках фирмы могут мобилизовать международное финансирование в виде евровалютных (оффшорных) займов от банков и размещения краткосрочных ценных бумаг на еврофинансовых рынках.

4.1. Евровалютные краткосрочные банковские займы

Евровалюта - это свободно конвертируемые валюты, помещенные на депозиты в банках вне страны происхождения. Таким образом, например, доллары США на банковском депозите в Лондоне становятся евродолларами. Примерно то же самое можно было бы сказать о евромарках, евроиенах, еврошвейцарских франках. Соответственно, евровалютный рынок состоит из банков, принимающих депозиты и предоставляющих кредиты в иностранных валютах. Эти банки называются евробанками.

Доминирующей евровалютой является доллар США. Однако в периоды слабости доллара (понижения его курса) повышается значение других валют, в частности, немецкой марки, швейцарского франка и японской иены.

Возникновение евродолларового рынка было связано с опасениями стран советского блока, что их долларовые депозиты в американских банках могут быть заморожены правительством США в связи с началом войны в Корее (начало 50-х гг.). В итоге эти страны перевели свои долларовые счета из Нью-Йорка в два советских заграничных банка, расположенных в Европе, - "Эйробанк" в Париже и Московский народный банк в Лондоне.

Название первого банка ("Eurobank") дало наименование новому рынку - его стали называть евродолларовым. Позже образовались евторынки других валют. Подобного рода активы в ведущих валютах размещались также в Юго-Восточной Азии, других частях света. Однако доллары на счетах, например в Сингапуре или Гонконге, чаще всего также называют евродолларами.

После возникновения евровалютного рынка масштабы финансирования с него (в том числе корпоративного) увеличивались по ряду причин, главной из которых было правительственное ре-

гулирование. Так, осуществляя финансирование и другие операции в евровалютах, банки (финансовые посредники), инвесторы, заемщики оказывались способными избежать определенных издержек, являющихся следствием регулятивных мер со стороны финансовых властей в различных странах. Например, важными стимулами для быстрого развития евродолларового рынка явились некоторые инструкции, принятые правительством США.

Так "Инструкция Q" Федеральной резервной системы (Центрального банка США) установила "потолки" процентных ставок по банковским депозитам. Тогда если равновесные процентные ставки по срочным вкладам оказывались выше уровня, установленного ФРС, то деньги с помощью депозитов перемещали на евродолларовые счета.

Далее, "Инструкция M" Федеральной резервной системы требует от коммерческих банков поддерживать минимум обязательных резервов против привлеченных отечественных депозитов, тогда как для евробанков этого не требуется. Соответственно, по евродепозитам банки могут платить более высокие проценты, оставаясь в рамках целевой прибыльной маржи. Обратной стороной этого явления были более низкие процентные ставки по еврокредитам, которые могли устанавливать банки, что существенно понижало стоимость евровалютного финансирования для корпораций по сравнению с заимствованием на отечественном или иностранных рынках.

Уравнилительный процентный налог (1963 г.) означал дополнительный налог на проценты по иностранным облигациям, размещаемым в США, если они превышали уровень купонных ставок по сравнимым американским бумагам. Это значительно увеличило стоимость заимствования на рынке капиталов США для неамериканских корпораций и правительств, заставив последних переключиться на евродолларовое финансирование.

Инструкция Офиса иностранных прямых инвестиций 1968 г. запретила американским компаниям инвестировать за рубеж доллары, мобилизованные на отечественном финансовом рынке. В итоге иностранные операции этих компаний должны были финансироваться за рубежом в евродолларах (в первую очередь).

В последующем ряд из перечисленных мер был отменен. Однако евровалютное финансирование продолжает оставаться одним из важнейших источников международных фондов для крупных корпоративных и правительственных заемщиков. Общий объем еврозаимствований периодически увеличивается или уменьшается по мере того, как они становятся относительно более или менее выгодными по сравнению с другими формами международного финансирования и инвестирования. В целом возможности для прибыльного осуществления оффшорных финансовых операций существуют, в первую очередь, в силу сохранения правительственного регулирования и налогов, которые увеличивают издержки и снижают доходы по отечественным финансовым операциям.

Евровалютные операции означают трансфер контроля над долларовыми депозитами в США или Марковыми депозитами в Германии от одного владельца счета к другому. Причем приблизительно половина еврозаймов предоставляется на межбанковском рынке, а остальные - корпоративным или правительственным международным заемщикам. На уровне механизмов принятия депозитов и размещения фондов евровалютный рынок оперирует так же, как любой другой финансовый рынок, исключая то, что на нем отсутствуют правительственные регуляции кредитов, процентных ставок и других условий финансирования.

При этом заметим, что большая часть евровалютного корпоративного финансирования осуществляется в форме синдицированных займов, имеющих средне- и даже долгосрочные периоды погашения. В связи с этим при рассмотрении форм и методов международного долгосрочного финансирования фирмы мы вернемся к обсуждению вопроса о евровалютных займах.

Теперь мы обратимся к характеристике форм краткосрочного небанковского еврофинансирования, которые может использовать промышленно-торговая фирма.

4.2. Международное краткосрочное небанковское финансирование фирмы с использованием евронот и еврокоммерческих бумаг

Промышленно-торговая фирма, как и в случае иностранного финансирования, может мобилизовать (в качестве альтернативы евровалютному банковскому заимствованию) краткосрочные международные фонды посредством эмиссии и размещения на денежном рынке евровалютных

краткосрочных обращающихся ценных бумаг. К последним относят евроноты и еврокоммерческие бумаги. Охарактеризуем эти инструменты международного финансирования.

Так, евроноты являются краткосрочными векселями, деноминированными в евровалюте и эмитированными корпорациями и правительствами. Евроноты выпускаются вне страны, в валюте которой они деноминированы. Эмитируются они обычно на возобновляемой основе. Процентные ставки по евронотам изменяются каждый раз, когда они ролл-овируются (т.е. осуществляется эмиссия их очередной транши).

Еврокоммерческими бумагами называются обычно те евроноты, которые не имеют банковской поддержки в форме поддерживающей кредитной линии и гарантированного размещения по predetermined цене.

В целом небанковское краткосрочное международное финансирование такого типа имеет сильное сходство с получением средств с помощью коммерческих бумаг. Однако существует ряд отличий, в том числе по следующим признакам:

- а) сроки погашения этих двух инструментов;
- б) состояние вторичных рынков;
- в) инвестиционная база;
- г) кредитоспособность заемщиков.

Так, во-первых, средний срок еврокоммерческих бумаг длиннее (в 1,5-2 раза), чем средний срок внутренних коммерческих бумаг в промышленно развитых странах (он охватывает от 45 до 180 дней). Во-вторых, еврокоммерческими бумагами активно торгуют на вторичном рынке, в то время как большинство внутренних коммерческих бумаг держатся инвесторами на руках от момента их приобретения до срока погашения. В-третьих, центральные банки, коммерческие банки и корпорации являются важными инвесторами на рынке еврокоммерческих бумаг. В то же время наиболее важными держателями внутренних коммерческих бумаг в промышленно развитых странах выступают взаимные фонды денежного рынка, слабо представленные на рынке еврокоммерческих бумаг.

Кроме того, эмитенты на рынке еврокоммерческих бумаг могут иметь более низкий кредитный рейтинг, чем эмитенты на внутренних рынках коммерческих бумаг в промышленно развитых странах. Это объясняется, в частности, тем, что важными покупателями бумаг непровоклассных эмитентов на рынке еврокоммерческих бумаг являются коммерческие банки, осуществляющие свой собственный финансовый ("рейтинговый") анализ фирм-заемщиков.

Наконец, важным различием между двумя типами финансирования является требование рейтинга. Так, лишь половина активных эмитентов еврокоммерческих бумаг (во второй половине 80-х гг.) имела общепризнанные кредитные рейтинги. В то же время практически у всех эмиссий внутренних коммерческих бумаг имелся кредитный рейтинг. Однако это различие за последнее десятилетие значительно уменьшилось.

5. СРАВНИТЕЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ФОРМ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ФИРМЫ

При выборе метода финансирования сначала определяют стоимость каждой из альтернатив в первоначальной валютной деноминации. При этом важна не номинальная (котировочная), а эффективная (действительная) процентная ставка. Для этого величину первой корректируют в зависимости от того, какой тип ставки используется (простой, сложный процент или дисконтный базис). После этого вносятся коррекции на использование компенсационных требований. Понятно, например, что эффективная процентная ставка по кредиту с котировочной ставкой на базе простого процента и в отсутствие отчислений компенсационных балансов будет ниже, чем эффективная ставка по кредиту с такой же котировочной ставкой, но на дисконтном базисе и без отчислений компенсационных балансов.

Наконец в стоимость кредита в первоначальной валютной деноминации должна быть включена величина комиссионных начислений и других косвенных расходов, которые заемщик несет в связи с осуществлением того или иного типа международного краткосрочного финансирования.

Далее применяют международный эффект Фишера для калькулирования наименее дорогостоящего источника фундирования с пересчетом в единую валюту (чаще всего в отечественную -

для заемщика). При этом стоимость финансирования определяется для каждого из ряда ожидаемых уровней валютного курса. Соответственно, на следующем шаге анализа сравнительной стоимости международного финансирования исчисляют величину изменения курса валюты, необходимую для того, чтобы сделать один тип финансирования более дорогим, чем другой. Затем сравнивают прогноз изменений валютного курса с этой величиной (величинами).

Не беря в расчет налоги и форвардные контракты, оценить издержки по займу относительно просто. В этом случае стоимость займа в инвалюте, выраженная в отечественной валюте, будет равна процентным издержкам по кредиту минус ожидаемая валютная спот-премия (дисконт) при возврате кредита. Однако налоговые платежи являются важным фактором, воздействующим на эффективную стоимость финансирования. Наличие или отсутствие развитого рынка форвардных контрактов по валюте, в которой предполагается получить фонды, также оказывает существенное влияние на сравнительную стоимость различных источников международного краткосрочного финансирования фирмы.

РЕЗЮМЕ

Итак, мы охарактеризовали различные формы международного финансирования, которыми может располагать промышленно-торговая фирма, в том числе международное внутрифирменное заимствование, иностранное и евровалютное банковское или небанковское финансирование. Каждая из них имеет специальные характеристики (с точки зрения техники получения фондов, уровня процентных ставок, подверженности операции регулированию со стороны денежных властей различных стран и сопутствующих непроцентных издержек), которые обуславливают их сравнительные преимущества и недостатки. Выяснение этих специальных характеристик, присущих различным формам международного краткосрочного финансирования фирмы, составляет основу для правильного выбора финансовыми менеджерами фирмы адекватного инструмента заимствования (т.е. с минимальной посленалоговой скорректированной на риск стоимостью).

В целом на выбор фирмой метода международного краткосрочного финансирования (будет ли это внутрифирменный заем, банковский кредит или эмиссия коммерческих бумаг) воздействуют такие факторы, как относительные процентные ставки, ожидаемые изменения валютных курсов, ставки налогов и доступность форвардных контрактов по соответствующей валюте. Так, если для валюты, в которой фирма планирует деноминировать международное финансирование, существует рынок форвардных контрактов, то целью фирмы при осуществлении операции будет минимизация покрытых посленалоговых процентных выплат. В отсутствие рынка таких форвардных контрактов фирмы будут либо минимизировать ожидаемые издержки, либо выбирать между ожидаемым снижением издержек и валютно-курсовым риском.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Опишите важнейшие схемы внутрифирменного международного финансирования. Охарактеризуйте их сравнительные преимущества и недостатки.
- 2) Охарактеризуйте сходства и различия трех базовых типов иностранных банковских займов, имеющих в распоряжении промышленно-торговой фирмы.
- 3) Назовите преимущества и недостатки краткосрочного международного финансирования с помощью коммерческих бумаг по сравнению с банковскими займами и внутрифирменным финансированием.
- 4) Определите отличительные черты краткосрочного финансирования через еврофинансовые рынки с использованием евронот и еврокоммерческих бумаг.
- 5) Компания могла бы получить банковский заем сроком на 1 год в 100 000 дол. под 10% с оплатой в единой сумме в срок погашения.
 - а) Исчислите эффективную процентную ставку для случая, если банк потребует от фирмы поддерживать 20% от суммы кредита в виде компенсационного баланса на срочном депозите в банке под 7% годовых.
 - б) Исчислите эффективную процентную ставку для случая, если бы заем предлагался на дисконтном базисе.

- в) Какую сумму денег фирма должна заимствовать при условии, что для получения требуемой суммы в 100 000 дол. заем предлагается на дисконтном базисе?
- г) Какую сумму денег фирма должна заимствовать, если соблюдается как условие (в), так и условие (а)?
- б) Финансовый директор российской компании пытается решить проблему финансирования импортной покупки на 100 000 дол. У него имеются две альтернативы:
- а) заимствовать на 1 год доллары под 20% или
- б) первоначально получить кредит в рублях под 50%, а затем конвертировать их в необходимую сумму долларов для оплаты покупаемых товаров.
- Предположим, что курс продажи американской валюты в коммерческих банках города составляет 5000 руб. за 1 дол. на начало года. Тогда при каком курсе продажи доллара на конец года фирма могла бы быть индифферентной относительно того, что заимствовать, - доллары или рубли?

Глава 6. Международное долгосрочное финансирование промышленно-торговой фирмы

ЦЕЛИ

- Описать способы международного долгосрочного финансирования фирмы за счет внешних источников и за счет собственных средств (капитала).
- Объяснить, чем различаются внешние источники международного долгосрочного финансирования промышленно-торговой фирмы.
- Описать связи между национальными, иностранными финансово-кредитными рынками и евторынками капитала.
- Охарактеризовать важнейшие характеристики синдицированных евровалютных займов и еврооблигационного финансирования с точки зрения промышленно-торговой фирмы.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Двухвалютные облигации	Международные финансовые
Евробанк	рынки
Евродоллары	Публично эмитируемые
Еврооблигационный рынок	облигации
Иностранные банковские	Регуляторный арбитраж
займы	Финансовое дерегулирование
Иностранные облигационные	Финансовые посредники
займы	Частноразмещаемые
Иностранные эмиссии акций	облигации
Лондонская межбанковская	Эмиссия акций "янки"
ставка предложения	
(Л И БОР)	

Международная фирма финансирует свои потребности в долгосрочных финансовых средствах, используя несколько источников "длинных" денег. Во-первых, это - собственные средства (капитал). Так, по сравнению с типичными банковскими учреждениями, на балансе которых собственный капитал составляет около 10% к общим активам, промышленно-торговые фирмы весьма высоко капитализированы - их собственные средства охватывают около 50% пассивов. Именно поэтому для нефинансовых корпораций капитал (и соответственно нераспределенная прибыль, амортизация основных средств) является существенным источником ресурсов по финансированию инвестиционных вложений.

Кроме того, фирмы используют внешние источники финансовых средств, получая долгосрочные денежные ресурсы в виде банковских кредитов и выручки от размещения капитальных и долговых ценных бумаг на финансовых рынках. Такое финансирование мобилизуется финансовыми менеджерами фирм, как и в случае краткосрочного международного финансирования, на

иностранных фондовых и кредитных банковских рынках, а также на евровалютных (оффшорных) рынках.

В данной главе мы рассмотрим вопросы, посвященные структуре источников международного долгосрочного финансирования фирмы, способы иностранного долгосрочного финансирования, а также международное долгосрочное финансирование компании в форме синдицированных еврокредитов и еврооблигационных займов.

1. СТРУКТУРА ИСТОЧНИКОВ МЕЖДУНАРОДНОГО ДОЛГОСРОЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ФИРМЫ

Долгосрочное международное финансирование поступает промышленно-торговым фирмам из внутрифирменных источников (так называемое самофинансирование), а также из внешних (по отношению к фирме) источников. Охарактеризуем эти два агрегированных источника международного долгосрочного финансирования промышленно-торговой фирмы.

1.1. Внутренние источники финансирования фирмы

Фирма получает долгосрочные фонды из внутренних источников. К последним главным образом относятся нераспределенная прибыль и накопленная амортизация. Такой тип финансирования называется самофинансированием, так как источником денежных ресурсов служат финансовые нетто-поступления, генерированные деловыми операциями самой фирмы, т.е. ее денежные потоки за определенный период за вычетом ее операционных расходов, процентных платежей на заимствованные финансовые ресурсы, налогов, дивидендов и некоторых других денежных оттоков. Иначе говоря, внутренними источниками долгосрочных фондов для фирмы (источником ее самофинансирования) являются накопленные нетто-денежные потоки (*net cash flow*), генерированные ее международными сделками.

Так, величину прибыли мы можем формализовать следующим образом:

$$NP = TR - OC - IPmt - T,$$

где *NP* - нетто-прибыль (за вычетом процентных платежей и налогов); *TR* - общая денежная выручка от операций компании; *OC* - операционные издержки; *IPmt* - процентные платежи, *T* - налоги.

Для того чтобы получить нетто-денежные поступления компании, мы должны из величины посленалоговой прибыли вычесть сумму денежных дивидендов, выплаченных акционерам фирмы, которые являются для нее денежными оттоками, так как уменьшают сумму остатка на банковских текущих счетах. Затем необходимо прибавить сумму амортизационных начислений, которые являются денежными притоками для компании. Итоговая величина составит нетто-денежный поток компании за какой-либо период. Формализуем эти рассуждения следующим образом:

$$NCF = NP - DIV + am,$$

где *NCF* - нетто-денежный поток фирмы; *DIV* - выплаченные дивиденды; *am* - амортизационные отчисления.

Далее нетто-денежный приток фирмы за некоторый период формирует прирост нетто-стоимости (капитала) фирмы. Учитывая, что нормальная цель любой компании (и ее менеджмента) - увеличивать стоимость капитала акционеров (владельцев), можно подчеркнуть "сквозную" (для международных финансов) важность понятия "нетто-денежные поступления", к анализу которого мы будем неоднократно возвращаться в различных контекстах.

1.2. Внешние источники международного финансирования

Внешнее финансирование для нефинансовой компании поступает из двух основных источников:

- а) от инвесторов и
- б) от кредиторов.

Рассмотрим последовательно эти два типа внешних источников международного финансирования промышленно-торговой фирмы.

1.2.1. Инвесторское финансирование

Инвесторы покупают ценные бумаги, публично эмитируемые фирмой и обращающиеся на финансовых рынках. Инвестиционные долгосрочные (или бессрочные) ценные бумаги эмитируются в форме:

- а) долга (преимущественно облигаций) или
- б) капитала (акций).

Долговые ценные бумаги, которые фирма выпускает для аккумуляции долгосрочных финансовых ресурсов, выпускаются в виде облигаций:

- а) обеспеченных определенными активами компании или
- б) не обеспеченных отдельными видами имущества. В первом случае это - так называемое финансирование, базированное на активах. Во втором случае необеспеченные облигации полностью поддерживаются лишь доверием к финансовому состоянию фирмы и гарантируются всем ее имуществом.

Кроме того, облигации подразделяются по уровню субординированности. Так, корпорации могут выпустить субординированные долговые обязательства, т.е. облигации с более низким статусом по сравнению с другими (более приоритетными) долговыми обязательствами эмитента. Подобные ценные бумаги при банкротстве эмитента оплачиваются во вторую очередь, имеют повышенный риск и соответственно более высокую доходность. "Приоритетные" облигации имеют более высокий рейтинговый статус, относясь к бумагам инвестиционного уровня (Investment Grade Securities). Они более надежны и соответственно предлагают меньший доход, чем субординированные долговые обязательства. В то же время субординированные облигации могут и не иметь кредитного рейтинга, т.е. относиться к "мусорным" ценным бумагам.

Инвестиционные ценные бумаги, эмитируемые фирмами для мобилизации долгосрочных международных фондов и обращающиеся на финансовых рынках в форме капитала, представлены различными видами акций. Акции выпускаются обычно в форме:

- а) обыкновенных акций и
- б) привилегированных акций.

Обыкновенные акции бывают, как правило, бессрочными, привилегированные - как бессрочными, так и долгосрочными.

Обыкновенные акции представляют собой требование инвестора на собственный капитал фирмы. Они не только приносят доход владельцу, но предоставляют ему право голоса на собраниях акционеров компании (т.е. элементы участия в контроле за деятельностью компании). Соответственно, собственники несут повышенный риск потери своих капиталовложений, претендуя лишь на остаточную стоимость фирмы после удовлетворения претензий всех остальных ее кредиторов в случае банкротства компании. Следовательно, доходность на обыкновенные акции должна быть (при прочих равных условиях и с поправкой на неосязаемый доход в форме участия в контроле за деятельностью компании) наиболее высокой.

Наконец, если облигации являются долговыми инструментами, обыкновенные акции - капитальными ценными бумагами, то привилегированные акции занимают некоторое промежуточное положение. Так, с одной стороны, они являются капитальными бумагами, предоставляя компании инвесторские средства. Однако, с другой стороны, в отличие от обыкновенных акций, они не дают своим владельцам права голоса и участия в контроле. В то же время, в отличие от обычных долговых бумаг (облигаций), которые, по определению, имеют фиксированную дату (даты) погашения, привилегированные акции часто являются бессрочными, будучи похожими в этом качестве на капитальные ценные бумаги. Соответственно, доходность на них обычно ниже, чем на обыкновенные акции, и выше, чем на облигации.

1.2.2. Кредиторы как источник внешнего финансирования

Другим крупным источником международного долгосрочного финансирования для фирмы наряду с мобилизацией инвесторских средств, является получение от кредиторов денежных ресурсов с длительным сроком использования.

Так, кредиторы предоставляют фирме средства в двух основных формах:

а) в форме банковского кредита (для среднесрочных целей или для более длительных сроков - на возобновляемой основе) или

б) в форме покупки долгосрочных ценных бумаг (в первую очередь, облигаций), не поступающих для торговли на открытый финансовый рынок, а размещаемых в частном порядке среди заранее определенного круга крупных инвесторов.

Такие частноразмещаемые долговые ценные бумаги продаются ограниченному количеству институциональных инвесторов (страховым компаниям, пенсионным фондам, взаимным денежным фондам), а также другим банкам и корпорациям на основе специальных кредитных соглашений и являются необращаемыми. Инвесторы, как правило, являются крупными клиентами инвестиционных банков, обслуживающих такие размещения по заказу компаний-эмитентов. Кредитные соглашения, подписываемые сторонами при подобных эмиссиях, носят весьма сложный характер, определяя права и обязанности сторон, а также специальные условия. Они представляют собой весьма объемные и детальные документы, с очень подробной юридической и финансово-экономической проработкой соответствующих вопросов.

Далее, международное долгосрочное финансирование, мобилизуемое фирмой в форме банковского кредита, имеет, как правило, характер среднесрочных займов, которые предоставляются также и на более длительные сроки (на возобновляемой основе). Подобные займы отличаются обычно очень крупными размерами. Отдельные банки, даже транснациональные, как правило, не берутся в одиночку предоставлять такие крупные суммы либо в силу законодательных ограничений на величину общего кредитования одного заемщика, либо в силу повышенного кредитного риска при таком типе финансирования. Поэтому международные долгосрочные займы обычно принимают форму синдицированных банковских кредитов, предоставляемых единичному крупному корпоративному заемщику (или правительствам) группой (синдикатом) коммерческих и инвестиционных банков. В целом при синдицированном кредитовании применяется схема традиционного инвестиционно-банковского андеррайтинга частноразмещаемых ценных бумаг.

Обычно синдицированные займы финансируются при помощи евровалютных денежных ресурсов. Это же во многом относится и к частноразмещаемым облигациям. Однако долгосрочные международные фонды, как кредитные, так и инвесторские, могут быть мобилизованы не только на евровалютных (оффшорных), но и на иностранных (оншорных) кредитно-финансовых рынках. Теперь последовательно рассмотрим особенности долгосрочного международного финансирования фирмы под углом зрения характера рынков, на которых аккумулируются денежные средства, - будет ли это иностранным или евровалютным фундированием.

Структура долгосрочного финансирования весьма различна для фирм из разных стран. Так, в структуре долгосрочных фондов компаний из одних стран устойчиво преобладают внутренние источники финансирования, тогда как из других - внешние. В свою очередь, среди внешних источников финансирования могут преобладающую долю иметь фонды кредиторов, а могут - фонды инвесторов.

Так, опора на самофинансирование традиционно была характерна для крупных американских и в последнее время - японских компаний, причем в структуре их внешних долгосрочных фондов преобладали инвесторские средства, которые мобилизовывались посредством эмиссии ценных бумаг (как публичных, так и частных размещений) на фондовом рынке. Банковские фонды играли ведущую роль как источник долгосрочного финансирования для крупных компаний континентальной Западной Европы (например, Германии и Франции). Последнее было связано с историческими тесными связями промышленности с банками, а также с тем, что законодательство названных стран (в отличие от американского) не препятствовало этому, и кроме того, со значительно меньшим развитием фондового рынка в упомянутых странах по сравнению с англосаксонскими странами и Японией.

Кроме страновых различий, структура долгосрочного финансирования несет отпечаток фазы жизненного цикла компании, на которой она находится в рассматриваемый момент. Так, рас-

тущая компания при прочих равных условиях вынуждена в значительной степени опираться на банковское заимствование, по крайней мере до тех пор, пока она не станет способной к самофинансированию. Наоборот, зрелая корпорация имеет достаточные источники самофинансирования, а также сложившуюся кредитную репутацию для того, чтобы быть профинансированной на финансовых рынках.

2. МЕЖДУНАРОДНОЕ ДОЛГОСРОЧНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИНОСТРАННЫХ ИСТОЧНИКОВ КАПИТАЛА

Международное финансирование компании подразделяется на иностранное и евровалютное. Так, если фирма получает финансирование на зарубежном рынке от резидентов данной страны, а фонды деноминированы в местной валюте, то такое финансирование является иностранным. Например, если немецкая фирма (точнее, фирма, зарегистрированная в Германии) получает фонды в фунтах стерлингов в Лондоне от резидента Великобритании. Полученные фонды и доходы по ним подпадают под юрисдикцию соответствующей зарубежной страны, в том числе под возможные ограничения.

Если же фирма получает денежные ресурсы на зарубежном рынке от нерезидента соответствующей страны и в валюте третьей страны, то такое финансирование называют евровалютным. Например, если фирма-резидент Германии получает фонды в долларах в Лондоне от нерезидента Великобритании (или, возможно, резидента), то такое финансирование будет евровалютным. И соответственно, как сама операция, так и доходы по ней будут во многом выведены из-под контроля финансовых властей практически всех участвующих стран, что скажется как на стоимости такого финансирования (уменьшая ее), так и на риске для кредитора (увеличивая премию за риск, которая включается в стоимость заимствования).

На иностранных рынках капитала фирма может получить долгосрочное финансирование, эмитируя облигации и акции (которые обращаются в зарубежных странах как бумаги нерезидентов, деноминированные в местной валюте). Кроме того, она может получить банковские кредиты.

Во многих странах доступ иностранцев к местному рынку капитала лимитирован. Формами ограничения доступа нерезидентов к местным рынкам капитала, в частности, являются существующие или прогнозируемые правительственные рестрикции относительно сроков и сумм денег, которые могут получить иностранцы, а также направлений их использования. Подобные ограничения означают дополнительные издержки финансирования. Они также могут включать особые налоги, которые должны быть начислены на фонды, которые могут быть получены. Тем не менее финансовые рынки многих стран достаточно широко открыты, чтобы позволить иностранцам заимствовать или инвестировать на них.

Капитал, который может быть получен на иностранных рынках, часто ограничен лишь локальным использованием посредством введения валютного контроля. Однако крупные международные фирмы потенциально способны переводить фонды даже при наличии валютного контроля, а следовательно, обходить ограничения посредством использования различных внутрифирменных финансовых каналов.

Именно поэтому фирмы постоянно отслеживают регулятивные, налоговые и рыночные условия получения фондов в зарубежных странах. Иностранные банковские кредиты предоставляются в национальной валюте нерезидентам для использования за границей.

2.1. Международное финансирование с использованием иностранных облигаций

Иностранное облигационное финансирование - достаточно важный источник фондов для международных компаний, особенно на рынках тех стран, в которых компании имеют свои подразделения, или в странах с благоприятным законодательным и регулятивным климатом для такого способа получения фондов. Компания размещает эмиссию своих облигаций на зарубежном местном рынке капитала (относительно более дешевом), причем выражает ее в местной валюте. В дальнейшем, безусловно, полученные фонды могут быть конвертированы в необходимую фирме валюту и использованы на тех территориях, где это целесообразно в соответствии с установками внутрифирменной политики. Как таковые, однако, иностранные облигации подлежат локальным законам страны, где они эмитированы. В то же время иностранные эмиссии сталкиваются также с

дополнительными, по сравнению с эмиссиями местных резидентов, рестрикциями. Например, иностранные облигации, размещаемые в Швейцарии, Германии и Нидерландах, подлежат системе очередности, при которой они должны ожидать своего времени.

По величине эмиссий США и Швейцария имели традиционно наибольшие рынки иностранных облигаций. Так, в конце 80-х - начале 90-х гг. на долю Швейцарии приходилось около половины общемировой капитализации иностранных облигационных долгов. Доля США составляла около четверти. Однако относительная швейцарская капитализация понизилась с уровня приблизительно в 60% до 40%, а потом и до 30% от мировой капитализации иностранного облигационного финансирования, тогда как доля США повысилась с 20% до более 30%. Крупные объемы иностранного облигационного финансирования мобилизуются также в Японии (14% в среднем за рассматриваемый период, с разбросом от 10 до 19% по отдельным годам) и в Люксембурге (соответственно 7% и от 3 до 11% от мировой капитализации).

2.2. Международное финансирование с помощью иностранных акций

Международное финансирование при помощи размещения акций на иностранных рынках достаточно привлекательно для корпоративных финансовых менеджеров. Одна цель такого финансирования - это диверсификация источников фондирования. Так, получение фондов от международной диверсифицированной базы акционеров нейтрализует негативное влияние на компанию неожиданных резких колебаний отдельных национальных рынков. Кроме того, некоторые эмиссии акций являются слишком крупными, чтобы их могли купить лишь инвесторы на национальном фондовом рынке. Например, для крупных компаний, расположенных в малых странах или в странах со слабой экономикой, продажи акций за рубежом на развитых рынках могут быть жизненно необходимыми.

Продажа акций за рубежом также раздвигает границы потенциального спроса на акции компании, привлекая новых акционеров, а следовательно, может повысить их цену. Кроме того, для фирмы, которая планирует экспорт на иностранные рынки и развитие зарубежного производства, международное предложение акций делает известным ее имя в иностранных государствах, способствуя тем самым продвижению на их территории ее продукции. При этом, как обычно, выгоды от расширения круга собственников компании должны быть взвешены против дополнительных издержек привлечения большего количества инвесторов в качестве акционеров.

В целом эмиссии акций, продаваемые на заграничных фондовых биржах, кроме предоставления фондов, улучшают кредитную репутацию фирм-эмитентов (в том числе на отечественном рынке), а также косвенно выступают средством их рекламы за рубежом.

Для того чтобы воспользоваться этими выгодами, все больше компаний осуществляют эмиссию своих акций за рубежом или продают на иностранных рынках некоторые доли своих эмиссий. Например, крупнейшим новым выпуском из всех новых эмиссий обыкновенных акций в США в 1991 г. была эмиссия в 1,2 млрд. дол. мексиканской компании "Telephones de Mexico", являвшаяся частью глобального размещения акций этой компании (2,2 млрд. дол.). В целом иностранные акции, продаваемые на местных рынках резидентам, имеют специальные наименования во многих ведущих странах (например, акции "янки" - в США, "самурай" - в Японии, "бульдог" - в Великобритании). В упомянутом 1991 г. эмиссии акций "янки" насчитывали более 5,8 млрд. дол.

Важным новым способом для иностранных эмитентов акций получить доступ к наиболее крупному в мире фондовому рынку - американскому - стало принятие в 1990 г. Комиссией по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission - SEC) Правила 144а, которое позволило квалифицированным институциональным инвесторам (т.е. имеющим соответствующий чартер - лицензию) осуществлять незарегистрированные частные размещения иностранных ценных бумаг, сделав их субститутom публичных эмиссий ценных бумаг. Это сделало рынок частных размещений значительно более привлекательным для иностранных компаний, которые часто избегали выпусков ценных бумаг на американском рынке из-за жестких требований SEC по отчетности и предоставлению данных.

Желание построить глобальную базу акционеров также подтолкнуло многие американские компании (которые до недавнего времени эмитировали акции почти исключительно в США) продавать часть своих эмиссий за рубежом.

Ведущие фондовые биржи мира разрешают продажи иностранных акций, если последние удовлетворяют всем требованиям их листинга. Например, в листинг немецких фондовых бирж входят более 200 иностранных акций, британских - более 500 иностранных акций. Все большее количество компаний также стремится получить листинг на Токийской фондовой бирже.

2.3. Международное финансирование компаний в форме иностранных банковских кредитов

Иностранные банковские кредиты предоставляются нерезидентам страны-кредитора в местной валюте для использования за границей. Как и в случае эмиссии иностранных облигаций и акций, правительства стран, в которых расположены банки-кредиторы, часто ограничивают величину банковских фондов, предназначенных для иностранного использования.

Данный вид кредитования был весьма распространен до середины XX в., когда лондонские банки были преимущественными кредиторами мировой торговли, финансируя компании из других стран в фунтах стерлингов. Впоследствии (конец 50-х - начало 60-х гг.) на эти позиции ненадолго выдвинулись нью-йоркские банки, предоставляя долларовое финансирование для тех же целей. В современных условиях иностранное банковское кредитование как источник долгосрочного финансирования используется сравнительно нечасто и в незначительных объемах в силу его сравнительной дороговизны и ограниченности относительно других форм международного финансирования.

При этом иностранные банки остаются важными источниками валютного фундирования для надежных компаний из стран, имеющих хороший страновой кредитный рейтинг.

3. МЕЖДУНАРОДНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КОМПАНИЙ В ФОРМЕ ЕВРОКРЕДИТОВ И ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Кроме международного финансирования в форме иностранных банковских кредитов и размещения иностранных ценных бумаг, источниками инвалютных фондов для фирмы (количественно более значимыми) являются:

- а) еврокредитные и
- б) еврооблигационные заимствования.

Здесь мы обсудим еврокредитное и еврооблигационное финансирование с точки зрения промышленно-торговой фирмы, участвующей в международных валютно-финансовых и кредитных отношениях.

3.1. Международное финансирование с использованием евровалютных кредитов

Как было отмечено в главе 5 (§ 4), крупные банки (называемые евробанками) принимают депозиты от нерезидентов и предоставляют кредиты нерезидентам (или в некоторых случаях - резидентам) в иностранных валютах для использования в международных операциях. Правительственное регулирование в различных странах, а также отечественные и иностранные налоги, относимые к операциям по иностранному финансированию, делают для фирм выгодным использовать евровалютное заимствование. Рассмотрим теперь некоторые характеристики евровалютного кредитования.

Одной из наиболее важных характеристик евровалютного финансирования является то, что займы предоставляются на базе плавающих процентных ставок. Такие процентные ставки по еврокредитам правительствам, корпорациям, непервоклассным банкам устанавливаются по формуле "ЛИБОР плюс", т.е. как фиксированная маржа (margin) или спред (spread) сверх плавающей базовой ставки ЛИБОР (Лондонской межбанковской ставки предложения - London interbank offered rate LIBOR) для данной валюты. В конце каждого периода перерасчета стоимости займа (т.е. в момент предоставления очередной транши кредита) процентная ставка для следующего периода рассчитывается как ранее установленная маржа сверх новой ставки ЛИБОР. Например, если мар-

жа установлена в 0,75%, а текущая ставка ЛИБОР для 3-месячных фондов - 13%, то на заемщика начисляется 13,75% стоимости кредита на следующий период в 3 месяца.

Маржа, или спред, между стоимостью фондов для банка и процентами, начисляемыми на заемщика, значительно варьируется (от 0,5% до более чем 3,0%) в зависимости от кредитоспособности заемщика и состояния рынка, т.е. в зависимости от рисковости данного кредита. В целом процентные ставки по евровалютным кредитам отражают, как правило, колеблющуюся стоимость фондов на евровалютном межбанковском рынке, банковские операционные издержки, нормальную прибыль на капитал банка и премию за риск.

Срочность займа варьируется от 3 до 10 лет. Средние сроки со временем удлиняются (ранее они составляли около 5 лет для первоклассных заемщиков, а теперь - 7-8 лет). При организации займа группа банков-участников формирует синдикат. Банк, которому заемщик выдал мандат на организацию займа, будет лидменеджером синдиката. Один или два других банка могут быть приглашены для функций коменеджмента. На заемщика начисляются единовременные общие комиссионные в 0,25-1% к величине займа. Часть комиссионных будет удерживаться менеджерами, а остальная сумма поделится между всеми банками-участниками (в том числе и менеджерами) пропорционально размеру фондов, предоставляемых каждым.

Период выборки суммы займа и период его возврата варьируются в соответствии с потребностями заемщика. Обязательственные комиссионные в размере около 0,5% годовых уплачиваются на неиспользованный остаток кредита; разрешаются возвраты долга досрочно по отношению к оговоренному расписанию, которые подлежат штрафным начислениям.

Существует тесная взаимосвязь между ставками процента на национальных и евро валютных денежных рынках. Так, процентные ставки на американском и евродолларовом рынках, например, различаются лишь в той степени, в которой существуют дополнительные издержки, правительственный контроль или финансовые риски, связанные с движением долларов между США и Западной Европой (скажем, между Нью-Йорк-сити и Лондоном). В ином случае арбитражеры заимствуют на низкоиздержковом рынке и инвестируют на высокодоходный рынок, нивелируя необоснованный процентный дифференциал между ними.

Далее, поскольку издержки движения фондов (операционные издержки) незначительны, существенные различия между отечественными и евро валютными процентными ставками объясняются в основном валютным контролем (или возможностью его введения) и разнообразными рисками (в том числе страновым риском).

Процентные ставки по еврокредитам обычно ниже ставок по иностранным (отечественным) банковским кредитам. Это обусловлено следующими причинами:

- а) отсутствием резервных требований на евродепозиты (что увеличивает сумму приносящих доход активов банка, поскольку большая доля депозитов предоставляется в кредит);
- б) отсутствием платежей комиссионных по страхованию депозитов;
- в) отсутствием необходимости для евробанков кредитовать определенных заемщиков по ставкам ниже рыночных (что увеличивает доходы банков);
- г) тем, что большинство заемщиков на еврорынке хорошо известны (что снижает издержки сбора информации и кредитного анализа для банков);
- д) евро валютные займы предоставляются в крупных суммах, что позволяет (в силу эффекта экономии на масштабах) устанавливать низкие маржи, снижает операционные издержки (что происходит также в силу того, что кредиты стандартизированы и осуществляются посредством телефона или телекса);

е) еврокредиты предоставляются филиалами евробанков, расположенными в "налоговых гаванях", что обеспечивает высокие посленалоговые доходы этим банкам.

Однако даже с учетом такой сравнительной дешевизны еврокредитов в конце 80-х - начале 90-х гг. большое количество международных заемщиков с высоким кредитным рейтингом (таких, как центральные правительства Дании, Швеции, а также некоторые крупные международные корпорации и банки) смогли мобилизовать финансирование на еврорынках по процентной ставке, которая была ощутимо ниже ставки ЛИБОР.

Более того, уменьшение интереса международных инвесторов к вложениям в банковские евродепозитные сертификаты способствовало тому, что инвестиционные банки трансформировали обычное банковское синдицированное кредитование в финансирование фирм посредством эмиссий еврооблигаций в форме нот с плавающей ставкой (floating rate notes - FRN). Такое пред-

почтение инвесторов иметь дело скорее с кредитным риском высокорейтингового конечного заемщика (в случае с FRN), чем с кредитным риском банка-эмитента евродепозитных сертификатов, привело к быстрому росту еврооблигационного рынка, в частности, его сегмента, на котором обращаются бумаги с плавающими ставками.

3.2. Международное финансирование фирмы с использованием еврооблигационных займов

Международное финансирование с помощью эмиссии еврооблигаций похоже на финансирование посредством публичного размещения отечественного облигационного долга и на процесс евровалютного синдицированного кредитования (в последнем были применены схемы инвестиционных банков, использовавшиеся ими при размещении облигационных корпоративных займов). Однако в отличие от отечественного облигационного финансирования, еврооблигационные займы почти полностью свободны от регулирования со стороны официальных властей. Вместо этого рынок еврооблигаций (все чаще именуемых в российской финансовой прессе евробондами) саморегулируется, т.е. управляется специально созданной главными участниками рынка Ассоциацией международных облигационных дилеров (Association of International Bond Dealers - AIBD), переименованной в 90-е гг. в Ассоциацию рынков международных ценных бумаг (International Securities Markets Association - ISMA).

Еврооблигации продаются вне тех стран, в валютах которых они деноминированы. До недавнего времени объем еврооблигационного финансирования был существенно меньше, чем величина еврокредитов. Однако еврооблигационное финансирование значительно увеличилось в течение 80-90-х гг., а его размер стал сопоставимым с размером евровалютного рынка. При этом общая величина еврооблигационного заимствования имела свои максимумы и минимумы, шедшие во многом в противофазе максимумам и минимумам суммарного объема финансирования в форме еврокредитов.

Для хеджирования различных валютно-финансовых рисков, связанных с финансированием посредством еврооблигационных займов, активно используется техника "своп" (от англ. swap - обмен), т.е. финансовая операция, в которой два контрагента договариваются обменяться потоками платежей на некоторое время. По ряду оценок, 70% эмиссий еврооблигаций осуществляется со своп-поддержкой. Валютные свопы позволяют заемщикам получить заем в одной валюте и обменять ее на другую валюту, необходимую для операций, с гарантированной обратной конверсией по предварительно установленному обменному курсу (например, по тому, который существовал на дату заимствования). Кроме того, процентные свопы позволяют обменять одну процентную ставку на другую (например, фиксированную на плавающую). Валютно-процентные свопы комбинируют эти две схемы. Использование подобных свопов позволило заемщикам осуществлять арбитраж, используя свой относительный доступ к различным валютным рынкам. Так, заемщик, на бумаги которого существует спрос в некоторой валюте, может сэкономить на издержках посредством получения займа в этой валюте и одновременного обмена фондов в некоторую другую валюту.

Активность инвесторов, осуществляющих арбитраж между отечественными и оффшорными облигационными рынками, нивелировала большую часть диспаритета, который обычно существовал между стоимостью финансирования с использованием еврооблигаций и отечественных облигаций. Однако, несмотря на устанавливающуюся более тесную связь рынков этих двух инструментов финансирования, эмитент еврооблигаций продолжает иметь возможность в любой момент воспользоваться преимуществом так называемого "еврооблигационного окна" (по аналогии с "дисконтным окном", которое имеется в распоряжении коммерческого банка, для получения финансирования от центрального банка). Так, к финансированию через еврооблигации прибегают в том случае, если издержки отечественного финансирования, связанные с отечественным регулированием, налоговым законодательством, а также ожидания международных инвесторов представляют заемщику (корпоративному или правительственному) возможность снизить общую, скорректированную на риск, стоимость финансирования (включая стоимость использования валютных и процентных свопов) по сравнению со стоимостью финансирования на отечественных рынках.

Кроме того, эмитент еврооблигаций диверсифицирует свои источники фондирования, используя различные международные рынки капитала (в Западной Европе, Северной Америке, на Дальнем Востоке), снижая тем самым свои валютно-финансовые риски.

Эмиссии еврооблигаций размещаются группой (синдикатом) андеррайтеров, часто из 100 и более банков и инвестиционных компаний. Минимальный объем эмиссии - около 25 млн. дол. Увеличивающийся объем еврооблигаций выпускается не в виде публичной эмиссии, а в форме частного размещения. Это выгодно для заемщика и банков-андеррайтеров из-за простоты, скорости и секретности, с которыми такое размещение может быть устроено.

Около трех четвертей всех еврооблигаций имеют долларовую деноминацию, хотя эта доля колеблется - в основном из-за изменений курса доллара. Так, в конце 70-х гг., когда стоимость доллара резко уменьшалась, другие валюты (в первую очередь, немецкая марка) увеличили свою долю как валюты деноминации еврооблигационных займов. Наоборот, резкое увеличение доли долларо-деноминированных еврооблигационных эмиссий в первой половине 80-х гг. было связано с увеличивающейся стоимостью доллара. Последующее уменьшение стоимости доллара вновь привело к увеличению недолларовых эмиссий, в частности, в японских иенах и немецких марках. В качестве альтернативы эмиссиям еврооблигаций в долларах, марках и других национальных валютах, некоторые заемщики эмитируют облигации, стоимость которых определяется как взвешенная средняя, или как корзина нескольких валют. Наиболее успешными из таких валютных "коктейлей" являются эмиссии еврооблигаций, выраженных в ЭКЮ. Так, в течение 10 лет (с 1983 по 1992 г.) корпорации и правительственные агентства продали ЭКЮ-облигаций приблизительно на эквивалент в 120 млрд. дол.

Далее, если еврооблигации эмитируются с более чем 7-летним сроком погашения, то обычно для обеспечения их эмиссии создаются фонды погашения или фонды выкупа. Цель этих фондов - поддерживать рыночную цену облигаций на достаточно высоком уровне, а также снижать риск держателей этих ценных бумаг посредством постепенной выплаты долга фирмой-эмитентом (как процентных платежей, так и основного долга), а не в какой-то один момент. Так, формирование фонда погашения предполагает, что заемщик будет оплачивать (выкупать) фиксированное количество облигаций ежегодно после истечения определенного периода (например, начиная с 5-го года после момента эмиссии). Фонд выкупа, с другой стороны, часто начинает формироваться с 1-го года. Однако облигации выкупаются досрочно лишь в том случае, если их рыночная цена упадет ниже эмиссионной. Необходимость формирования подобных фондов в прошлые десятилетия была вызвана недостаточно емким вторичным рынком еврооблигаций. Однако увеличение объема рынка и развитие техники еврооблигационного финансирования в последние годы сделали этот рынок более ликвидным.

Кроме того, большинство еврооблигационных эмиссий имеет колл-оговорку (call provisions), которая дает заемщику право оплатить (погасить) облигации досрочно, если рыночная процентная ставка существенно понизится (т.е. на предварительно установленное количество процентных пунктов). Еврооблигации с колл-оговоркой (как и отечественные облигации) требуют колл-премии и более высоких процентных ставок по сравнению с облигациями без такой оговорки.

Еврооблигационное финансирование, в отличие от других важных способов мобилизации капитала, остается по большей части нерегулируемым властями, а доходы инвесторов, связанные с ним, не облагаются налогом. Таким образом, крупные корпоративные и правительственные заемщики могут мобилизовать деньги с помощью эмиссии евробондов более быстро и более гибко, чем они могут это сделать на отечественном рынке. В то же время, поскольку проценты, получаемые инвесторами, как правило, свободны от налогов, эмитенты часто были способны заимствовать доллары по процентной ставке, более низкой, чем та, по которой заимствовало Казначейство (Министерство финансов) США (например, выпуская казначейские облигации), хотя ставки по долговым бумагам правительства являются самыми низкими (базовыми) для рынка обращаемых бумаг определенной срочности.

Еврооблигационное финансирование, так же как и еврокредитное, существует потому, что оно делает способным заемщиков и кредиторов избегать разнообразных мер по регулированию и контролю со стороны денежных властей, а также предоставляет им возможность избегать платежа некоторых налогов. Правительства регулируют отечественные финансовые рынки, но позволяют, как правило, относительно свободное движение капитала между странами. В силу этого часто

весьма выгодны различные международные (в первую очередь, оффшорные) способы финансирования. В периоды, когда налоги увеличиваются, а регулирование ужесточается, увеличивая регуляторные издержки финансирования, увеличивается значение международных способов финансирования.

В то же время гармонизация налогообложения, финансовое дерегулирование и отмена контроля над движением капитала в развитых и ряде развивающихся стран означает, что у эмитентов становится меньше стимулов заимствовать деньги оффшорно (на еврофинансовых рынках), и поэтому для получения капитала они обращаются к своим отечественным рынкам. Если эти тенденции сохраняются, то значение еврооблигационного финансирования будет снижаться. Но оно, тем не менее, будет продолжать сохранять свою базовую роль в качестве наиболее быстрого посредника для международных потоков капитала между отечественными финансовыми рынками различных стран. Кроме того, потенциальная возможность обратиться к еврооблигационному или еврокредитному финансированию (в случае если денежные власти ужесточают условия финансирования на внутреннем и (или) на иностранных рынках) является важным фактором противовеса неосновательным рестриктивным действиям правительств в финансовой сфере.

РЕЗЮМЕ

Итак, мы охарактеризовали основные способы, при помощи которых промышленно-торговая фирма может получить международное долгосрочное финансирование, в том числе финансирование инвесторское и финансирование от кредиторов. Также мы коснулись вопроса о структуре источников финансирования фирм различного типа - с точки зрения их зрелости и страновой принадлежности.

При этом иностранные источники долгосрочного финансирования предоставляют фирме более дорогие фонды, чем источники евровалютного финансирования, хотя в последнее десятилетие разница в стоимости этих источников фондов постепенно начала выравниваться, главным образом в силу финансовой дерегуляции и гармонизации налогообложения, которые происходят в ведущих развитых странах с начала 80-х гг. В то же время различные типы еврофинансирования (в первую очередь, синдицированные еврокредиты и еврооблигационные займы) весьма варьируются в разные периоды по своей сравнительной привлекательности и стоимости для заемщиков.

При определении сравнительной стоимости различных альтернатив долгосрочного международного финансирования используются принципы определения эффективной процентной ставки, применяются международный эффект Фишера, гипотеза о форвардном курсе как несмещенном прогнозе спот-курса и теория паритета процентных ставок, как это делается и при оценивании альтернатив краткосрочного международного финансирования. Наряду с этим используется также принцип нетто-приведенной стоимости (или принцип дисконтированных денежных потоков) для приведения разновременных валютных поступлений и платежей фирмы, связанных с соответствующей финансовой операцией, к единому моменту времени (см. гл. 8).

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) В чем состоит различие между структурой капитала (т.е. соотношениями между различными источниками долгосрочных фондов) для новой, растущей компании и для зрелой корпорации?
- 2) Какое влияние правительственное регулирование оказало на различия в структуре капитала американских и европейских корпораций?
- 3) В чем состоит различие между евровалютным займом, еврооблигациями и иностранными облигациями? Почему еврооблигации традиционно приносят меньший доход, чем сравнимые отечественные эмиссии?
- 4) Какими причинами можно объяснить то обстоятельство, что корпорации, банки, федеральные правительства и муниципальные власти могут предпочесть эмитировать долговые обязательства или получить кредит в иностранной валюте?
- 5) Какие проблемы могут возникать при финансировании совместных предприятий?
- 6) Предположим, что текущая процентная ставка по 90-дневным межбанковским евродолларам составляет 12% (на годовом базисе). Тогда если процентная ставка через 3 месяца

для следующего ролл-оверного периода будет равна 12,5%, то как будет оценена очередная линия евровалютного займа по формуле "ЛИБОР плюс 1%"?

- 7) Компания из Санкт-Петербурга решает, заимствовать ли ей доллары под 20% или рубли под 60% из филиала московского коммерческого банка для финансирования инвестиционного проекта. Какие рекомендации вы могли бы ей дать? Какая информация потребовалась бы вам для этого?
- 8) Немецкая фирма традиционно финансирует операции своей российской дочерней компании извне этой страны, так как в России слишком дорого заимствовать местную валюту. Предположим, что процентные ставки по банковским займам здесь варьируются от 50 до 100% годовых. Однако компания намерена перейти к финансированию в рублях, ожидая устойчивое снижение его курса относительно марки. Оцените такую стратегию финансирования, ее преимущества и недостатки.

РАЗДЕЛ IV. МЕЖДУНАРОДНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ ВАЛЮТНЫХ СРЕДСТВ ФИРМЫ

Источники международных фондов, рассмотренные в предыдущей главе, представляют собой текущие (краткосрочные) и долгосрочные обязательства компании, а также ее капитальные фонды (при мобилизации финансовых ресурсов через обыкновенные акции и самофинансирование). Рассмотрим теперь основные направления использования международных денежных и финансовых средств фирмы, т.е. ее международные валютно-финансовые активы.

Первоначально рассмотрим способы использования оборотных валютных ресурсов международной промышленно-торговой фирмы, в том числе:

а) международные краткосрочные денежные потоки (поступления и платежи) между фирмой и внешней для нее финансово-экономической средой (другими фирмами, банками, небанковскими финансовыми институтами, налоговыми и другими финансовыми властями), а также

б) внутрифирменные потоки текущих валютных средств. Затем рассмотрим основные направления международной инвестиционной активности компании, в том числе:

а) размещение ею валютных портфельных инвестиций (в доходные ценные бумаги финансового рынка - акции, облигации), а также

б) валютно-финансовые аспекты зарубежных инвестиционных проектов фирмы.

Глава 7. Международные текущие валютные активы фирмы

ЦЕЛИ

- Охарактеризовать технику, применяемую фирмами для более эффективного использования текущих валютных средств.
- Описать инструменты денежного рынка, используемые фирмами для управления инвестиционным портфелем рыночных ценных бумаг.
- Перечислить обстоятельства, при которых для фирмы выгодно либерализовать условия торгового кредита по иностранным продажам.
- Идентифицировать механизмы трансфера, которые фирма использует для передвижения денег и прибыли между своими различными подразделениями.
- Описать издержки и выгоды, связанные с каждым из механизмов внутрифирменного трансфера, а также ограничения на его использование.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Внутрифирменные потоки фондов

Внутрифирменные процентные ставки

Дата валютирования

Двусторонний и многосто-

Международный оборотный капитал

Текущие валютные активы

Трансферные цены

Условия международного торгового кредита

ронний неттинг
Дивиденды
Комиссионные и ройялти
Лидз-энд-лэгз
Международный денежный
менеджмент

Финансовая система между-
народной фирмы
Цены "на расстоянии вытя-
нутой руки"
Электронные ("телеграфные")
переводы

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ ТЕКУЩИХ ВАЛЮТНЫХ АКТИВОВ ФИРМЫ

Международные текущие валютные активы промышленно-торговой фирмы состоят из валютных денежных средств, краткосрочных рыночных ценных бумаг денежного рынка, счетов к получению, запасов и некоторых других финансовых позиций. К последним могут быть отнесены, например, валютные средства, используемые для предоплаты, которые весьма значимы для российских внешнеторговых фирм.

Валютные денежные средства фирмы представляют собой, в первую очередь, остатки на валютных счетах компании в различных банках. К категории международных рыночных краткосрочных бумаг относятся инвестиции фирмы в различные валютные инструменты денежного рынка, а также хранение ее валютных средств на срочных (и бессрочных) депозитах в банках. Счета к получению представляют собой суммы торговых кредитов, предоставленных при осуществлении экспортных поставок. Наконец, запасы включают реальные текущие активы (сырье, материалы и готовая продукция).

Фирма использует текущие (оборотные) валютные ресурсы для осуществления ожидаемых платежей, обеспечения необходимой ликвидности, получения доходности, стимулирования продаж и поддержания процесса производства. Средства, размещенные в эти текущие международные валютные активы, генерируют валютные потоки между фирмой и внешней (для нее) финансово-экономической средой.

При этом промышленно-торговая фирма стремится сформировать такую структуру международных текущих валютных активов, которая максимизировала бы ее нетто-стоимость. Кроме того, учитываются колебания валютных курсов, существование или угроза введения определенных мер валютного контроля, различные налоги и юрисдикции, а также больший (по сравнению с внутренним рынком) выбор инструментов для международных краткосрочных финансовых и инвестиционных операций.

Следует отметить, что если обыкновенные акции фирмы свободно обращаются на фондовых биржах, то колебания их стоимости будут адекватно отражать рыночные оценки изменений стоимости капитала фирмы. Если фирма не торгует своими акциями на открытом финансовом рынке, то ее рыночная нетто-стоимость отражается в разнице между рыночными стоимостями ее совокупных активов и совокупных обязательств. В любом случае максимизация стоимости (капитала) фирмы является, как мы уже отмечали, рациональной целью для корпоративных менеджеров, действующих в интересах владельцев фирмы.

При размещении международных краткосрочных средств фирмы традиционно стремятся к трем субцелям:

- а) для осуществления платежей как можно быстрее и дешевле получить оборотные валютный ресурсы;
- б) для поддержания ликвидности компании обеспечить достаточное и необременительное резервирование таких ресурсов;
- в) для целей доходности эффективно использовать такие ресурсы.

Достижение первой субцели требует точных и своевременных валютно-финансовых прогнозов и отчетности подразделений фирмы, контроля над валютными поступлениями и платежами, снижения издержек движения фондов между подразделениями компании. Вторая субцель достигается посредством минимизации требуемого уровня текущих валютных остатков фирмы на операционных счетах в банках, предоставления валютных средств подразделениям там и тогда, где и когда они наиболее необходимы. Третья субцель достигается посредством увеличения скор-

ректированного на риск дохода на временно свободные краткосрочные фонды, которые инвестируются в инструменты международного денежного рынка.

При этом к факторам, усложняющим использование международных денежных средств фирмы, относятся правительственные ограничения на движение фондов между странами, множественность налоговых юрисдикции и валют, отсутствие хороших платежных систем в слаборазвитых странах. Однако фирмы часто способны получать более высокие доходы за рубежом на краткосрочные инвестиции, а также оставлять в своем распоряжении большую прибыль после налогов, используя преимущества различных налоговых законов и соглашений.

Для компании важны также внутрифирменные международные валютные трансферы. Последние возникают в связи с тем, что обмен товарами и услугами между подразделениями компании сопровождается противоположными движениями денежных средств. Кроме того, между подразделениями фирмы осуществляются валютные переводы, прямо не связанные с движением капитала (выплата дивидендов, предоставление займов, капиталовложения). В итоге формируются разнообразные каналы и способы трансфера валютно-финансовых средств внутри компании, образуя международную финансовую систему фирмы. Ее использование является важным источником эффективности деятельности торгово-промышленной компании в контексте международных валютно-финансовых и кредитных отношений.

Рассмотрим эти агрегированные компоненты международных текущих активов фирмы, в том числе первоначально охарактеризуем направления использования краткосрочных валютных средств фирмы, затем коснемся вопроса о краткосрочном валютном инвестиционном портфеле фирмы и наконец остановимся на характеристике внутрифирменных механизмов трансфера валютных фондов.

2. КРАТКОСРОЧНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ СРЕДСТВА ФИРМЫ

Для повышения эффективности размещения текущих валютных средств фирмы стремятся ускорить получение и замедлить платежи валюты, используют систему внутрифирменного неттинга (взаимозачета) платежей, централизуют управление этими средствами.

2.1. Поступления и платежи валютных средств фирмы

Ускорение получения валютных средств является ключевым элементом повышения эффективности размещения международных денежных средств. Так, поступления инвалюты (например, за проданные и отгруженные товары) часто задерживаются. В то же время валютные средства "в пути" дорогостоящи и чувствительны к валютному и процентному риску. В связи с этим минимизация времени поступления валюты уменьшает инвестиции в счета к получению, банковские комиссионные, другие операционные издержки, альтернативную стоимость денег, находящихся в транзите, а также издержки по хеджированию рисков, связанных с наличием таких активов. Это увеличивает портфель активов, приносящих доход, или снижает величину заимствований для осуществления платежей, принося более высокие инвестиционные доходы или сберегая процентные расходы.

Для того чтобы ускорить получение фондов в инвалюте, фирмы специально инструктируют контрагентов об осуществлении платежей в формах, наиболее эффективных для них (по времени, надежности и стоимости). Решающим средством при этом является использование электронных трансферов. Подразделения фирмы также переводят фонды внутри компании посредством телекса.

Однако межбанковские электронные трансферы могут также вести к задержкам и кредитованию неправильного счета. Использование системы СВИФТ, имеющей стандартизированный формат международных посланий и задействующей компьютерную сеть для передачи авизо о трансфере фондов, значительно ускоряет валютные переводы и повышает их надежность. Для использования этой системы корпоративный клиент направляет соответствующие распоряжения банку - члену СВИФТ.

Крупные банки обеспечивают быстрые трансферы фондов между своими филиалами в различных странах, предоставляя клиентам валютирование тем же днем, т.е. кредитую фонды на счет

фирмы в тот же рабочий день. Быстрые трансферы также выполняются через корреспондентскую сеть банка, хотя при этом сложно устроить валютирование фондов тем же днем.

Важнейшим элементом управления текущими валютными активами высокотехнологичных компаний являются пакеты программ для финансового менеджмента, продаваемые многими банками. Они связывают компанию с банком и его филиалами, позволяя ее финансовому персоналу контролировать общую денежную позицию компании в режиме "реального времени" и постоянно поддерживать свои фонды активными. Финансовый персонал фирмы использует также эти программы для инициирования трансферов фондов от своих подразделений с избыточными денежными средствами к подразделениям, испытывающим потребность в фондах.

Для уменьшения задержек, связанных с чековыми платежами, фирма инструктирует покупателей пересылать чеки не в адрес подразделений-поставщиков, а в адрес так называемого "мобилизационного пункта", т.е. определенного почтового ящика, открытого на имя компании. Один или несколько раз в день обслуживающий фирму банк забирает чеки, помещает их на счет фирмы, осуществляет их клиринг и наконец зачисляет деньги на этот счет. Такого типа "мобилизационные пункты" управляются фирмой централизованно.

Возможное замедление платежей фондов при сохранении хороших отношений с поставщиками, работниками и налоговыми властями также является источником ликвидности для компании. Оно является предельно деликатным процессом, требуя детального знания нюансов и инструментов платежа в отдельных странах и для различных типов получателей средств.

2.2. Неттинг-система внутрифирменных платежей

Различные единицы компании осуществляют взаимные поставки товаров, сырья и компонентов, которые сопровождаются внутрифирменными (межфилиальными) платежами. Издержки осуществления таких платежей оцениваются в 0,25-1,5% от суммы перевода фондов. Они включают: а) издержки покупки инвалюты (форексный спред); б) альтернативную стоимость денег во время, пока они находятся в транзите; в) другие операционные издержки (например, комиссионные за перевод, уплачиваемые банку).

Фирма минимизирует объем внутрифирменных переводов фондов, в первую очередь, при помощи неттинга межфилиальных платежей. В этом случае платежи между подразделениями проводятся по бухгалтерской отчетности в обычном порядке, однако реально переводятся лишь нетто-суммы. Например, подразделение *A* продает товары на 1 млн. дол. подразделению *B*, а последнее продает первому товары на 2 млн. дол. На нетто-базисе подразделение *A* переведет лишь 1 млн. дол. на счет подразделения *B*.

Фирмы с более сложной структурой внутренних продаж используют многосторонний неттинг, элиминируя 50% и более своих межфилиальных платежей. Если компания имеет большой объем внутрифирменных операций, то прибыли от использования многостороннего неттинга могут превысить затраты на организацию и поддержание подобной системы.

При оценке целесообразности неттинга для фирмы устанавливают экономию прямых издержек от его введения. Так, годовая экономия расходов по инвалютным операциям и банковским начислениям за переводы оценивается в среднем в 1,5% на 1 "неттированный" доллар. Затем эти цифры сравнивают с издержками по установке и поддержанию неттинг-системы. Так, расходы по установке неттинга оцениваются минимум в 20 000 дол. Косвенной выгодой от использования неттинга является более жесткий контроль, который фирма получает над своими потоками фондов. Например, информация, требующаяся для операций в неттинг-системе, также помогает фирме определять направления перемещения фондов в ответ на изменения валютных курсов, процентных и налоговых дифференциалов.

Однако до того как устанавливать систему неттинга платежей, компания должна выяснить, существуют ли ограничения на неттинг. Так, в некоторых странах фирмы должны получить разрешение на осуществление неттинга от денежных властей.

2.3. Централизация временно свободных валютных средств фирмы

Для управления оборотными валютными средствами компании используют централизованный или децентрализованный финансовый менеджмент. В первом случае подразделения фир-

мы переводят свои денежные остатки, превышающие минимальные операционные потребности, на централизованно управляемый счет. Специальные корпоративные единицы (например, финансовые компании) инкассируют такие внутрифирменные поступления, выплачивают фонды, инвестируют их в инструменты денежного рынка.

Все денежные резервы поддерживаются родительской фирмой или специализированной компанией. Централизованный денежный менеджмент может предоставить фирме достаточную ликвидность, уменьшая уровень ее денежных резервов. Централизация избыточных денежных средств уменьшает потребности в заимствовании и укрупняет фонды, которые могут быть инвестированы, что ведет к уменьшению процентных расходов и увеличению инвестиционных доходов. Это также предоставляет возможность централизованно управлять валютно-курсовыми рисками.

Важным фактором для эффективного размещения валютных остатков и обращаемых ценных бумаг фирмы является хорошая внутрикорпоративная система отчетности. При этом информация о валютных поступлениях и платежах и прогнозы их будущих уровней должны предоставляться в штаб-квартиру корпорации своевременно и в унифицированной форме. Часто информация от подразделений требуется даже ежедневно. Она передается посредством телекса, телефакса и электронной почты. Сотрудники штаб-квартиры корпорации должны знать текущие финансовые позиции подразделений, ожидаемые валютные потоки, прогнозы потребностей в валюте и избытков сверх операционного минимума. Они должны изучать состояние локальных и международного денежного рынков, оценивать перспективы их развития, прогнозировать изменения валютных курсов и процентных ставок.

В целом собранная информация используется фирмой многофункционально:

- а) в системе многостороннего внутрифирменного неттинга платежей;
- б) для увеличения операционной эффективности централизованных валютных резервов фирмы;
- в) для определения более эффективной политики краткосрочных заимствований и инвестиций.

Охарактеризуем основные направления и принципы размещения международных краткосрочных инвестиционных средств фирмы.

3. МЕЖДУНАРОДНЫЙ КРАТКОСРОЧНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ ФИРМЫ

После того как фирма определит свои операционные потребности в валютных средствах и сформирует бюджет текущих валютных средств, она оценит величину временно избыточных валютных фондов. Затем она определит направления, уровни и валютную деноминацию инвестирования этих фондов в инструменты денежного рынка, в текущие или срочные банковские депозиты.

Выбор краткосрочных инвестиционных средств зависит от правительственных регуляций, структуры рынка, налогов, которые достаточно сильно отличаются в различных странах, и определяется двумя главными факторами. Во-первых, будущими потребностями фирмы в ликвидности определенной валютной деноминации. Во-вторых, сравнительной посленалоговой доходностью различных инструментов, скорректированной на риск.

3.1. Краткосрочные инструменты международного денежного рынка для фирмы: краткий обзор

К ключевым инструментам международного денежного рынка относят казначейские векселя, краткосрочные ноты правительственных агентств, ноты локальных властей, депозиты до востребования, срочные депозиты, депозиты в небанковских финансовых институтах, депозитные сертификаты, банковские акцепты и коммерческие бумаги. Кратко охарактеризуем их.

1. Казначейские векселя эмитируются центральными правительствами, имеют сроки погашения 1, 2, 3 месяца (до 1 года), являясь наиболее безопасным (безрисковым) и ликвидным краткосрочным активом.

2. Ноты эмитируются либо правительственными федеральными агентствами, либо локальными властями на срок от 30 до 270 дней. Оба типа бумаг предполагают несколько более высокий доход, чем казначейские векселя.

3. Депозиты до востребования поддерживаются на текущих операционных счетах в коммерческих банках. Срочные депозиты в коммерческих банках требуют предварительного уведомления и часто уплаты штрафа при необходимости досрочного снятия денег. Правительства иногда регулируют процентные ставки и срочность таких депозитов.

4. Депозитные сертификаты, эмитируемые коммерческими банками обычно на 30, 60 и 90 дней, являются обращаемыми бумагами, представляющими срочный депозит в банке, более ликвидный, чем прямые депозиты, так как депозитные сертификаты могут быть проданы.

5. Депозиты в небанковских финансовых институтах являются обращаемыми, по ним обычно предлагают более высокие доходы, чем в банках.

6. Банковские акцепты (переводные векселя, гарантированные банком на срок до 180 дней) являются инвестициями высокого качества, следующими по ликвидности и надежности после казначейских векселей.

7. Коммерческие бумаги сроком от 30 до 270 дней, эмитируемые крупными корпорациями с высоким кредитным рейтингом, являются обращаемыми необеспеченными простыми векселями, которые имеются в обороте на всех главных денежных рынках.

8. По срочным корпоративным займам, размещаемым в необращаемой форме, обычно предлагают более высокий доход, чем по бумагам и депозитам финансовых институтов, но они неликвидны, поскольку должны удерживаться до срока платежа.

Итак, целесообразность перемещения фондов через национальные границы для получения наивысшего из возможных дохода, скорректированного на риск, зависит от дифференциала дохода, премии за риск и операционных издержек. Базовый резон для поддержания остатков на банковских счетах в нескольких валютах одновременно — это существование издержек конверсии валют. Если бы такие издержки были равны нулю и правительственные регуляции всегда позволяли бы делать это, то денежные остатки поддерживались бы в валюте с наивысшим эффективным доходом.

Однако поскольку операционные издержки для краткосрочных инвестиций относительно велики, то приемлемая комбинация валют, деноминирующих такие инвестиции фирмы, зависит в большей степени от валют, в которых фирма планирует свои денежные потоки. Так, очень редко скорректированный на риск процентный дифференциал составляет 2% годовых. Однако он представляет собой лишь 0,167% для 30-дневных инвестиций или 0,5% для 90-дневных. Столь малый дифференциал может быть меньше издержек по валютной операции (конверсионный спред и комиссионные за переводы). Таким образом, даже крупные (в годовом исчислении) скорректированные на риск процентные спреды могут не оправдать передвижения фондов из одной валюты в другую для краткосрочного прибыльного размещения.

3.2. Основные принципы краткосрочного портфельного менеджмента

При размещении временно свободных текущих валютных средств в международные краткосрочные обращаемые ценные бумаги фирмы часто руководствуются следующими базовыми принципами:

а) стремятся диверсифицировать инструменты в своем портфеле с целью максимизации дохода при данном приемлемом уровне риска, инвестируя валютные средства не только в правительственные ценные бумаги, но также в евродоллары и другие инструменты денежного рынка;

б) пересматривают портфель достаточно часто (ежедневно), продавая одни ценные бумаги и инвестируя в другие активы. Заметим, что при пересмотре портфеля получаемые приростные процентные доходы должны превышать дополнительные издержки (расходы на оплату работы клерков, потерю дохода при ликвидации одних активов и приобретении других, а также комиссии на продажу и покупку ценных бумаг);

в) если для фирмы определяющей является возможность быстрой конверсии инвестиционных краткосрочных активов в денежные средства, то особое внимание при принятии соответствующих решений уделяется оценке ликвидности ценной бумаги, так как активные вторичные рынки существуют не для всех ценных бумаг. Для тех же инвестиционных инструментов, для ко-

торых не существует развитого вторичного рынка с высокой ликвидностью, срок погашения (продажи) коррелируется с планируемыми будущими потребностями фирмы в валютных средствах;

г) наконец при формировании краткосрочного международного инвестиционного портфеля фирмы, для размещения временно избыточных валютных средств, фирмы осторожно рассматривают возможности для осуществления покрытого процентного арбитража или для непокрытых (спекулятивных) операций.

4. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ТОРГОВЫЕ КРЕДИТЫ И ВАЛЮТНЫЕ СЧЕТА К ПОЛУЧЕНИЮ ФИРМЫ

На международных рынках и рынках развитых стран фирмы обычно предоставляют торговый кредит для отечественных и иностранных покупателей. Они ожидают, что такого рода инвестиции в валютные счета к получению (дебиторскую задолженность) будут прибыльны (например, увеличат объем продаж).

При этом для фирмы, продающей за границей, ключевыми являются два фактора - величина кредита и валюта, в которой фактурируются продажи в кредит. Проблемы, связанные со вторым фактором, излагаются в разделе V. Здесь мы охарактеризуем логику принятия решения по первому вопросу.

Так, чем либеральнее кредитные условия (продолжительнее отсрочка, меньше процентные начисления), тем большим при прочих равных условиях будет объем продаж. Негативными факторами при продажах в кредит являются риск неплатежа, высокая альтернативная стоимость (неполученные процентные доходы) инвестиций в счета к получению и уменьшение стоимости счетов к получению из-за девальвации инвалюты. Дополнительные издержки, связанные с действием этих факторов, частично компенсируются, если либерализация кредита позволяет фирме повысить цены.

В целом фирма сравнивает ожидаемые издержки и выгоды от предоставления кредита по международной торговой операции следующим образом:

- а) определяет издержки предоставления кредита на существующих условиях;
- б) исчисляет издержки предоставления кредита при изменении кредитной политики фирмы;
- в) вычитает первые из вторых и определяет приростные издержки по кредиту при изменении кредитной политики;
- г) похожим образом определяет приростную прибыль по продажам при изменении кредитной политики;
- д) сравнивает приростную прибыль с приростными издержками при либерализации условий международного торгового кредита;
- е) избирает более либеральную кредитную политику, если приростная прибыль превышает приростные издержки.

Предположим, что дочерняя фирма американской компании, расположенная во Франции, осуществляет годовые продажи в 1 млн. дол. с 90-дневными условиями кредита. По ее оценкам, продажи увеличатся на 6% (60 тыс. дол.), если срок торгового кредита будет удлинён до 120 дней, а дополнительные издержки увеличены на 35 тыс. дол. Стоимость кредита для фирмы на 30 дней составляет 1%. Курс французского франка, по ожиданиям фирмы, будет снижаться в среднем на 0,5% каждые 30 дней против доллара.

Тогда приведенная стоимость 1 дол. дебиторской задолженности, оплачиваемой через 90 дней, составляет около 0,97 дол. (1/1,03). С учетом 1,5%-ного ожидаемого снижения французского франка в течение 90 дней эта величина уменьшится до 0,955 дол. В целом суммарные издержки по инвестициям в счета к получению во франках в течение 3 месяцев составят 4,5%.

Теперь определим приведенную стоимость одного доллара счетов к получению на 4 месяца, т.е. для более либеральных продаж в кредит. Она составит приблизительно 0,94 дол., подразумеваемая 6% издержек по инвестициям в счета к получению во французских франках на 4 месяца.

Следовательно, приростные издержки инвестирования в счета к получению во французских франках в течение 4 месяцев равны разнице между 0,955 и 0,94 дол., или 1,5%.

Итак, приведенные издержки по 90-дневному кредиту составят $1 \text{ млн. дол.} \times 0,045 = 45 \text{ 000 дол.}$ Удлинение кредита на 30 дней увеличит издержки следующим образом: $1 \text{ млн. дол.} \times 0,06 = 60 \text{ 000 дол.}$, т.е. на 15 000 дол. Приведенные издержки по дополнительным продажам в 60 000 дол. в течение 120 дней составят $60 \text{ 000 дол.} \times 0,06 = 3600 \text{ дол.}$ Таким образом, приростные издержки по кредиту при новых условиях равны $15 \text{ 000 дол.} + 3600 \text{ дол.} = 18 \text{ 600 дол.}$ Приростная прибыль от либерализации условий торгового кредита составит 25 000 дол. ($60 \text{ 000} - 35 \text{ 000}$). В этом случае увеличение срока кредита до 4 месяцев выгодно для компании, так как даст ей нетто-приростную прибыль в 6400 дол.

Такая же методология сравнения приростных выгод и издержек применима также:

- а) для определения выгодности ужесточения условий торгового кредита, связанного со снижением объема продаж и уменьшением издержек по кредиту;
- б) для оценки решений при управлении запасами за рубежом.

5. МЕЖДУНАРОДНАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА ФИРМЫ: ВНУТРИФИРМЕННЫЕ ПОТОКИ ФОНДОВ

Фирма, осуществляющая международные операции и имеющая сеть зарубежных подразделений, перемещает фонды и бухгалтерские прибыли между различными своими подразделениями. Как мы указывали ранее, разнообразные каналы и способы трансфера валютно-финансовых средств внутри компании образуют международную финансовую систему фирмы. Ее использование является важным источником эффективности деятельности торгово-промышленной компании в контексте международных валютно-финансовых и кредитных отношений. В этом параграфе будут охарактеризованы механизмы, при помощи которых международные фирмы могут перемещать ликвидные активы среди различных своих подразделений, а также сопутствующие им дополнительные издержки и ограничения.

В целом управление международной финансовой сетью компании включает идентификацию инструментов и методов внутрифирменных международных денежных переводов, а также выработку и применение политики таких трансферов. Большое разнообразие в налоговых режимах, а также издержки и барьеры, связанные с международными финансовыми трансферами, могут сделать внутрифирменные финансовые операции более ценными по сравнению с внешними. Это дает фирме возможность осуществлять налоговый, регулятивный и финансовый арбитраж, а также обходить кредитные ограничения и валютный контроль. Каналы для внутрифирменных потоков фондов включают:

- а) трансферное ценообразование;
- б) комиссионные и ройялти;
- в) лидз-энд-лэгз;
- г) внутрифирменные краткосрочные займы;
- д) дивиденды;
- е) инвестирование в форме покупки облигаций или акций зарубежного подразделения.

С каждым из этих каналов связаны соответствующие операционные и бухгалтерские издержки и доходы, а также регулятивные и налоговые льготы и ограничения. Все они подлежат изучению и постоянному мониторингу со стороны финансовых менеджеров компании для оптимизации внутрифирменной международной финансовой системы. Охарактеризуем по отдельности различные каналы для внутрифирменных трансферов.

Так, трансферное ценообразование (т.е. установление цен на товары по торговле между различными подразделениями компании, отличных от рыночных) используется фирмой для снижения налогов, таможенных пошлин, обхода валютного контроля, повышения доли в совместных предприятиях и сокрытия истинной прибыльности операций. Однако правительства устанавливают специальные регуляции для контроля над такими не всегда "справедливыми" ценами на товары, стремясь приблизить их к рыночному уровню. Негативным следствием применения трансферных цен является то, что они, искажая прибыли отчитывающихся единиц, создают трудности в оценке действий менеджмента фирмы. В свою очередь, менеджеры, оцениваемые на базе таких

искаженных отчетных показателей, могут действовать методами, субоптимальными для корпорации в целом.

Многие внутрифирменные услуги являются уникальными, не имея рыночных аналогов, что позволяет применять трансферные цены за использование этих неосязаемых активов (комиссионные и ройалти) в качестве канала по переводу фондов. Этому способствует и политика большинства правительств, которые меньше ограничивают платежи за промышленные ноу-хау, чем, например, переводы дивидендов.

Движение ликвидности между подразделениями фирмы осуществляется также в форме ускорения или задержки межфилиальных платежей через модифицирование условий кредита, предоставляемого одной единицей другой (техника лидз-энд-лэгз). Приемлемость такого механизма зависит от альтернативной стоимости фондов (заемных и инвестируемых) для платящей единицы и для реципиента. Он ценен, если существуют рациионирование кредита, валютный контроль и налоговые дифференциалы в различных странах. Кроме того, внутрифирменные торговые кредиты часто являются единственным легитимным механизмом трансфера фондов для фирмы из некоторых стран в периоды экономических и политических трудностей.

Дивиденды - это наиболее крупный канал перевода фондов от иностранного подразделения к родительской компании. Решения о переводах дивидендов зависят от их воздействия на финансовую отчетность фирмы, налогов, валютных рисков, валютного контроля, потребностей в финансировании, наличия и стоимости фондов, нормы дивидендов (к прибыли) для фирмы в целом.

Предоставление средств подразделениям в форме долгосрочного облигационного займа вместо предоставления акционерного капитала также при определенных обстоятельствах используется как канал для внутрифирменных трансферов.

Все перечисленные инструменты и механизмы переводов используются компанией в рамках ее политики внутрифирменных валютных трансферов, которая базируется на анализе возможностей для переводов, а также связанных с ними издержек и выгод. Ключевой вопрос здесь - где и как фонды могут быть размещены наиболее прибыльно. Многие фирмы имеют большой персонал для сбора данных и планирования, а также компьютеризованные аккаунтинговые системы для оптимизации заграничных операций, в частности, международной финансовой системы компании. Однако часто фирмы принимают решения по переводу дивидендов независимо, скажем, от решений относительно ройалти, комиссионных платежей или лидз-энд-лэгз, т.е. лишь используя, а не оптимизируя свою международную финансовую сеть. Это происходит также в силу сложного характера и большого количества финансовых связей между подразделениями. Однако на практике количество выборов ограничено правительственными регуляциями и спецификой операций фирмы. Именно поэтому в целом ограниченное количество реальных выборов для фирмы и высокотехнологичные информационные и процессинговые системы планирования значительно снижают издержки централизации менеджмента внутрифирменных платежей.

Цели, которые преследуются корпорациями при межфилиальном передвижении фондов, - это финансирование операций, снижение процентных и налоговых издержек, разблокировка фондов. Менеджеры должны взвешивать сравнительные выгоды и потери, которые могут проистекать для компании вследствие стремления к различным целям. Например, передвижение заблокированных фондов из страны с низкими налогами увеличит налоги на фирму, а снижение валютного риска может увеличить процентные расходы и потребности в финансировании подразделений в странах с мягкой валютой. Вес, применяемый к каждой из целей, зависит от ее индивидуального воздействия на прибыльность корпорации. В целом все внутрифирменные платежные маневры должны координироваться с позиций максимизации корпоративных выгод.

На практике большинство выгод от таких маневров происходит из-за правительственных действий, искажающих доходно-рисковые характеристики заимствования и (или) инвестирования в различных валютах. Однако валютные, кредитные и налоговые регуляции различных правительств преследуют специфические цели (фискальные, протекционистские и конкурентные), а не создание прибыльных возможностей для фирм. Именно поэтому компания, максимизирующая преимущества от таких возможностей, может столкнуться с проблемой своей легитимности, будучи зависимой от благорасположения отечественного и принимающих зарубежных правительств. Следовательно, действия, подрывающие это благорасположение, снизят долгосрочную эффективность от иностранной деятельности.

РЕЗЮМЕ

В данной главе были рассмотрены различные аспекты управления промышленно-торговой фирмой своими международными денежными средствами, краткосрочными инвестиционными активами и счетами к получению. Мы отметили, что цели менеджмента международными денежными средствами - ускорение инкассирования фондов и оптимизация их использования - те же, что и отечественными, но ключевые инструменты и возможности для его осуществления иные. Мы отметили более широкий выбор возможностей для инвестиций, имеющихся в распоряжении международной фирмы, концепцию многостороннего неттинга, мобилизационного денежного центра фирмы.

Мы видели, что менеджмент счетов к получению в международной фирме включает стратегию инвестирования, минимизирующую издержки в такие активы до точки, в которой предельные издержки предоставления дополнительного кредита (как и покупки добавочных единиц запасов) равны добавочной ожидаемой прибыли от таких инвестиций. Подобные прибыли появляются в форме поддержания или увеличения стоимости текущих активов - таких, как валютные остатки или обращающиеся ценные бумаги, увеличения доходов от продаж.

В этой главе также были рассмотрены разнообразные механизмы внутрифирменного передвижения валютных фондов. К целям, которые преследует корпорация, используя подобные механизмы, относятся финансирование иностранных операций, снижение процентных издержек, снижение налоговых издержек и передвижение заблокированных фондов (обход валютного контроля).

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Перечислите основные цели, преследуемые промышленно-торговой фирмой при размещении своих текущих валютных средств. Опишите базовые техники, используемые фирмой для их достижения.
- 2) Охарактеризуйте основные инструменты международного краткосрочного инвестирования фирмы, их сравнительные доходы, риски и ликвидность.
- 3) Каковы основные преимущества для фирмы инвестировать в свои иностранные подразделения в форме долговых обязательств по сравнению с инвестированием в форме акционерного капитала?
- 4) При сравнении отчетной инвалютной прибыли фирмы с отечественной, а также при анализе отчетных прибылей ее дочерних компаний необходима осторожность.
 - а) Опишите пять различных средств, которые использует фирма для манипулирования отчетной прибылью своих подразделений.
 - б) Какие корректировки отчетных цифр требуются для исчисления истинной прибыльности фирмы по иностранным операциям?
 - в) Опишите минимум три причины, по которым компании прибегают к таким манипуляциям с внутрифирменной отчетностью.
- 5) Предположим, что фирма обнаружила следующее: заимствования ее родительской компании и нескольких зарубежных подразделений (в различных валютах) для финансирования оборотного капитала составляют 100 000-110 000 дол. еженедельно. Одновременно краткосрочные инвестиции, осуществляемые этими же подразделениями на децентрализованной основе, равняются 90 000-100 000 дол. для того же периода. Каковы будут ваши рекомендации по улучшению международного денежного менеджмента фирмы?
- 6) Одно подразделение компании продает товары стоимостью 200 000 дол. другому подразделению на условиях 60-дневного торгового кредита. К какому одноразовому передвижению денег между ними приведет увеличение срока кредита до 90 дней?
- 7) Предположим, что родительская компания из Германии должна 500 000 дол. своему российскому подразделению. Срочность платежа может измениться на величину до 90 дней в любом направлении. Эффективные посленалоговые долларовые ставки заимствования для фирмы в Германии - 4,0%, в России - 18%, а размещения - соответственно 3,6 и 16% (на годовом базисе). Если родительская фирма заимствует фонды, а рос-

сийское подразделение имеет избыточные фонды, то должна ли родительская фирма ускорить или замедлить платежи в Россию?

Глава 8. Международные долгосрочные инвестиции фирмы: валютно-финансовые аспекты

ЦЕЛИ

- Объяснить, каким образом международное портфельное инвестирование позволяет инвесторам достигнуть оптимального сочетания отношения "доход-риск".
- Идентифицировать различия между денежными потоками по иностранному проекту с точки зрения родительской фирмы, а также описать подходы для учета этих различий при анализе капитального бюджета.
- Оценить прибыльность иностранных инвестиций посредством определения приростного денежного потока, генерированного этими инвестициями.
- Определить компоненты стоимости капитала для иностранных инвестиций.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Американские депозитные
на расписки (American deposi-
tory receipt - ADR)
Бета иностранного рынка,
иностранного проекта
Взвешивание "доход-риск"
Глобальные, международные,
региональные и страновые
взаимные фонды денежного
рынка
Международная портфельная
диверсификация
Международное
инвестирование

Модель ценообразования
капитальные активы
Налоговый щит амортизации
и процентных платежей
Нетто-приведенная стоимость
Новые развивающиеся рынки
Общий доход на ценную бу-
магу в отечественной валюте
Приростный денежный поток
Систематический риск,
общий риск
Средневзвешенная стоимость
капитала

Рассмотрим валютно-финансовые аспекты размещения международных долгосрочных активов промышленно-торговой фирмы. Во-первых, обсудим способы портфельного инвестирования в международные акции и облигации. Во-вторых, остановимся на основах международного капитального бюджета компании. Наконец, охарактеризуем вопросы, связанные с определением стоимости капитала для иностранных инвестиционных проектов.

1. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Часть долгосрочных валютных активов фирмы размещают в ценные бумаги международных рынков капитала. Некоторые бумаги имеют долгосрочный характер (корпоративные и правительственные облигации), некоторые - бессрочный (обыкновенные акции). В такие активы размещают валютные средства, которые устойчиво превышают потребности компании в оборотных средствах и которые одновременно недостаточны для инвестирования в долгосрочные реальные активы (т.е. для осуществления инвестиционных проектов).

Международные долгосрочные портфельные инвестиции отличаются от инвестиций в краткосрочный валютный портфель рыночных ценных бумаг. Так, последние в основном служат целям обеспечения ликвидности фирмы и в меньшей степени нацелены на получение доходности. Инвестиции в капитальные и долговые долгосрочные бумаги осуществляются с преимущественной целью использования возможностей, существующих на международных финансовых рынках, для увеличения скорректированной на риск доходности, а также для постепенного накопления долгосрочных средств для перспективных прямых инвестиций.

Общий доход (выраженный в отечественной валюте) на иностранные портфельные инвестиции состоит из трех компонентов:

- а) дивидендный (купонный) доход;
- б) капитальные и
- в) валютные доходы (убытки).

Для одного периода он может быть скалькулирован как

$$R(HC) = \left(1 + \frac{S_1 - S_0 + R}{S_0}\right)(1 + e) - 1,$$

где $R(HC)$ - общий доход на инвестиции в иностранные ценные бумаги за один период, пересчитанный в отечественную валюту; S_0 - инвалютный курс ценной бумаги в момент покупки; S_1 - инвалютный курс ценной бумаги в момент продажи; R - инвалютный купонный (процентный) или дивидендный доход; e - процентные изменения в стоимости инвалюты, выраженной в единицах отечественной валюты (HC/FC).

Например, если первоначальная цена иностранной облигации или акции (в момент покупки) составляет FC100, купонный или дивидендный доход - FC10, цена облигации или акции в момент погашения (продажи) - FC102, а инвалюта (FC) за период от покупки до продажи иностранной ценной бумаги подорожала на 3% против отечественной валюты (HC), то общий доход (в отечественной валюте) на инвестирование в иностранные облигации (акции) составит около 15%.

1.1. Взвешивание "доход-риск" и международные долгосрочные портфельные инвестиции

Международное инвестирование по сравнению с чисто отечественным имеет преимущества как с точки зрения больших возможностей получения прибыли, так и с точки зрения снижения риска портфеля активов инвестора с помощью диверсификации. Следовательно, оно может принести лучшее соотношение "доход-риск" при размещении ресурсов. Международно-диверсифицированный портфель менее рискованный, чем отечественно-диверсифицированный портфель. Это справедливо для рассредоточения портфельных инвестиций на фондовых рынках различных развитых стран, а также на новых ("внезапно появившихся") рынках, которые предоставляют привлекательные инвестиционные возможности. Эти фондовые рынки имеют низкую корреляцию с рынками индустриальных стран, а следовательно (несмотря на высокие индивидуальные риски), они могут снизить общий портфельный риск инвестора.

Существуют несколько способов, используя которые инвесторы некоторой страны осуществляют инвестиции в иностранные ценные бумаги. Так, во-первых, обычно ценные бумаги ряда иностранных фирм торгуются на отечественных фондовых биржах. Инвестор может приобрести такие бумаги через инвестиционную компанию или банк, имеющие брокерские места на подобных биржах.

Во-вторых, инвесторы могут купить иностранные ценные бумаги на зарубежных фондовых рынках стран, резидентами которых являются эмитенты. Однако покупка акций, входящих в листинг иностранных бирж, может быть дорогостоящей, в первую очередь, из-за больших брокерских комиссионных. Собственники иностранных акций также сталкиваются со сложностями иностранных налоговых законов и конвертирования дивидендов в отечественную валюту.

В-третьих, вместо приобретения иностранных акций за рубежом инвесторы из многих стран могут купить депозитарные расписки на иностранные акции, продаваемые на финансовых рынках страны-инвестора. Например, на крупнейшем в мире фондовом рынке (рынке США) это можно осуществить в форме приобретения американских депозитных расписок (ADR). Так, ADR эмитируются банками-резидентами США и являются сертификатами собственности на определенные иностранные акции, которые находятся на доверительном хранении в банке. Инвесторы получают в форме ADR удобное средство для международных портфельных вложений, осуществляемых на территории отечественной страны. Инвесторы в ADR оплачивают операционные издержки посредников в форме начислений за трансфер и операцию. В первой половине 90-х гг. на американских биржах продавалось ADR для более чем 1000 компаний из 33 стран.

Наконец, в-четвертых, наиболее дешевым способом международного портфельного инвестирования для резидентов развитых и многих развивающихся стран является покупка акций во взаимном фонде денежного рынка, осуществляющем диверсифицированное инвестирование за границу.

Существуют четыре базовых категории взаимных фондов, которые инвестируют за границу:

- а) глобальные;
- б) международные;
- в) региональные;
- г) страновые.

Так, глобальные фонды инвестируют в ценные бумаги всего мира, включая бумаги отечественного финансового рынка. Международные фонды инвестируют лишь вне отечественного финансового рынка. Инвестиции региональных фондов концентрируются в отдельных географических областях за границей, таких, например, как Азия или Европа. Наконец, страновые фонды инвестируют в ценные бумаги отдельных стран, таких, например, как Германия или Тайвань. При этом, однако, большая диверсификация глобальных и международных фондов снижает риск инвесторов, но одновременно также уменьшает шансы получить высокие доходы, если финансовые рынки в каком-либо одном регионе или стране неожиданно будут испытывать подъем.

Конечно, каждый инвестор (в том числе финансовый менеджер промышленно-торговой фирмы) может сконструировать свой собственный международно-диверсифицированный портфель ценных бумаг, а затем купить акции в нескольких различных региональных или страновых фондах или на нескольких иностранных рынках. Однако такой подход потребует значительных затрат времени и денег, а будет иметь шансы на успех практически лишь при профессиональной специализированной инвестиционной деятельности.

1.2. Международная диверсификация инвестиций в акции и облигации

Следует отметить, насколько важен вопрос об оптимальном распределении международных активов. Так, международная диверсификация инвестиций в акции и облигации одновременно предлагает даже лучшее соотношение "доход-риск", чем какая-либо одна из них, о чем свидетельствуют многие эмпирические исследования. В целом оптимальное распределение международных активов увеличивает доход на инвестиции без принятия инвестором на себя большего риска. При этом существуют огромные возможности в конструировании оптимального портфеля для извлечения более высоких доходов, скорректированных на риск.

В современном мире, поскольку барьеры для международных потоков капитала понижены (или даже сняты, как в развитых странах), а новейшие коммуникации и технологии по обработке данных предоставляют низкоиздержковую информацию об иностранных ценных бумагах, международное инвестирование содержит очень высокий потенциал для одновременного извлечения доходности и менеджмента финансовых рисков. Пассивные международные портфели (которые базируются на весах рыночной капитализации, публикуемых многими всемирно известными финансовыми изданиями) улучшают доходы, скорректированные на риск, однако активная стратегия по конструированию оптимального портфеля потенциально может дать профессиональному инвестору значительно больше. В последнем случае инвестиционная стратегия базируется на портфельных пропорциях отечественных и иностранных инвестиций на ожидаемых доходах и их корреляции с общим портфелем.

Теперь перейдем к анализу валютно-финансовых аспектов международных прямых инвестиций промышленно-торговых фирм.

2. ОСНОВЫ МЕЖДУНАРОДНОГО КАПИТАЛЬНОГО БЮДЖЕТА ФИРМЫ

В целом оценка валютно-финансовых факторов, оказывающих влияние на эффективность иностранных инвестиционных проектов для фирмы, усложняется рядом проблем, которые редко встречаются при осуществлении отечественных инвестиций.

Цель этого параграфа - представить концептуальную основу, которая позволила бы оценивать воздействие различных факторов на решения об иностранных инвестициях, а также сравни-

вать различные инвестиционные проекты, приводя их к единому базису. Главный принцип, связанный с применением концепции, - это улучшить использование информации, имеющейся в распоряжении фирмы, для того чтобы уменьшить необязательные денежные потоки, связанные с иностранным инвестиционным проектом, а также снизить стоимость капитала.

Так, после того как финансовые менеджеры промышленно-торговой фирмы разработали и представили некоторый набор перспективных зарубежных инвестиционных проектов, высший менеджмент фирмы должен выбрать среди этих проектов такую комбинацию, которая максимизировала бы стоимость компании. Для осуществления такого выбора необходимо, чтобы фирма установила определенные правила и критерии. Последние должны сделать менеджеров способными определить, исходя из корпоративных интересов, какие из зарубежных инвестиционных альтернатив принять к исполнению, а какие - отвергнуть. В целом общепризнанно, что критерий нетто-приведенной стоимости является наиболее подходящим, так как, применяя его правильно, компания отберет те же инвестиции, которые сами акционеры могли бы отобрать, если бы принимали решения по управлению промышленно-торговой фирмой.

2.1. Нетто-приведенная стоимость

Любой инвестиционный проект требует крупных первоначальных капитальных затрат, а затем он генерирует в течение ряда лет денежные поступления и требует текущих расходов, связанных с функционированием производственных мощностей, которые созданы в результате реализации проекта. При проведении предварительного анализа условий проекта все денежные потоки, которые, как предполагается, будут с ним связаны, должны быть пересчитаны к уровню некоторого одного момента времени, с учетом того, что деньги имеют временную (или срочную) стоимость. Таким моментом, как правило, определяется момент принятия решения о том, какой проект выбрать. Процедуру же пересчета разновременных денежных потоков с учетом временной стоимости денег называют дисконтированием (или приведением).

Тогда нетто-приведенная стоимость (net present value - NPV) определяется как ожидаемая величина будущих нетто-денежных потоков, дисконтированная с использованием некоторой процентной ставки, за вычетом первоначальных инвестиционных расходов по проекту. Зарубежные инвестиционные проекты, имеющие позитивную NPV, принимаются фирмой для дальнейшего рассмотрения, а проекты с негативной NPV - отвергаются. Если же два или несколько проектов являются взаимоисключающими, то фирма должна выбрать при прочих равных условиях тот, который имеет большую NPV.

Ожидаемая величина будущих нетто-денежных потоков, генерируемых зарубежным инвестиционным проектом, оценивается как разность между прогнозируемыми денежными поступлениями (в первую очередь, это - выручка от продаж продукции, вырабатываемой на проектных мощностях) и денежными расходами, необходимыми для производства и реализации вырабатываемой продукции, а также для поддержания в работоспособном состоянии мощностей проекта. При этом родительская фирма будет учитывать нетто-денежные потоки, генерируемые зарубежным проектом, главным образом с точки зрения общекорпоративных выгод (т.е. она будет некоторым образом корректировать величину нетто-денежных потоков, генерируемых зарубежным проектом как таковым). И затем уже эту скорректированную величину родительская фирма будет рассматривать при анализе своего портфеля инвестиционных проектов.

Далее, дисконтная процентная ставка, известная как стоимость капитала или (при некоторых обстоятельствах) как требуемая норма дохода, определяется как ожидаемая ставка дохода на инвестиционные проекты с аналогичным риском. Здесь мы рассмотрим ставку дисконтирования как данную величину, а в следующем параграфе (§ 3) охарактеризуем ее подробнее.

Формула для определения нетто-приведенной стоимости зарубежного инвестиционного проекта, осуществляемого промышленно-торговой фирмой, будет иметь следующий вид:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+R)^t}.$$

где I_0 - первоначальные денежные инвестиции; NCF_t - нетто-денежный поток за отдельный период t (например, за год); R - стоимость капитала (ставка дисконтирования) по рассматриваемому инвестиционному проекту; n - инвестиционный горизонт, для которого осуществляются оценки.

Для того чтобы проиллюстрировать применение метода нетто-приведенной стоимости для оценки инвестиционного проекта, рассмотрим гипотетический проект строительства завода за рубежом. Он генерирует следующие денежные потоки и их текущую (приведенную) стоимость (см. таблицу).

Год	Нетто-денежный поток (млн. дол.)	Фактор приведенной стоимости (10%)	Нетто- приведенная стоимость (млн. дол.)	Кумулятивная приведенная стоимость (млн. дол.)
0-й	100,00	1,0000	100,00	-100,00
1-й	20,00	0,9091	18,18	-81,82
2-й	55,00	0,8264	45,45	-36,37
3-й	55,00	0,7513	41,32	4,95

Установив стоимость капитала для данного проекта в 10% и получив соответствующий фактор приведенной стоимости (коэффициент приведения), а также рассчитав нетто-приведенную стоимость проекта на всем плановом инвестиционном временном горизонте, фирма получает необходимую информацию для сравнительной оценки проекта. В данном случае компания может считать инвестиционный проект приемлемым, так как кумулятивная приведенная стоимость тех ожидаемых денежных потоков, которые он будет генерировать, является положительной величиной (приблизительно 4,95 млн. дол.).

Важным свойством критерия нетто-приведенной стоимости является то, что он оценивает инвестиции тем же способом, как это сделали бы акционеры (владельцы фирмы), если бы они сами принимали управленческие решения. При этом метод нетто-приведенной стоимости фокусируется скорее на денежных прибылях (отражающихся в поступлениях на банковские счета), чем на аккаунтинговых прибылях (отражающихся в бухгалтерской отчетности). Кроме того, при использовании этого метода для оценки инвестиционных проектов в расчет принимается альтернативная стоимость инвестируемых денег. Таким образом, критерий NPV согласуется с общим критерием максимизации стоимости, имеющейся в распоряжении акционеров, которому подчиняются валютно-финансовые операции (в том числе и международные) как по размещению, так и по привлечению средств.

Другое важное свойство критерия нетто-приведенной стоимости - то, что он подчиняется принципу аддитивности стоимости. В соответствии с ним общая нетто-приведенная стоимость для пакета независимых инвестиционных (в том числе и зарубежных) проектов является суммой нетто-приведенных стоимостей каждого индивидуального проекта. Это свойство означает, что менеджеры могут рассматривать каждый проект как самостоятельный. Кроме того, это свойство предполагает, что если фирма предпринимает несколько инвестиционных проектов одновременно, то ее стоимость (собственный капитал) увеличивается на величину, равную сумме нетто-приведенных стоимостей этих проектов. Таким образом, если фирма инвестирует в описанный ранее проект, который связан со строительством завода за рубежом, то ее стоимость увеличивается на 4,95 млн. дол. (т.е. на величину кумулятивной нетто-приведенной стоимости проекта).

2.2. Приростные денежные потоки

Наиболее важная и трудная часть анализа инвестиционного проекта - правильно скалькулировать денежные потоки, связанные с проектом, в том числе:

- величину и стоимость финансирования проекта;
- денежные доходы и расходы в процессе реализации и функционирования проекта;
- конечную нетто-стоимость проекта.

Однако инвестиционный анализ не заканчивается определением проектных нетто-денежных потоков. При этом существенно, что акционеры фирмы интересуются тем, как много

дополнительных денежных единиц (в отечественной валюте) они получают в будущем за суммы, которые они затратили сегодня. Следовательно, важен не столько общий нетто-денежный поток по проекту как таковому за период инвестиционного цикла, сколько приростные денежные потоки (для компании в целом), генерированные проектом.

Приростные денежные потоки отличаются от общих денежных потоков по проекту. Это объясняется многими причинами, в том числе свое влияние оказывают следующие факторы:

- а) "эффект каннибализации";
- б) "эффект дополнительных продаж";
- в) "эффект трансферных цен" (или более широко "эффект международной финансовой системы фирмы");
- г) "эффект комиссионных и ройялти";
- д) "эффект альтернативной стоимости денег" и некоторые другие факторы.

Так, осуществление иностранного инвестиционного проекта и соответствующая поставка конечной продукции на зарубежные рынки могут уменьшить общий экспорт подобной продукции фирмы. Такой эффект называют эффектом каннибализации. Потери по экспортным продажам в этом случае должны вычитаться из кумулятивного нетто-денежного потока, непосредственно связанного с реализацией зарубежного проекта.

Наоборот, осуществление иностранного инвестиционного проекта может создать спрос на поставки дополнительной продукции (сырья, материалов, компонентов, оборудования) со стороны родительской компании и других подразделений фирмы для поддержки проекта и (или) обеспечения нового производства. Этот эффект называют эффектом дополнительных продаж. Соответственно связанный с этим эффектом ожидаемый денежный поток учитывается со знаком "плюс" при обосновании зарубежного инвестиционного проекта.

Далее, проект генерирует взаимообмен продукцией и ресурсами между новым подразделением, которое создается в результате реализации инвестиционного проекта, и различными подразделениями фирмы. Это дает возможность использовать трансферные цены и другие техники внутрифирменного трансфера фондов (типа лидз-энд-лэгз или межфилиальных займов) для таких торговых и финансовых потоков. Однако, в свою очередь, это будет искажать истинные величины денежных потоков, связанных с проектом. Соответственно общие денежные потоки будут подлежать коррекции с учетом эффекта трансферных цен или эффекта международной финансовой системы фирмы.

Кроме того, общие денежные потоки, связанные с проектом, должны быть скорректированы с учетом эффекта комиссионных и ройялти, выплата которых по проекту подразделением фирмы родительской компании является расходами (денежными оттоками) для первого и поступлениями (денежными притоками) для второй. В общем случае сумма комиссионных и ройялти, которая, как ожидается, поступит родительской компании в процессе реализации и функционирования проекта, будет учитываться также со знаком "плюс" в инвестиционном анализе.

Наконец при определении стоимости зарубежных инвестиционных проектов фирмы должны принимать в расчет эффекты альтернативной стоимости денег и некоторые другие факторы.

2.2.1. Родительские денежные потоки по сравнению с проектными

Кроме уже перечисленного, значительное различие между денежными потоками по проекту и величиной, которая переводится к родительской фирме, может существовать из-за разницы в налоговом регулировании и существовании валютного контроля в стране-реципиенте предполагаемых инвестиций.

В таком случае, если существуют различия между родительскими и проектными потоками доходов, возникает следующий вопрос: какие денежные потоки использовать для оценивания проекта? В целом с теоретической точки зрения стоимость проекта определяется нетто-текущей стоимостью будущих денежных потоков к инвестору. Таким образом, родительская фирма должна оценивать только те нетто-денежные потоки, которые репатрируются (или могут быть репатрированы) в адрес родительской компании. На этом необходимо акцентировать внимание, так как лишь доступные для родительской фирмы фонды могут быть использованы для платежа дивидендов и процентов, амортизации долга фирмы, реинвестирования и других целей.

Для того чтобы упростить оценку валютно-финансовых аспектов инвестиционного зарубежного проекта, часто используют так называемый трехшаговый анализ. В соответствии с ним на первом этапе анализа проектные денежные потоки исчисляются с точки зрения дочернего общества точно так же, как если бы оно было независимой корпорацией.

Второй этап анализа требует специальных прогнозов относительно объема, срочности и формы трансферов к головному офису, а также информации о том, какие налоги и другие расходы будут сопровождать процесс трансфера.

Наконец фирма должна брать в расчет косвенное влияние, которое оказывают данные инвестиции на остальную систему компании, например такие, как увеличение или уменьшение экспортных продаж в адрес других подразделений.

В целом оценивание истинной прибыльности проекта для всей корпорации требует различных корректировок денежных потоков проекта (так, анализ иностранных инвестиций должен инкорпорировать суждения о денежных потоках, связанных со стратегическими целями проекта, а также их воздействие на денежные потоки других подразделений компании).

Кроме того, анализ иностранного проекта требует остановиться еще на одном дополнительном вопросе, а именно: что должно корректироваться для отражения дополнительных иностранных экономических и политических рисков, связанных с осуществлением проекта, - денежные потоки или ставки дисконтирования по инвестициям? Или, если сформулировать по-другому: что нужно изменить для учета странового риска - числитель или знаменатель формулы определения нетто-приведенной стоимости инвестиционного проекта?

2.3. Анализ политического и экономического риска

При прочих равных условиях фирмы предпочитают инвестировать в страны со стабильной валютой, здоровой экономикой, минимальными политическими рисками (такими, как экспроприация), а также без валютного контроля (ограничений на валютно-финансовые операции). Однако обычно положение о прочих равных условиях не соблюдается, так что фирмы должны оценивать влияние различных политических и экономических рисков на потенциально возможные зарубежные инвестиционные проекты. Для инкорпорирования дополнительных политических и экономических рисков, таких, как риски колебаний валютных курсов и экспроприации, в анализе иностранных инвестиций фирмы применяют три основных метода, в том числе:

- а) уменьшение минимального периода окупаемости капиталовложений;
- б) увеличение требуемой ставки дохода на инвестиции или
- в) коррекцию денежного потока.

Важно заметить, что в любом случае будет осуществляться коррекция ожидаемых величин, что само по себе несет элементы дополнительного риска. При этом коррекция ставки дисконтирования или периода окупаемости капиталовложений для учета дополнительных рисков, существующих для фирмы в связи с инвестициями за границей, может существенно исказить значение нетто-приведенной стоимости проекта. Именно поэтому обычно используют метод корректировки денежного потока на исчисленные тем или иным способом величины дополнительных экономических и политических рисков, отмечавшихся ранее, а также других факторов.

Кроме того, при оценивании денежных потоков для иностранного проекта вероятные воздействия ожидаемых изменений валютного курса и инфляции обычно анализируются отдельно от общего анализа. Валютно-курсовые и инфляционные риски также будут корректировать величину нетто-денежных потоков, связанных с инвестиционными проектами.

3. СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА ДЛЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Важной проблемой для международной фирмы является ответ на следующий вопрос: должны ли требуемые ставки дохода на иностранные проекты быть выше, ниже или такими же, как и для отечественных проектов? Это важно потому, что решение об иностранных инвестициях не может быть принято правильно без знания приемлемой стоимости капитала. Для того чтобы ответить на этот вопрос, рассмотрим проблему стоимости капитала для международной фирмы (одну из наиболее сложных в международных финансах).

Определение стоимости капитала используется при оценивании прибыльности иностранных инвестиций. По определению, стоимость капитала для данных инвестиций - это минимальный скорректированный на риск доход, требуемый акционерами фирмы для того, чтобы предпринять инвестиции. Если инвестиции не генерируют достаточно фондов для возврата поставщикам капитала, то будет уменьшаться стоимость фирмы. Это требование о доходах будет удовлетворено, лишь если нетто-текущая стоимость будущих проектных денежных потоков (при использовании стоимости капитала по проекту как ставки дисконтирования) будет положительной.

Определение приемлемого измерения стоимости капитала для международных фирм тесно связано с тем, как именно такое измерение будет использовано. Поскольку оно используется как ставка дисконтирования при процессе международного распределения ресурсов, эта ставка должна отражать стоимость вовлечения фирмы в определенный вид деятельности. Таким образом, здесь подчеркивается значение стоимости капитала или требуемой ставки дохода скорее для определенного иностранного проекта, чем для фирмы в целом. Если структуры финансирования и коммерческие риски не похожи для всех проектов, развиваемых фирмой, то использование единой общей стоимости капитала для оценивания проекта некорректно. В таком случае необходимо использовать различные ставки дисконтирования для оценивания различных проектов.

3.1. Стоимость акционерного капитала

Стоимость акционерного капитала для фирмы - это минимальная ставка дохода, необходимая для того, чтобы "подтолкнуть" инвесторов купить или держать акции фирмы. Этот требуемый доход равен базовому доходу, покрывающему срочную стоимость денег, плюс премия за риск. Так как собственники обыкновенных акций имеют лишь остаточное требование на корпоративные доходы, их риск является наивысшим. Следовательно, таковым же должен быть доход, который они испрашивают.

В то же время стоимостью акционерного капитала является ставка, используемая для капитализации общих корпоративных денежных потоков. Как таковая она является средневзвешенной из требуемых ставок дохода для отдельных видов деятельности фирмы. С этой точки зрения корпорацию можно уподобить взаимному фонду, сформированному на основе специфических проектов, который продает сложные ценные бумаги на рынок капиталов. Согласно принципу аддитивности стоимости такие сложные ценные бумаги должны иметь общую стоимость, равную сумме отдельных стоимостей проектов.

Оба определения стоимости капитала являются эквивалентными. Однако последнее выглядит более предпочтительным с концептуальной точки зрения, так как эта стоимость не является атрибутом фирмы в целом, но является функцией рисковости отдельных видов деятельности, в которые она вовлечена. Таким образом, стоимость акционерного капитала для фирмы в целом может быть использована для оценки будущих акционерных денежных потоков, в частности для установления цены на акции фирмы. Она не может быть использована как мера требуемого дохода на акционерные инвестиции в будущие проекты, если только эти проекты не похожи на средний из тех, которые фирма готова осуществить.

Один из подходов для определения требуемого дохода на акционерный капитал по специфичному проекту основан на современной теории рынка капиталов. Согласно этой теории существует равновесное соотношение между доходом, требуемым на актив, и риском, связанным с инвестициями в этот актив. Это соотношение может быть представлено моделью ценообразования на капитальные активы (capital asset pricing model- CAPM):

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f),$$

где R_i - равновесный ожидаемый доход для актива i ; R_f - ставка дохода на свободный от риска актив, обычно измеряемый, например в США, как доход на 30-дневные казначейские векселя США; R_m - ожидаемый доход на рыночный портфель, состоящий из всех рисковых активов; β_i - $\text{cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m)$, где $\text{cov}(R_i, R_m)$ является ковариацией между доходами на актив i и рыночный портфель, а $\sigma^2(R_m)$ - вариация доходов на рыночный портфель.

Модель ценообразования на капитальные активы базируется на предположении, что осторожный акционер диверсифицирует свои риски. Вследствие этого лишь систематический риск вознаграждается премией за риск. Как видно из приведенного ранее равенства, премия за риск, связанная с отдельным активом i , равна $\beta_i (R_m - R_f)$, где β_i - это систематический, или недиверсифицируемый, риск i -го актива. В действительности β_i измеряет корреляцию между доходом на отдельный актив и доходом на рыночный портфель. Выражение $(R_m - R_f)$ известно как рыночная премия за риск.

Для инвестиционных проектов, доходы и финансовая структура которых похожи на инвестиции, типичные для фирмы, общекорпоративная стоимость акционерного капитала может служить резонным приближением для требуемого дохода на акционерный капитал по проекту. В этом случае оценки величины β_i по проекту могут быть найдены либо путем прямого исчисления, используя CAPM, либо получены от профессиональных инвестиционных компаний, которые постоянно рассчитывают и хранят тренды β_i .

Один из методов проверки правильности требуемого дохода, рассчитанного с помощью CAPM, - сравнить величину ставки дохода со стоимостью акционерного капитала, полученной с использованием модели оценивания дивидендов. Согласно этой модели текущая цена акции (P_0) равна:

$$P_0 = DIV\ 1 / (K_e - g),$$

где $DIV\ 1$ - ожидаемый дивиденд за 1-й год; K_e - стоимость акционерного капитала компании; g - средний ожидаемый темп роста годового дивиденда.

Отсюда оценим стоимость акционерного капитала как

$$K_e = (DIV\ 1 / P_0) + g.$$

Подчеркнем вновь, что оценки требуемого дохода на акционерный капитал, полученные с использованием любого из этих методов, применяются лишь на корпоративном уровне или к инвестициям с финансовыми характеристиками, типичными для среднего проекта из осуществляемых корпорацией. Такие оценки стоимости акционерного капитала неприменимы для калькулирования требуемых доходов на акционерный капитал по отдельным проектам, если их характеристики отличаются от корпоративной нормы.

3.2. Средневзвешенная стоимость капитала для иностранного проекта

В общем случае требуемый доход на акционерный капитал для фирмы в целом (K_e) нужно сложить с посленалоговой стоимостью долга [$(K_d)(1 - T)$], используя процентные доли собственного капитала и привлеченного долга в качестве весов, с целью исчисления средневзвешенной стоимости капитала (weighted average cost capital - WACC) для типичного проекта данной фирмы (K_0):

$$K_0 = (1 - L) K_e + L \times K_d (1 - T),$$

где L - долговой коэффициент родительской фирмы (соотношение "долг/общие активы"); T - предельная ставка налогообложения для инвестора.

Исчисленная таким способом стоимость капитала фирмы затем используется как ставка дисконтирования при оценке типовых иностранных инвестиций.

При использовании средневзвешенной стоимости капитала необходимо учитывать две проблемы. Во-первых, при расчете весов для каждого источника капитала должны использоваться рыночные, а не бухгалтерские величины. Во-вторых, при калькулировании WACC для фирмы не важны исторические (средние) пропорции "долг/капитал" ("долг/активы"). Скорее, должна учитываться целевая структура капитала, т.е. предельные пропорции долга и акционерного капитала, которые фирма планирует использовать в будущем.

Предположим, что компания финансируется посредством 60% обыкновенных акций, 30% долга и 10% преференциальных акций с соответствующими посленалоговыми издержками в 20, 6 и 14%. Тогда WACC для этой фирмы исчисляется в 15,2% ($0,6 \times 0,20 + 0,3 \times 0,06 + 0,1 \times 0,14$). В случае если нетто-приведенная стоимость денежных потоков, дисконтированных с использованием средневзвешенной стоимости капитала, будет положительной, то инвестиционный проект должен быть осуществлен, а если отрицательной, то отвергнут.

3.3. Некоторые особенности ставок дисконтирования для иностранных инвестиций

Важность модели ценообразования на капитальные активы для международной фирмы состоит в том, что премия за риск в ценообразовании на акции фирмы отражает систематический риск, т.е. ту часть вариации доходов, которая не может быть элиминирована через диверсификацию. Предполагается, что большинство экономических и политических рисков, с которыми сталкивается международная фирма, - это несистематические риски, которые, следовательно, могут быть элиминированы посредством диверсификации на уровне индивидуального инвестора. Хотя эти риски могут быть значительными, они не должны воздействовать на ставку дисконтирования, которая используется в оценивании иностранных проектов.

В то же время систематические (или рыночные) риски, воздействующие на компанию, могут измеряться с использованием общего индекса отечественных акций (например, индекса Standard and Poore's 500 или индекса NYSE). При этом многие из систематических рисков связаны с циклическим характером национальной экономики. Следовательно, доходы на проект, осуществляемый в иностранном государстве, экономика которого не абсолютно синхронна с отечественной экономикой, должны в меньшей степени коррелировать с доходами отечественного рынка, чем доходы на сравнимый отечественный проект. Тогда систематический риск иностранного проекта будет ниже, чем систематический риск отечественного проекта.

Таким образом, инвестиции в проекты в слаборазвитых странах, где велики политические риски, наиболее выгодны с точки зрения возможности диверсификации в силу того, что экономики этих стран не так тесно связаны с экономикой США или любой другой западной страны. Наоборот, корреляция между экономическими циклами развитых стран значительно теснее, так что выгоды от диверсификации посредством инвестирования в индустриальные страны, с точки зрения западного инвестора, соответственно меньше. Однако маловероятно, чтобы систематический риск проектов даже в относительно изолированной слаборазвитой стране был бы значительно ниже среднего, так как эти страны все же связаны с мировой экономикой.

РЕЗЮМЕ

Итак, как мы показали в первом параграфе данной главы, международная диверсификация инвестиционного долгосрочного портфеля фирмы в акции и облигации способна принести ей немалые выгоды, существенно улучшая соотношение "доход-риск" по ее активным операциям.

Далее, как было показано во втором параграфе, обоснование международного капитального бюджета для фирмы включает многие элементы, которые не учитываются при составлении отечественных капитальных бюджетов. В частности, в данном параграфе акцент делался на том, что целесообразнее корректировать денежные потоки проекта, вместо того чтобы при учете ключевых политических и экономических рисков, с которыми фирма сталкивается за границей, изменять ставку дисконтирования. Налоговые факторы также должны учитываться фирмой посредством корректировки денежных потоков. Были рассмотрены различия между проектными и родительскими денежными потоками, а также было показано, каким образом такие различия могут быть учтены при оценивании стоимости иностранных инвестиций. Здесь же рассматривались методы осуществления анализа риска по иностранным инвестициям фирмы в случае, когда иностранные риски были несистематическими.

В третьем параграфе данной главы было показано, как должна быть скорректирована ставка дисконтирования проекта, если риски по иностранному проекту являются систематическими.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Уменьшает ли увеличивающаяся интеграция национальных рынков капитала выгоды от международной диверсификации инвестиций?
- 2) Кто, по всей вероятности, получит больше от инвестирования за границей - резидент развитой страны или резидент развивающегося государства? Объясните.
- 3) Страны Персидского залива получают практически все внешнеторговые доходы в долларах (от продажи нефти). В то же время они покупают много товаров и услуг из Японии и Западной Европы. Их инвестиционные портфели в большой степени не включают американские казначейские векселя и другие долларовые инструменты денежного рынка.
 - а) Прокомментируйте распределение их активов и сопутствующие ему риски, издержки и ликвидность.
 - б) Можно ли увидеть здесь параллели с распределением российских валютных активов?
- 4) Какие основные денежные потоки обычно связаны с осуществлением инвестиционного проекта? Чем различаются денежные потоки родительской компании по инвестиционному проекту и собственно проектные денежные потоки? Почему?
- 5) Почему возврат займа зарубежным подразделением местным банкам и другим кредиторам рассматривается как приток наличности к родительской компании, осуществляющей инвестиционный проект?
- 6) При каких обстоятельствах экспортные доходы, утерянные родительской компанией в результате осуществления инвестиционного проекта за рубежом, должны быть проигнорированы при оценивании проекта?
- 7) В начале 1990 г. главные эмиссии на Токийской фондовой бирже продавались в среднем с отношением "цена-доход" 60 : 1, что было более чем в 4 раза больше соответствующей пропорции для американского индекса Standard and Poor's 500 (13 : 8). Поскольку пропорции "цена-доход" являются индикатором стоимости акционерного капитала компании, этот гэп подразумевает увеличение стоимости нового акционерного капитала японских компаний менее чем на 2% в год против 7% для США. Прокомментируйте это положение.

РАЗДЕЛ V. ВАЛЮТНЫЙ РИСК И МЕЖДУНАРОДНЫЙ АККАУНТИНГ

Валютно-курсовый риск можно определить как степень, в которой изменения обменного курса могут отрицательно воздействовать на нетто-стоимость фирмы (банка). Заметим, что колебания валютного курса отражаются либо на бухгалтерской отчетности фирмы (банка), либо на состоянии остатков их денежных средств, а в более широком контексте их конкурентоспособности. В этом смысле валютный риск подразделяют на аккаунтинговый (учетный, бухгалтерский) риск и валютно-экономический (конкурентный) риск.

Так, аккаунтинговый риск возникает в силу того, что изменения валютного курса могут негативно отразиться на нетто-стоимости фирмы (банка) при конвертировании финансовой отчетности по внешнеэкономическим операциям из иностранной валюты в отечественную. При этом возможность появления пересчетных потерь выражается в понятии "трансляционный риск".

В целом валютные активы и обязательства, транслируемые по текущему курсу, под влиянием колебаний курсов иностранных валют изменяют свою стоимость, выраженную в отечественной валюте. Такие отчетные величины рассматриваются как рисковые. Наоборот, валютные активы и обязательства, транслируемые по историческому курсу, будут сохранять свою стоимость в отечественной валюте. Следовательно, они не подвержены риску потери стоимости в результате неблагоприятного изменения обменных курсов, т.е. не являются рисковыми позициями. Количественно трансляционный валютный риск представляет собой разность между активами и обязательствами, подверженными риску обесценивания в результате неблагоприятного изменения валютных курсов.

Кроме того, фирмы (банки) подвержены риску неблагоприятного воздействия изменений курсов иностранных валют на свои денежные потоки в том виде, в каком они отражены в движении остатков денежных средств на текущих валютных счетах. Такой валютно-курсовой риск на-

зывают валютным экономическим риском. В более широком смысле он связан с тем, что неблагоприятные долговременные устойчивые изменения валютно-курсовых трендов могут вызвать негативное влияние на конкурентные позиции фирмы (банка).

Наконец, говорят об операционном, или контрактном, валютно-курсовом риске. Фирмы (банки) подвержены ему в силу того, что результаты их отдельных сделок могут оказаться неблагоприятными под воздействием изменений курсов иностранных валют. Операционный валютный риск рассматривается как разновидность и валютно-экономического, и аккаунтингового риска.

Базой для определения и оценки трансляционного риска является понимание методов международного аккаунтинга. Именно поэтому в главе 9 описаны основные способы аккаунтинга, применяемого для отражения валютных операций в отчетности фирмы (банка). В главе 10 рассматриваются методы управления операционным и трансляционным риском. Глава 11 посвящена описанию измерения и менеджмента валютно-экономического риска.

Глава 9. Базовые методы трансляции международных операций и финансовой отчетности в иностранной валюте

ЦЕЛИ

- Определить аккаунтинговый риск, охарактеризовать разницу между трансляционным и операционным (контрактным) риском.
- Описать четыре основных метода валютной трансляции и скалькулировать трансляционный риск, используя эти различные методы.
- Охарактеризовать такие методы валютной трансляции, как FASB-8 и FASB-52.
- Описать различие между аккаунтинговым измерением риска и экономическими эффектами изменений валютных курсов, которые выражаются в изменении денежных потоков фирмы.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Аккаунтинговый риск	Операционный (контрактный)
Балансовый риск	валютный риск
Валютно-экономический риск	Отчетная валюта
Временной (срочный) метод валютной трансляции	Совет по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Board - FASB)
Инвалютный риск	Текущий/нечекующий метод валютной трансляции
Исторический валютный курс	Трансляционный валютный риск
Метод валютной трансляции по текущему валютному курсу	Функциональная валюта
Монетарный/немонетарный метод валютной трансляции	

Правила для трансляции в отечественную валюту внешнеэкономических операций обычно устанавливаются аккаунтинговыми ассоциациями; министерством финансов страны регистрации родительской фирмы (банка), самой фирмой или банком. Здесь характеризуются альтернативные аккаунтинговые методы валютной трансляции. Далее в качестве примера рассматриваются стандарты, использовавшиеся для валютной трансляции в США.

1. АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ МЕТОДЫ ТРАНСЛЯЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОПЕРАЦИЙ И ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ В ИНВАЛЮТЕ

Компании (банки), осуществляющие международные операции, имеют активы и обязательства, доходы и расходы, деноминированные в иностранных валютах. Однако финансовое сообщество и инвесторы в стране базирования родительской фирмы (банка) интересуются величинами, выраженными в отечественной валюте. Следовательно, валютные позиции в балансе и в отчете о доходах должны быть конвертированы в отечественную валюту.

Если с момента осуществления первичных бухгалтерских записей и до момента составления отчетности изменятся валютные курсы, то это может привести к трансляционным доходам или убыткам. Трансляционный риск (как возможность неблагоприятного воздействия на финансовую отчетность фирмы или банка изменений обменных курсов валют) измеряется как разность между активами и обязательствами, подверженными риску такого типа.

Дискуссии в среде специалистов по бухгалтерскому учету концентрируются на том, какие активы и обязательства следует признать подверженными валютно-курсовому риску, а также на том, в какой момент времени аккаунтищговые инвалютные доходы и убытки должны быть признаны (отражены на счете доходов).

В этой связи важно отметить, что такие доходы и убытки являются аккаунтинговыми (бухгалтерскими) по характеру, т.е. не обуславливают с необходимостью денежных потоков.

Обычно рассматривают четыре базовых гипотетических метода трансляции международных операций и финансовой отчетности в иностранной валюте, которые условно обозначают как текущий/нечтекущий, монетарный/немонетарный, временной (срочный) методы, а также как метод валютной трансляции по текущему обменному курсу. При этом на практике аккаунтинговые валютно-финансовые стандарты, реально применяемые в различных странах, как правило, комбинируют в той или иной мере элементы различных из перечисленных методов. Наряду с этим существуют вариации каждого трансляционного метода.

1.1. Текущий/нечтекущий метод валютной трансляции

Теоретическая основа этого метода базируется на характере срочности различных позиций баланса и счета доходов экономического субъекта. До 1986 г. текущий/нечтекущий метод трансляции использовался почти всеми мультинациональными корпорациями США. В соответствии с этим способом учета все текущие активы (требования) и обязательства в инвалюте (т.е. те, платежи по которым должны быть осуществлены в течение отчетного года) иностранного подразделения фирмы (банка) транслируются в отечественную валюту по текущему обменному курсу, т.е. по курсу на момент составления финансового отчета.

Каждый нечтекущий (долгосрочный) актив или обязательство, выраженные в иностранной валюте, транслируются на консолидированный баланс по своему историческому курсу, т.е. по курсу, который существовал во время приобретения актива или принятия обязательства экономическим субъектом.

Следовательно, при применении текущего/нечтекущего метода пересчета зарубежное подразделение фирмы (банка) с позитивным нетто-оборотным капиталом, выраженным в валюте страны базирования, понесет трансляционные убытки при девальвации местной валюты относительно валюты родительской фирмы за отчетный период при консолидации баланса. Наоборот, оно получит дополнительные прибыли в случае ревальвации местной валюты. Если же нетто-оборотный капитал зарубежного подразделения негативен, то результаты будут прямо противоположными.

Кроме воздействия на баланс фирмы или банка, изменение валютного курса воздействует на различные позиции счета прибылей и убытков экономического субъекта. При использовании текущего/нечтекущего метода пересчета валютные позиции транслируются, как правило, по среднему валютному курсу за отчетный период. Исключение составляют лишь те доходные и расходные статьи, которые связаны с нечтекущими (долгосрочными) требованиями и обязательствами. Эти валютные позиции (например, амортизационные расходы) транслируются по такому же курсу, что и корреспондирующие балансовые статьи (т.е. в данном случае по историческому).

1.2. Монетарный/немонетарный метод валютной трансляции

Идея монетарного/немонетарного метода валютной трансляции построена на проведении различия между денежными и неденежными активами и обязательствами экономических субъектов и соответственно на различии в доходах и расходах, генерируемых монетарными и немонетарными активами и обязательствами.

Так, монетарными (денежными) активами и обязательствами фирмы или банка являются статьи, которые представляют собой требования или обязательства на фиксированную сумму ино-

странной валюты, а немонетарными (неденежными) - физические активы и обязательства. При этом денежные статьи, выраженные в иностранной валюте (например, денежные средства, счета и векселя к платежу и получению, долгосрочный долг) транслируются по текущему курсу на момент составления отчетности. Неденежные же статьи (например, запасы, фиксированные активы, долгосрочные инвестиции) транслируются по своим историческим курсам.

Далее, статьи счета прибылей и убытков, так же как и в случае использования текущего/нестекущего метода пересчета, транслируются преимущественно по среднему обменному курсу за отчетный период. Исключением являются доходные и расходные статьи, производные от немонетарных активов и обязательств. Эти статьи (в первую очередь, амортизационные расходы, издержки проданных товаров) транслируются по тому же курсу, что и корреспондирующие балансовые статьи (которыми в данном случае являются фиксированные активы и запасы). В результате валютные издержки проданных товаров транслируются по историческому курсу, который может отличаться от курса, который используется для трансляции продаж, деноминированных в иностранной валюте.

1.3. Временной (срочный) метод валютной трансляции

Этот метод валютного пересчета считается модифицированной версией монетарного/немонетарного метода. Разница заключается в том, что при использовании монетарного/немонетарного метода запасы всегда транслируются по историческому курсу. При временном методе (temporal method) запасы обычно транслируются по историческому курсу, но могут быть пересчитаны по текущему обменному курсу. Это делается в том случае, если на балансе различные компоненты запасов показаны в балансе по рыночной стоимости.

Однако, несмотря на схожесть, теоретические базы каждого из этих двух методов трансляции различны. Так, при применении монетарного/немонетарного метода пересчета выбор обменного курса для трансляции базируется на типе активов или обязательств. При применении же временного метода он базируется на подходе, лежащем в основе оценивания балансовых издержек (исторический или рыночный). При системе оценки издержек по историческим ценам, которая действует в настоящее время в США, многие американские теоретики аккаунтинга считают, что временной метод является более приемлемым методом для валютной трансляции результатов работы фирм в этой стране.

Статьи счета инвалютных прибылей и убытков обычно, как и в двух предыдущих случаях, транслируются по среднему (за отчетный период) обменному курсу. Однако издержки (стоимость) проданных товаров и амортизационные (по оборудованию и долгу) начисления транслируются по историческому курсу, если соответствующие балансовые статьи, от которых данные виды доходов и расходов являются производными, учитываются на балансе по историческим ценам, т.е. ценам приобретения активов или вступления в обязательства.

1.4. Метод валютной трансляции по текущему обменному курсу

Метод валютной трансляции по текущему обменному курсу, или, проще, метод текущего курса, является наиболее простым. В соответствии с ним все балансовые и доходно-расходные статьи, выраженные в иностранной валюте, транслируются по текущему обменному курсу на момент составления отчетности.

Этот метод официально рекомендован Институтом лицензированных аккаунтеров Великобритании. Именно поэтому он широко применяется британскими компаниями. Если при использовании этого метода активы фирмы, деноминированные в некоторой иностранной валюте, превышают ее валютно-деноминированные обязательства в той же самой валюте, то девальвация (снижение курса) иностранной валюты против отечественной приведет к валютным потерям, а ревальвация (увеличение курса) - к дополнительным валютным доходам.

Иногда применяется вариация этого пересчетного метода, когда по текущему курсу транслируются все активы и обязательства, исключая лишь нетто-фиксированные активы, отражаемые в консолидированном балансе по историческому обменному курсу. Соответственно и доходы (расходы), производные от долгосрочных активов, будут пересчитываться не по обменному курсу на момент составления отчетности, а по историческому курсу.

Итак, в целом на счете доходов (почти индифферентно к методу пересчета, применяемому к балансовым валютным позициям) выручка от продажи, а также процентные платежи (и поступления) обычно транслируются по среднему историческому обменному курсу, который превалировал в течение соответствующего отчетного периода. Далее, величина амортизации фиксированных инвалютных активов пересчитывается по историческому обменному курсу на момент учета соответствующих активов на балансе. Часть общих и административных расходов, а также издержки от проданных товаров транслируются по историческому обменному курсу. Наконец, остальные статьи транслируются по текущему обменному курсу.

Основные методы трансляции укрупненных балансовых статей в обобщенной форме представлены в табл. 9.1.

Таблица 9.1. Методы валютного пересчета агрегированных позиций баланса

Балансовые статьи	Текущий/ нетекущий метод	Монетарный/ немонетарный метод	Временной (срочный) метод	Метод текуще- го курса
I. Активы				
1. Валютные средства	Т	Т	Т	Т
2. Рыночные ценные бумаги (по рыночной стоимости)	Т	Т	Т	Т
3. Счета к получению	Т	Т	Т	Т
4. Запасы (по стоимости)	Т	И	И	Т
5. Фиксированные активы	И	И	И	Т
II. Обязательства				
1. Текущие обязательства	Т	Т	Т	Т
2. Долгосрочный долг	И	Т	Т	Т
3. Капитал	Остаток	Остаток	Остаток	Остаток

Примечание. Т - активы и обязательства транслируются по текущему курсу или по курсу, превалирующему на дату составления баланса; И - активы и обязательства транслируются по историческому курсу.

2. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ БАЗОВЫХ МЕТОДОВ ВАЛЮТНОЙ ТРАНСЛЯЦИИ ДЛЯ КОМПАНИЙ (БАНКОВ) ИЗ РАЗВИТЫХ СТРАН

Необходимо отметить, что качество решений, принимаемых финансовыми менеджерами, может заметно улучшиться, если такие менеджеры имеют доступ к качественной информации. Соответствующие корпоративные и банковские работники предоставляют такую информацию для внутрифирменных (внутрибанковских) и внешних пользователей. Однако различия культурных, образовательных, законодательных, политических, экономических традиции и условий в различных странах обуславливают и различия (иногда значительные) в аккаунтинговых стандартах и практике раскрытия информации.

Однако в последнее десятилетие в развитых странах с достаточной очевидностью наметилась тенденция к унификации и того, и другого. В этом смысле анализ условий основных финансовых стандартов, применяемых для целей валютной трансляции в какой-либо одной из наиболее развитых стран, является достаточно показательным. Здесь мы кратко охарактеризуем эволюцию и действие аккаунтингового стандарта, применяемого в наиболее экономически сильной стране - США для транслирования международных операций и финансовой отчетности компаний (банков) в иностранной валюте, поскольку он имеет типичные черты, характерные для валютных аккаунтинговых стандартов в развитых странах.

2.1. Условия финансового аккаунтингового стандарта валютной трансляции FASB-8 для компаний (банков) из США

На практике применение различных методов учета валютно-финансовых операций приводит к широкой вариации в аккаунтинговых результатах работы фирм (или банков). Так, использование монетарного/немонетарного метода трансляции для консолидации валютных позиций, первоначально выраженных в различных валютах, может обусловить убытки на балансе фирмы, тогда как применение метода текущего рыночного курса для той же самой фирмы (банка) в тот же самый период - значительные прибыли. Существование таких различий привело к тому, что во многих странах были введены официальные обязательные стандарты валютно-финансового пересчета. Так, например, Совет по стандартам финансового учета в 1975 г. опубликовал правила учета FASB-8, установившие унифицированные стандарты для трансляции в доллары финансовых отчетов зарубежных подразделений отечественных компаний (банков), а также для трансляции международных сделок, деноминированных в иностранной валюте, которые осуществляет сама отечественная фирма (банк).

FASB-8 базировался на временном методе трансляции. Он начал действовать с 1976 г. FASB-8 установил официальный трансляционный стандарт, что положило конец широкой вариации в отчетных результатах, которые существовали до его принятия в связи с тем, что экономические субъекты сами выбирали способ пересчета. Принципиальное положение FASB-8 согласовывалось с общепринятой в США аккаунтинговой практикой, которая требовала, чтобы балансовые статьи оценивались (транслировались) согласно тому базису, который лежит в их основе (т.е. по текущей или исторической стоимости). Например, если запасы отечественного подразделения оцениваются в балансе по исторической стоимости, то и трансляция запасов зарубежного подразделения в отечественную валюту будет осуществляться по историческому обменному курсу.

Однако почти немедленно после введения этого стандарта в действие появились его критики. Так, главным источником корпоративного неудовлетворения этим стандартом было то, что FASB-8 запрещал фирмам (банкам) образовывать резервы для покрытия потенциальных убытков, связанных с валютно-курсовым пересчетом. До введения FASB-8 многие компании (банки) образовывали специальный резерв для этой цели, смягчая тем самым воздействие сильных изменений в стоимости валют на отчетные доходы. После же вступления в действие FASB-8 плавающие курсы различных иностранных валют стали оказывать значительное влияние на уровень счетов прибылей и убытков. Причем влияние дополнительных валютных трансляционных доходов (убытков) на финансовую отчетность временами было даже большим, чем влияние колебаний доходов (убытков) от основной деятельности компаний (банков).

2.2. Условия текущего финансового аккаунтингового стандарта валютной трансляции FASB-52 для компаний (банков) из США

Неудовлетворенность корпоративных менеджеров трансляционным стандартом FASB-8 привела к принятию нового трансляционного стандарта - FASB-52. Согласно этому стандарту американские фирмы (банки) должны были использовать метод текущего обменного курса для трансляции в доллары активов и обязательств, первоначально деноминированных в иностранной валюте. Все инвалютные доходные и расходные статьи на счете прибылей и убытков должны были также транслироваться по соответствующему средневзвешенному обменному курсу для периода, на который составляется счет доходов. Наиболее важным аспектом нового стандарта был тот, что в отличие от FASB-8 большая часть трансляционных доходов и расходов не отражалась немедленно на счете доходов, а аккумулировалась на специальном капитальном счете в консолидированном балансе фирмы. Тем самым в несколько измененном виде восстанавливалась по существу прежняя практика создания резервов для покрытия периодически возникающих трансляционных убытков.

Кроме того, FASB-52 сделал различие между функциональной и отчетной валютами для трансляционных целей. Функциональная валюта зарубежного подразделения фирмы была определена этим стандартом как валюта первичной экономической среды, в которой подразделение генерирует и расходует денежные средства. Так, если большинство операций осуществляется им внутри некоторой зарубежной страны, то функциональной валютой для такого подразделения мо-

жет служить валюта этой страны. В качестве примера можно привести английский филиал американской фирмы, который производит и продает большую часть своей продукции в Великобритании.

Если же операции иностранного подразделения не являются самостоятельным бизнесом, а служат лишь простым продолжением операций родительской компании, то функциональной валютой может служить отечественная валюта родительской компании (в данном случае - доллар США). Примером может служить сборочный завод американской фирмы, расположенный в Гонконге. Он получает компоненты для своей продукции из США и продает собранные изделия (например, бытовую радиоэлектронику) в стране родительской фирмы.

Кроме того, возможно, что функциональной валютой будет не валюта страны расположения зарубежного подразделения и не валюта страны расположения родительской фирмы, а некоторая третья валюта. В целом правила FASB-52 дают известную гибкость фирмам при выборе функциональной валюты. Однако этот аккаунтинговый стандарт требует, что в случае если зарубежное подразделение фирмы расположено в гиперинфляционной стране, то функциональной валютой для него должна быть родительская валюта (в данном случае - доллар). При этом гиперинфляционной считается такая страна, в которой кумулятивная инфляция (рост потребительских цен) составляет 100% и более в течение трехлетнего периода.

Обычно в сопроводительных записках к своим годовым отчетам компании объясняют, как они рассчитывали инвалютную трансляцию. Причем если в качестве функциональной валюты зарубежного подразделения рассматривается отечественная валюта страны базирования родительской фирмы, то трансляционные доходы и убытки, связанные с операциями в иностранных валютах, отражаются на счете доходов. В то же время трансляционные доходы и убытки тех подразделений, которые в качестве функциональной валюты используют различные иностранные валюты, отражаются на специальном счете акционерного капитала.

Далее, в качестве отчетной валюты в соответствии с FASB-52 определяется такая валюта, в которой родительская фирма подготавливает свой собственный финансовый отчет. Например, отчетной валютой для фирмы, базирующейся в США, будет служить доллар. В первую очередь FASB-52 требует, чтобы финансовые отчеты иностранной единицы (для целей консолидации с общей финансовой отчетностью фирмы) были рассчитаны в функциональной валюте с использованием аккаунтинговых принципов, принятых в родительской стране. Далее, на каждую дату составления баланса все активы и обязательства, деноминированные в иных валютах, чем функциональная для рассматриваемой зарубежной единицы, пересчитываются в функциональную валюту по текущему валютному курсу на эту дату. Трансляционные доходы или убытки, которые появляются в результате такого пересчета, в целом отражаются на счете доходов иностранной единицы.

Заметим при этом, что перечисленные требования (относительно трансляции инвалютных операций) применяются как к операциям родительской компании, так и к операциям ее иностранных подразделений, деноминированным в иных валютах, чем их функциональные валюты.

Далее, после того как первоначальные финансовые отчеты конвертированы в функциональную валюту, отчет, представленный в этой функциональной валюте, транслируется затем в валюту родительской фирмы. Причем трансляционные доходы и убытки (рассматриваемые в данном случае как аккаунтинговые) отражаются на специальном счете корректировок валютных пересчетов, относящемся к разделу собственных средств (капитала) на балансе родительской фирмы.

В случае если функциональной валютой зарубежного подразделения выступает отечественная валюта родительской фирмы, то первоначальный финансовый отчет такого подразделения, выраженный в местной валюте, должен быть пересчитан в валюту родительской фирмы. Тогда такой пересчет должен осуществляться согласно временному методу. Соответственно трансляционные доходы и убытки, появляющиеся в результате такого пересчета, должны рассматриваться как реальные операционные и включаться в счет доходов консолидированного отчета.

В большинстве случаев международные фирмы для своих заграничных подразделений в качестве функциональной выбирают местную зарубежную валюту той страны, где расположено соответствующее подразделение. Исключениями главным образом являются подразделения, оперирующие в гиперинфляционных странах, которые, по определению, должны использовать валюту родительской компании как функциональную валюту.

3. ВАЛЮТНЫЙ. КОНТРАКТНЫЙ (ОПЕРАЦИОННЫЙ) РИСК

Валютный контрактный риск для фирмы (банка) возникает в силу существования для фирмы опасности понести в будущем убытки по уже заключенному контракту (торговому или кредитному), деноминированному в иностранной валюте, в результате неблагоприятного изменения обменного курса соответствующей иностранной валюты. Так, предположим, что фирма *X* из страны *A* продает товары фирме *Y* из страны *B*. Такой контракт обычно оплачивается на некоторую будущую дату. Если платеж по этой продаже будет осуществляться в валюте страны покупателя, то фирма-продавец, заключив данный торговый контракт, примет на себя валютно-курсовой контрактный риск. Если же платеж по такой продаже будет осуществляться в валюте страны продавца, то валютно-курсовой контрактный риск будет нести фирма-покупатель.

Примерно то же самое, с понятными оговорками, можно отнести к валютно-курсовым рискам, которые берут на себя: а) в рамках соглашения о международном кредите (в иностранной валюте для одной из сторон) соответственно кредитор (банк, фирма) и заемщик (другой банк, фирма); б) в рамках сделки международного небанковского финансирования соответственно инвестор (банк, фирма, институциональные инвесторы, частные лица) и заемщик-эмитент (банк, фирма, правительственные агентства).

Такого типа валютно-курсовой контрактный риск имеет как аккаунтинговые, так и реальные последствия, которые выражаются в изменении денежных потоков фирмы (банка). Именно поэтому данный тип валютно-курсового риска рассматривают и как аккаунтинговый риск, и как валютно-экономический риск. Здесь мы охарактеризуем лишь основные аккаунтинговые последствия валютно-курсового контрактного (операционного) риска.

Так, валютный контрактный риск компании (банка) измеряется в каждой отдельной иностранной валюте. Количественно он равен разности между будущими денежными притоками и оттоками в каждой валюте, зафиксированными в различных контрактах (т.е. он равен нетто-валютному потоку компании (банка), по которому она (он) имеет зафиксированные в контракте обязательства или требования). Таким образом, понятие валютно-курсового контрактного риска во многом соответствует понятию открытой валютной позиции, т.е. валютно-финансовому состоянию фирмы (банка), при котором инвалютные требования не покрыты (не равны) инвалютным обязательствам. При этом если требования превышают обязательства в иностранной валюте, то фирма (банк) имеет открытую "длинную" позицию. Это подвергает экономического субъекта риску (в нашем случае, аккаунтинговому) снижения курса соответствующей иностранной валюты. Наоборот, если требования меньше, чем обязательства в соответствующей валюте, то фирма (банк) имеет "короткую" валютную позицию. Это подвергает экономического субъекта риску повышения курса иностранной валюты. При этом некоторые из незакрытых (не исполненных пока) контрактов отражаются на балансе фирмы (банка). К ним относятся, например, долговые обязательства (счета к платежу, векселя по срочным займам, облигационные займы), счета к получению (дебиторская задолженность), предоставленные кредиты, сделанные инвестиции в инструменты денежного и капитального рынка, привлеченные депозиты, "купленные фонды".

В то же время другие обязательства не отражаются напрямую в балансе фирмы (банка) до их исполнения (полного или частичного). К ним относятся, например, такие обязательства, как контракты на будущие продажи или покупки. Кроме того, в эту же категорию входят и условные (контингентные внебалансовые) обязательства (в том числе юридически оформленные кредитные линии, предоставленные гарантии).

РЕЗЮМЕ

Мы рассмотрели концепцию риска неблагоприятного изменения валютного курса с аккаунтинговой точки зрения. Так, одной из задач фирмы является транслирование в отечественную валюту тех статей финансовой отчетности, которые первоначально были деноминированы в иностранной валюте. Если при этом (с момента проведения соответствующей операции и до момента составления финансовой отчетности (трансляции)) изменятся обменные курсы соответствующих валют, то это может привести к трансляционным доходам или убыткам отчетной единицы. В данной главе были охарактеризованы четыре принципиальных трансляционных метода, имеющих в распоряжении фирмы (банка), а также достаточно типичная их эволюция на примере США.

При этом необходимо заметить, что безотносительно к применяемому в той или иной стране методу валютной трансляции измерение валютного аккаунтингового риска концептуально одинаково. Оно включает определение того, какие активы и обязательства, деноминированные в иностранной валюте, будут транслироваться по ее текущему обменному курсу, а какие - по историческому. При этом первые статьи рассматриваются как рисковые (чувствительные к риску), тогда как последние статьи - как нерисковые. Трансляционный риск измеряется как разность между рисковыми активами и обязательствами, т.е. как величина открытой валютной позиции фирмы (банка).

Важная черта аккаунтингового определения валютно-курсового риска - это фокусировка рассуждений на том, каким образом изменения валютных курсов оказывают воздействие на финансовую отчетность фирмы (банка). Однако подобная фокусировка может дать неверную информацию относительно реальных валютно-экономических рисков, которым подвержена фирма (банк). Это относится к случаю, когда рассматриваются лишь возможные аккаунтинговые последствия изменений валютных курсов и в то же время игнорируются эффекты, которые эти изменения могут оказать на действительные будущие денежные потоки.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Каким образом фирмы (банки) могут измерить чувствительность своих балансов к валютному аккаунтинговому риску? Определите особенности валютного трансляционного риска для внешнеторговых операций родительской фирмы и для ее зарубежных подразделений.
- 2) В чем состоят гипотетические базисные методы валютной трансляции? Каковы основные последствия от применения различных методов валютного пересчета для баланса и счета доходов?
- 3) Почему FASB-8 столь широко критиковался американскими бизнесменами и аналитиками? Опишите основные характеристики современного валютно-финансового аккаунтингового стандарта FASB-52, применяемого в США.
- 4) Предположим, что в начале года российское подразделение американской фирмы имело текущие активы в 100 млрд. руб., фиксированные активы в 200 млрд. руб., текущие обязательства на 200 млрд. руб., не имея при этом долгосрочных обязательств.
 - а) Какова величина рублевого трансляционного риска российского подразделения на 1 января?
 - б) Допустим, что курс рубля упал в течение года с RUR/LUSD 5000 до RUR/LUSD 6000. Какими будут трансляционные доходы (убытки) в соответствии со стандартом FASB-52 для включения в счет акционерного капитала родительской компании в предположении, что рубль является функциональной валютой? Что изменится, если функциональной валютой российского подразделения будет доллар или немецкая марка?
 - в) Подразделение может дополнительно заимствовать 50 млрд. руб. Как это отразится на его трансляционном риске, если подразделение использует фонды для оплаты дивидендов своей родительской фирме? Что изменится, если оно использует фонды для увеличения своей текущей позиции (оборотного капитала)?

Глава 10. Менеджмент валютного аккаунтингового риска

ЦЕЛИ

- Определить базовые хеджинговые техники, используемые для менеджмента валютного операционного риска.
- Охарактеризовать стратегии управления трансляционным аккаунтинговым риском.
- Описать издержки, связанные с использованием различных хеджинговых техник.
- Объяснить преимущества и недостатки централизованного менеджмента инвалютного риска.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Альтернативная стоимость	Хеджирование с использованием
Корректировка фондов	внутрифирменной финан-
Нейтральная зона	совой системы
Неттинг валютного риска	Хеджирование с использованием
Оговорка о корректировке	цен инструментов денежного
Перемещение риска	рынка
Разделение валютного риска	Хеджирование с использованием
Твердая и мягкая валюты	форвардного валютного
Хеджирование	рынка

В данной главе рассматриваются основные методы менеджмента аккаунтингового риска. В основе подобного менеджмента лежит концепция хеджирования. Так, хеджирование позиции (риска) в отдельной валюте означает открытие компенсирующей (противоположной) валютной позиции, доходы (убытки) по которой точно компенсировали бы возможные убытки (доходы) по первоначальной валютной позиции. Таким образом, хеджирование защищает фирму (банк) от неожиданных и неблагоприятных движений валютных курсов.

В распоряжении фирмы (банка) имеются многообразные хеджировочные техники. Но до того как фирма (банк) их использует, необходимо определить:

- а) какую величину валютной позиции можно оставить непрохеджированной (т.е. определить приемлемый уровень валютного риска);
- б) оптимальный способ хеджирования для покрытия остатка валютного риска;
- в) каким образом предполагаемые сделки по хеджированию валютно-курсового риска будут воздействовать на общие операционные решения фирмы (банка).

В данной главе мы сначала рассмотрим основные методы покрытия операционного (контрактного) валютного риска фирмой (банком). Затем раскроем базисные способы защиты финансовой отчетности фирмы (банка) от неблагоприятных последствий трансляции инвалютных операций в отечественную валюту.

1. УПРАВЛЕНИЕ ОПЕРАЦИОННЫМ (КОНТРАКТНЫМ) ВАЛЮТНЫМ РИСКОМ

Операционный (контрактный) валютный риск возникает, если компания (банк) принимает контрактные обязательства, которые должны исполняться в иностранной валюте. Поскольку подобная сделка в будущем вызовет притоки или оттоки иностранной валюты, изменения в валютных курсах с момента подписания контракта и до момента валютных платежей (или поступлений) приведут к изменению величины валютных потоков, пересчитанных в отечественную валюту. Способом защиты против такого риска является осуществление сделки в соответствующей иностранной валюте, денежные потоки от которой покрывают денежные потоки по первоначальной сделке.

При хеджировании валютного контрактного риска наиболее распространенным является использование следующих защитных техник:

- а) форвардных (или фьючерсных) валютных контрактов;
- б) ценовых валютных оговорок в контракте;
- в) валютных опционов;
- г) заимствований и кредитований в иностранной валюте и др.

В качестве альтернативы компания может попытаться фактурировать все свои сделки в отечественной валюте и тем самым полностью уничтожить этот тип риска.

Рассмотрим различные техники защиты от операционного валютного риска на примере компании X (из США), заключающей торговый контракт на продажу товаров фирме Y (из Германии). Предположим, 1 января был заключен контракт, а через год, 31 декабря, фирма X должна получить платеж в 100 млн. марок. При этом если на место американского продавца мы поставим российского экспортера, а на место долларов - рубли, то мы будем иметь иллюстрацию применения общепринятых техник хеджирования валютного контрактного риска для российских фирм. Однако в данном случае используется пара валют "доллар/марка", а не "рубль/марка" исключительно в силу более удобного масштаба - 0,5 : 1, а не 3000 : 1. Соответственно, читатель легко

сможет проверить свое понимание данной темы, пересчитав пропорции "доллар/марка" в пропорции "рубль/марка".

Наиболее простой способ для фирмы *X* хеджировать будущие инвалютные поступления - это продажа 100 млн. нем. марок путем заключения форвардного (фьючерсного) контракта со своим банком (или с биржевым брокером) на срок исполнения в 1 год.

1.1. Хеджирование операционного риска с использованием инструментов срочного валютного и денежного рынков

Компания-продавец, имея "длинную" валютную позицию (т.е. нетто-требования в определенной иностранной валюте), потенциально подвержена риску обесценения этой валюты относительно отечественной. В этом случае фирма может применить форвардное хеджирование следующим образом:

а) продать иностранную валюту на срок, согласованный со сроком ее будущих валютных поступлений. Данная операция осуществляется посредством заключения форвардного контракта на продажу иностранной валюты за отечественную (или другую иностранную валюту, если в последней предполагается необходимость в будущем);

б) получить иностранную валюту через соответствующий срок в качестве оплаты за экспортную продажу;

в) отчислить полученную иностранную валюту в качестве оплаты форвардного обязательства и получить предварительно установленную (по форвардному контракту) сумму отечественной валюты.

В то же время компания, имеющая "короткую" валютную позицию (т.е. нетто-обязательства в некоторой иностранной валюте), потенциально подвержена риску удорожания такой иностранной валюты относительно отечественной. Эта фирма купит иностранную валюту, необходимую для будущих платежей, на форвардном рынке. Для этого она заключит соответствующий срочный контракт с банком или биржевым брокером.

Действуя таким образом, компания (либо банк, например, при операциях кредитования и получения займа) в обоих случаях зафиксирует в единицах отечественной валюты стоимость будущего инвалютного денежного потока (поступлений или платежей). Например, форвардно продавая будущие поступления от своей продажи по торговому контракту, фирма *X* трансформирует валютную деноминацию в 100 млн. нем. марок своих будущих поступлений из немецких марок в отечественную валюту (в данном случае - доллары). Тем самым она элиминирует валютный риск.

Теперь предположим, что базовый спот-курс немецкой марки (на момент заключения торгового контракта) следующий: DEM 1 = USD 0,50, а годовой форвардный курс - DEM 1 = USD 0,48, т.е. немецкая марка котируется с форвардным дисконтом в 4%. В этом случае форвардная продажа 100 млн. нем. марок обеспечит гарантированные поступления 48 млн. дол. на 31 декабря (безотносительно к уровню будущего спот-курса).

Без хеджинга фирма *X* имеет дополнительные активы в 100 млн. нем. марок, стоимость которых, пересчитанная в долларах, будет колебаться вслед за изменениями спот-курса "доллар/марка". Фирма будет иметь незакрытую (т.е. спекулятивную) "длинную" валютную позицию, несущую риск снижения курса марки. Так, если спот-курс марки к 31 декабря снизится до 0,45 дол. за марку, то фирма *X* сможет конвертировать полученные 100 млн. нем. марок лишь в 45 млн. дол. Тем самым она лишится 3 млн. дол. по сравнению с гарантированными поступлениями в 48 млн. дол. при условии хеджирования сделки с помощью форвардной операции.

В то же время при благоприятном изменении (в данном случае повышении) курса немецкой марки фирма получит дополнительную прибыль от поддержания открытой валютной позиции по сравнению с величиной поступлений, обеспечиваемых закрытием позиции с помощью форвардной операции. Так, если спот-курс немецкой марки к 31 декабря увеличится до 0,55 дол. за марку, то фирма *X* сможет конвертировать полученные 100 млн. нем. марок в 55 млн. дол. Тем самым она дополнительно получит 7 млн. дол. по сравнению с гарантированными поступлениями в 48 млн. дол. при условии хеджирования сделки с помощью форвардной операции.

Если фирма не захочет поддерживать открытую валютную позицию и прибегнет к форвардному хеджингу, то форвардный контракт создаст дополнительные обязательства фирмы в немецких марках, покрывающие по срочности и по валютной деноминации активы в этой валюте.

Таким образом, дополнительные активы и обязательства в немецких марках, созданные соответственно первоначальным торговым контрактом на продажу товара за иностранную валюту и затем форвардным валютным контрактом на продажу инвалютных поступлений, компенсируют (или уничтожат) друг друга. Этим элиминируется риск снижения стоимости иностранной валюты против отечественной. В итоге фирма остается с нетто-активами (т.е. требованиями на будущие поступления), выраженными в отечественной валюте, на сумму в 48 млн. дол. Такая "длинная" позиция компании (а в сходной ситуации, и банка - при предоставлении кредита в иностранной валюте и его покрытии через форвардную продажу) будет подвержена риску инфляционного обесценения отечественных денег, а кроме того, она может иметь высокую альтернативную стоимость (т.е. быть подверженной процентному риску), однако фирма тем самым защитит себя от валютного операционного риска. В то же время вместо покрытия будущих валютных поступлений с помощью форвардного контракта на продажу инвалюты фирма может использовать инструменты денежного рынка для той же цели.

Денежно-рыночный хеджирование включает одновременные заимствование и инвестирование в двух различных валютах с целью покрытия будущих инвалютных денежных потоков. Продолжая наш пример, предположим, что процентные ставки по немецким маркам и долларам равны 15 и 10,4% соответственно.

Тогда, используя денежно-рыночный хеджирование, фирма X осуществит такую последовательность операций:

- а) заимствует (в банке или эмитировав коммерческие бумаги) 86,957 млн. нем. марок (100 млн. нем. марок / 1,15) на 1 год;
- б) конвертирует заимствованные марки в 43,478 млн. дол. (по спот-курсу на день подписания контракта в 0,5 дол. за немецкую марку);
- в) инвестирует эти доллары на 1 год (на банковский депозит или в рыночные ценные бумаги) под 10,4% годовых;
- г) получит в конце года 48 млн. дол. ($43,478 \text{ млн. дол.} \times 1,104$) от своих долларовых инвестиций;
- д) получит от фирмы Y 100 млн. нем. марок в качестве платежа за товары;
- е) использует их для возврата основного долга и процентных платежей банку (или покупателям коммерческих бумаг).

В этом случае денежные потоки фирмы по операциям заимствования и кредитования точно покрывают денежные потоки фирмы по торговой и конверсионной операциям. В итоге фирма X получит 48 млн. дол. в качестве поступлений на свой банковский счет (т.е. фирма останется с нетто-"длинной" позицией в 48 млн. дол. активов, которые являются результатом ее долларовых инвестиций).

Заметим, что равенство нетто-денежных потоков от рассмотренных двух типов хеджирования не является обязательным. В нашем примере процентные ставки, форвардные и спот-курсы были выбраны так, чтобы поддерживался паритет процентных ставок. В ином случае существуют возможности для покрытого процентного арбитража, а следовательно, необходимость выбора более дешевого метода хеджирования из двух уже описанных.

Кроме того, одним из способов хеджирования валютного контрактного риска является использование опционов на продажу или покупку иностранной валюты. Подробно этот инструмент рассматривается в гл. 3. Здесь мы определим лишь некоторые общие правила, которым обычно следует фирма (банк) при выборе между валютными опционными и форвардными (фьючерсными) контрактами для хеджировочных целей, а именно:

- а) если точно известна величина будущих платежей в иностранной валюте, то заключают форвардный (фьючерсный) контракт на покупку соответствующей иностранной валюты; если эта величина с точностью неизвестна, то покупают колл-опцион на валюту (т.е. опцион на покупку соответствующей иностранной валюты);
- б) если точно известна величина будущих поступлений в иностранной валюте, то заключают форвардный (фьючерсный) контракт на продажу соответствующей иностранной валюты; если эта величина с точностью неизвестна, то покупают пут-опцион на валюту (т.е. опцион на продажу соответствующей иностранной валюты);
- в) если величина будущих инвалютных потоков известна лишь частично, то используют форвардный (фьючерсный) контракт на покупку или продажу иностранной валюты для хеджиро-

вания известной величины денежного потока от валютных операций, а опционный контракт покупают для хеджирования максимальной величины неопределенного остатка.

При этом предполагается, что целью фирмы (банка) является снижение риска, а не спекуляция на предполагаемом направлении движения или на колеблемости валютных курсов. Кроме того, предполагается, что форвардные (фьючерсные) опционные контракты правильно оцениваются на рынке. Так, на эффективном рынке ожидаемая стоимость любого из этих контрактов должна быть близка к нулю. Любой другой результат приведет к возможности получения арбитражных прибылей, а существование таких прибылей привлечет арбитражеров. Попытки последних получить прибыль из неравновесных котировок вернут эти котировки к их равновесным уровням.

Далее, фирма может управлять своим валютным операционным риском, не прибегая к инструментам форексного или денежного рынков, а посредством включения соответствующих условий в торговый контракт (так называемые "перенос риска на контрагента", "разделение риска"), а также с помощью неттинга риска. Охарактеризуем эти способы хеджинга.

1.2. Хеджирование валютного операционного риска с использованием переноса риска на контрагента

Фирма *X* уничтожила бы свой операционный риск полностью, если бы покупатель (фирма *Y*) позволил установить платеж в долларах. Такое решение не элиминирует валютный риск как таковой, оно переносит этот риск с продавца на покупателя. Фирма *Y* в этом случае будет иметь незакрытую долларовую нетто-“короткую” позицию, подвергаясь риску удорожания доллара против немецкой марки. При этом согласится ли фирма *Y* нести такой валютный риск, зависит главным образом от следующих обстоятельств:

- а) каков тип рынка продукции, являющейся предметом контракта, - рынок продавца или рынок покупателя;
- б) имеются ли у сторон обязательства или требования в иностранных валютах, противоположные тем, которые могут возникнуть в результате заключения торгового контракта;
- в) каков статус валюты в стране покупателя и в стране продавца - свободно конвертируемая, ограниченно конвертируемая, неконвертируемая;
- г) существует ли валютный контроль в странах-контрагентах;
- д) существуют ли устоявшиеся обычаи осуществления платежей на мировом рынке при торговле данным типом товара.

Так, если рынок продукции, являющейся предметом контракта, можно охарактеризовать как рынок продавца, то продавец, при прочих равных условиях сможет настоять на установлении платежа в его отечественной валюте. Тем самым он перенесет валютный операционный риск на покупателя. Если рынок продукции, являющейся предметом контракта, является рынком покупателя, то продавец при прочих равных условиях не сможет настоять на установлении платежа в его отечественной валюте.

Далее, если у сторон до контракта имелись обязательства и (или) требования в иностранных валютах, противоположные тем, которые могут возникнуть в результате заключения торгового контракта, то стороны могут договориться о деноминации платежа по контракту в такой валюте, которая погашала бы их открытые доконтрактные валютные позиции. Это называется неттингом валютной позиции (подробнее см. подпараграф 1.4).

Если валюта в стране покупателя не является свободно конвертируемой (как, например, рубль) и если продавец не имеет обязательств в этой валюте на территории страны покупателя, то при прочих равных условиях платеж по торговому контракту будет установлен в валюте страны продавца или в третьей валюте. Если же валюта в стране покупателя является полностью свободно конвертируемой, то валюта платежа по контракту будет определена именно в зависимости от "прочих равных условий". В частности, на рынке покупателя она может соответствовать валюте покупателя. Далее, если в одной из стран-контрагентов или в них обеих действуют те или иные формы валютного контроля, то сторонам в контракте может оказаться выгодным фактурировать счета в какой-либо третьей валюте. Наконец, если на мировом рынке при торговле данным типом товара существуют некоторые устоявшиеся обычаи деноминации платежей (например, в долла-

рах), то контракт может быть деноминирован именно в этой валюте, часто независимо от предпочтений сторон-контрагентов.

В целом перенос валютного риска на контрагента как форма хеджирования операционного валютного риска имеет определенное распространение в международном бизнесе. Так, фирмы обычно стремятся фактурировать свой экспорт в сильной, а импорт - в слабой валюте. При этом необходимо учитывать, что этот прием трудно использовать, если фирма имеет дело с информированной стороной, которая сама стремится перенести риск по сделке на контрагента.

1.3. Хеджирование с использованием разделения валютного операционного риска

Фирма-продавец и фирма-покупатель также могут договориться о разделении валютного риска, связанного с заключаемым контрактом. Оно может быть осуществлено с помощью хеджировых оговорок, включенных в соответствующий торговый контракт. Такое разделение риска обычно имеет форму ценовой оговорки, при которой базовая цена корректируется при определенных изменениях валютного курса. Например, базовая цена могла быть установлена в 100 млн. нем. марок, но стороны договорились разделить валютный риск сверх некоторой нейтральной зоны, в рамках которой риск не разделяется.

Предположим, что нейтральная зона определена как пределы колебаний валютного курса от 0,48 до 0,52 дол. за немецкую марку, причем базовый курс составляет 0,50 дол. за немецкую марку. Это означает, что обменный курс может понизиться до 0,48 или повыситься до 0,52 дол. за немецкую марку без изменения номинальной контрактной цены. Если обменный курс к моменту платежа останется в пределах нейтральной зоны, то фирма-покупатель должна уплатить фирме-продавцу долларовый эквивалент в 100 млн. нем. марок по базовому курсу в 0,50 дол. за немецкую марку, т.е. 50 млн. дол. Таким образом, расходы фирмы Y могут варьироваться от 96,15 до 104,17 млн. нем. марок ($50\,000\,000/0,52$ и $50\,000\,000/0,48$).

Однако если колебания обменного курса выйдут за пределы этой установленной контрактом нейтральной зоны, то потребуются корректировка цены контракта, а следовательно, и суммы платежа. Так, предположим, немецкая марка обесценится с 0,50 до 0,44 дол. за марку, т.е. фактический курс будет на 0,04 дол. меньше, чем нижняя граница нейтральной зоны. Эта величина отклонения от лимитированного предела колебаний, как установлено в контракте, должна быть разделена пополам. Таким образом, валютный курс, фактически используемый при расчете по операции, составит 0,48 дол. за немецкую марку ($0,50 - 0,04/2$). Тогда новая контрактная цена будет равна $DEM\ 100\,000\,000 \times 0,48$, или 48 млн. дол. Расходы фирмы-покупателя увеличатся до 109,09 млн. нем. марок ($48\,000\,000/0,44$). В отсутствие соглашения о разделении риска контрактная сумма для фирмы-поставщика могла бы быть равной 44 млн. дол.

Соответствующий перерасчет будет осуществлен, если фактический обменный курс к моменту платежа превысит верхнюю границу нейтральной зоны.

1.3. Хеджирование валютного операционного риска с использованием неттинга открытых валютных позиций

Неттинг операционного валютного риска означает покрытие позиции (риска) в некоторой валюте посредством создания противоположной позиции в той же самой или в некоторой другой валюте. При этом ожидается, что обменные курсы этих валют будут двигаться таким образом, что убытки (доходы) на первую рисковую (открытую) валютную позицию будут покрываться доходами (убытками) на вторую (компенсирующий риск) валютную позицию.

В целом общий риск портфеля всех валютных позиций будет меньше, чем сумма отдельных рисков по каждой валютной позиции, рассмотренной отдельно. Такой портфельный подход к хеджированию валютных рисков основан на использовании синергетического эффекта, возникающего при совместном управлении несколькими валютными позициями одновременно. При применении неттинга риска предполагается, что целью является нетто-доход на весь портфель, подверженный валютно-курсовому риску, а не доход (убыток) на какую-либо отдельную операцию или балансовую позицию в иностранной валюте.

Очевидно, что "короткая" позиция в некоторой иностранной валюте полностью покрывается "длинной" позицией в той же самой иностранной валюте, если их суммы и сроки погашения

(закрытия) совпадают. Например, 1 млн. нем. марок счетов к получению и 1 млн. нем. марок счетов к платежу покрывают друг друга, не оставляя доналогового нетто-риска. Кроме того, неттинг валютного риска достигается с помощью взаимного покрытия позиций в различных валютах. В этом смысле компании постоянно практикуют многовалютный неттинг риска. Например, фирма будет терпимой к "короткой" позиции в швейцарских франках, если она имеет "длинную" позицию в немецких марках такой же срочности и величины, поскольку валютные курсы этих двух валют весьма тесно коррелируют друг с другом, двигаясь фактически в тесной связке. Таким образом, валютные риски фирмы рассматриваются как портфель.

На практике неттинг валютного риска осуществляется следующим образом:

а) фирма (банк) покрывает "длинную" позицию в некоторой валюте с помощью "короткой" позиции в той же самой валюте;

б) фирма (банк) покрывает "длинную" позицию в одной валюте при помощи "короткой" позиции в другой, если движения валютных курсов этих двух валют положительно коррелированы (например; швейцарского франка и немецкой марки или доллара США и канадского доллара);

в) фирма (банк) использует "короткую" позицию в одной валюте для покрытия "длинной" позиции в другой валюте, если движения обменных курсов двух валют отрицательно коррелированы друг с другом.

Кроме операционного, к валютному аккаунтинговому риску относится также валютный трансляционный риск, т.е. опасность неблагоприятного изменения финансовой отчетности подразделений фирмы (банка) при пересчете из иностранной валюты в отечественную (в процессе консолидации с финансовой отчетностью родительской компании). Охарактеризуем способы защиты от трансляционного валютного риска.

2. УПРАВЛЕНИЕ ВАЛЮТНЫМ ТРАНСЛЯЦИОННЫМ РИСКОМ

Базовая хеджинговая стратегия для уменьшения трансляционного риска сводится к увеличению суммы активов, деноминированных в валютах, обменный курс которых (относительно отечественной валюты) прогнозируется к повышению, а также к уменьшению суммы активов, деноминированных в валютах, обменный курс которых (относительно отечественной валюты) прогнозируется к понижению. Наоборот, фирма (банк) будет уменьшать обязательства, выраженные в сильных валютах, и увеличивать обязательства, выраженные в слабых валютах.

Например, если вероятна тенденция к девальвации некоторой иностранной валюты, то базовая стратегия по покрытию валютного трансляционного риска будет включать, в частности, следующее:

а) снижение уровня остатков на текущих счетах в этой валюте;

б) уменьшение сроков предоставляемых торговых кредитов по продажам для снижения величины счетов к получению, которые выражены в этой валюте;

в) увеличение заимствований в этой валюте;

г) замедление расчетов по счетам к платежу;

д) заключение форвардных контрактов на продажу этой иностранной валюты.

Однако эти хеджинговые техники не приносят успеха. Так, если рынок признает вероятность повышения или понижения обменного курса той или иной валюты, то это признание будет отражено в стоимости различных хеджинговых техник (например, с использованием форвардного курса). Именно поэтому лишь если ожидания фирмы отличаются от рыночных, такого рода хеджинг приведет к уменьшению ее издержек.

В соответствии с этой базовой хеджинговой стратегией в распоряжении фирмы (банка) имеются следующие методы для управления валютным трансляционным риском:

а) коррекция потоков валютных фондов;

б) заключение форвардных контрактов на продажу или покупку инвалюты;

в) неттинг риска.

2.1. Техники хеджинга валютного трансляционного риска

Итак, для хеджирования трансляционного риска, связанного с предполагаемым снижением курса иностранной валюты, фирмы (банки) уменьшают активы и увеличивают обязательства в та-

кой валюте, тем самым увеличивая свои нетто-текущие обязательства (т.е. величину фондов или "короткой" позиции) в такой валюте. Далее, для снижения аккаунтингового риска фонды в слабой валюте, не покрытые активами в этой валюте, конвертируют в активы, выраженные в валюте, курс которой прогнозируется к повышению.

Например, компания снизит свои трансляционные убытки, если до начала понижения обменного курса некоторой иностранной валюты относительно отечественной она конвертирует часть или все свои активы в этой валюте в отечественную валюту (или в другую сильную валюту). Такая конверсия может быть осуществлена, прямо или косвенно, посредством различных техник по корректировке фондов.

2.1.1. Хеджинг валютного трансляционного риска с использованием коррекции валютных потоков

Техника коррекции потока валютных фондов сводится к изменению величины и (или) валюты планируемых денежных потоков фирмы. Прямые методы такой коррекции включают:

а) установление цен на экспортную продукцию в сильных, а на импортную - в слабых валютах;

б) инвестирование в ценные бумаги и другие активы, выраженные в сильных валютах;

в) заимствования и создания других типов обязательств в слабых валютах.

Косвенные методы коррекции валютных потоков охватывают:

а) изменение трансферных цен по внутрифирменным продажам;

б) ускорение или замедление внутрифирменных платежей дивидендов, комиссионных и ройялти;

в) применение техники лидз-энд-лэгз по внутрифирменным счетам к получению и платежу;

г) использование других методов внутрифирменных трансферов фондов.

Эти техники были охарактеризованы в гл. 7 (§ 5). Далее обобщены базовые техники хеджирования трансляционного валютного риска. При этом наиболее часто используется метод "лидз-энд-лэгз". Он означает ускорение или задержку инкассирования или платежа по межфилиальным счетам к платежу или к получению.

Базовые техники хеджирования трансляционного валютного риска при изменении курса иностранной валюты

Случай "А". Хеджинг трансляционного валютного риска при ожидании девальвации иностранной валюты против отечественной

1. Заключение форвардных контрактов на продажу слабой иностранной валюты.
2. Снижение уровня денежных средств на банковских счетах и рыночных ценных бумаг в слабой иностранной валюте.
3. Уменьшение счетов к получению в слабой иностранной валюте (ужесточение условий торгового кредита).
4. Задержка инкассирования счетов к получению в сильной валюте.
5. Ускорение импорта товаров в сильной валюте.
6. Увеличение заимствований в слабой иностранной валюте.
7. Задержка оплаты счетов к платежу в слабой иностранной валюте.
8. Ускорение переводов дивидендов и комиссионных в слабой валюте в адрес родительской фирмы и других подразделений компании.
9. Ускорение оплаты межфилиальных счетов к платежу в слабой валюте.
10. Задержка инкассирования межфилиальных счетов к получению в слабой иностранной валюте.
11. Фактурирование новых контрактов по экспорту в сильной, а по импорту — в слабой иностранной валюте.

Случай "Б". Хеджинг трансляционного валютного риска при ожидании ревальвации иностранной валюты против отечественной

1. Заключение форвардных контрактов на покупку сильной иностранной валюты.
2. Увеличение суммы денежных средств и рыночных ценных бумаг в сильной иностранной валюте.
3. Увеличение счетов к получению в сильной иностранной валюте (ослабление условий торгового кредита).
4. Ускорение инкассирования счетов к получению в слабой валюте.
5. Замедление импорта товаров в слабой валюте.
6. Уменьшение заимствований в сильной валюте.
7. Ускорение оплаты счетов к платежу в сильной иностранной валюте.
8. Задержка переводов дивидендов, комиссионных и ройялти в сильной валюте в адрес родительской фирмы и других подразделений компании.
9. Задержка оплаты межфилиальных счетов к платежу в сильной валюте.
10. Ускорение инкассирования межфилиальных счетов к получению в сильной валюте.
11. Фактурирование новых контрактов по экспорту в сильной, а по импорту — в слабой иностранной валюте.

Заметим, что существуют ограничения на использование ранее приведенных хеджинговых техник. Так, во-первых, некоторые из представленных техник и инструментов могут потребовать значительного времени для своего введения в действие. Во-вторых, в ряде случаев трудно изменить однажды введенную технику (например, уровень трансферной цены, комиссионных, ройялти и дивидендов). Наконец, в-третьих, ряд техник обычно не находятся под контролем финансовых менеджеров, а относятся к сфере общекорпоративной политики (изменение трансферных цен, комиссионных, ройялти, изменение величины или срока выплаты дивидендов).

Следовательно, задачей финансовых менеджеров является разъяснение лицам, принимающим общекорпоративные решения, характера воздействия этих техник на уровень общего корпоративного риска.

2.1.2. Использование валютных форвардных контрактов и неттинга риска для хеджирования трансляционного риска

В целом заключение форвардных (фьючерсных) контрактов является наиболее популярным инструментом по защите от валютного трансляционного риска, хотя увеличивается значимость использования техники "лидз-энд-лэгз". Более того, для операций в валютах, по которым не существует рынка форвардных контрактов, лидз-энд-лэгз, а также заимствования в местной иностранной валюте, являются наиболее важными инструментами хеджирования трансляционного риска.

Однако большая часть международного бизнеса осуществляется в тех нескольких валютах, для которых существуют развитые форвардные рынки (эти валюты активно используются фирмами (банками, правительственными агентствами). Продажа или покупка форвардных инвалютных контрактов снижает трансляционный риск фирмы, поскольку создает требования (активы) или обязательства в иностранной валюте, компенсирующие такой риск.

Предположим, что на некоторую дату (например, начало октября) английское подразделение американской фирмы "IBM" имеет трансляционный риск в 50 млн. ф. ст., так как активы фирмы в фунтах стерлингов превышают обязательства в этой валюте на такую величину. Английское подразделение фирмы "IBM" может покрыть трансляционный риск посредством продажи 50 млн. ф.ст. на форвардном рынке со сроком погашения на дату составления консолидированного баланса фирмы (конец декабря). Тогда убыток (доход) на эту трансляционную позицию будет покрыт корреспондирующим доходом (убытком) на форвардный контракт.

Заметим при этом, что доход (или убыток) на форвардный контракт имеет форму денежного потока. Однако он используется для нейтрализации нереализуемого в деньгах трансляционного (бухгалтерского) убытка (или дохода). Это может, в свою очередь, потребовать дополнительного хеджинга. Причем теперь уже это будет хеджинг валютного операционного риска.

Наконец, неттинг риска является дополнительной техникой по менеджменту валютного трансляционного риска, которая полезна для крупных фирм (банков) с валютными позициями в нескольких иностранных денежных единицах. Как уже было указано, эта техника означает компенсирование открытой позиции в одной валюте посредством открытия противоположной (или такой же) позиции в той же (или в другой) иностранной валюте. При этом хеджинг осуществляется с той целью, чтобы доходы или убытки по этим позициям компенсировали друг друга. Заметим также, что основы неттинг-системы фирмы были затронуты в гл. 7 (§ 2).

РЕЗЮМЕ

Итак, в соответствии с ожидаемыми изменениями валютных курсов фирмы обычно заключают форвардные контракты, осуществляют заимствования иностранной валюты и коррекцию своей ценовой и кредитной политики. При этом критерием выбора выступает сравнительная стоимость этих видов хеджинга.

В нормальной ситуации хеджирование не может быть выгодным при ориентировке на ожидаемые изменения валютного курса. Так, множество эмпирических исследований показывают, что форвардные курсы предоставляют несмещенную оценку будущего спот-курса. Более того, согласно международному эффекту Фишера, при отсутствии правительственного контроля дифференциалы процентных ставок между странами должны уравниваться с ожидаемыми темпами изменения валютных курсов (т.е. со временем трансляционные доходы или убытки на долговые обязательства и активы в сильных валютах будут компенсироваться низкими процентными ставками, а в слабых валютах - высокими).

Другие хеджинговые методы, с помощью которых в ценовых и кредитных решениях учитываются ожидаемые изменения валютных курсов, могут быть прибыльными лишь за счет контрагентов. Таким образом, для того чтобы получить выгоду из подобных корректировок торговых условий, необходимо осуществлять сделки с непрофессиональными партнерами. Однако такая политика вряд ли будет жизнеспособной длительное время в высококонкурентном и хорошо информированном мире международного бизнеса.

Таким образом, главной ценностью хеджинга является защита фирмы (банка) от неожиданных изменений валютного курса. Причем, по определению, такие изменения непредсказуемы и, следовательно, с их помощью невозможно постоянно получать прибыль. Конечно, если правительства мешают процентным ставкам и валютным курсам полностью корректироваться в соответствии с рыночными ожиданиями, то некоторые участники рынка могут получить прибыль от валютных изменений. Тем не менее сам характер таких несовершенств рынка ограничивает способность компании использовать подобные прибыльные финансовые возможности.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Если валюта, в которой компания имеет "длинную" позицию, находится под угрозой ослабления, то она будет продаваться форвардно. Прокомментируйте такую политику.
- 2) Вместо политики всегда хеджировать свои инвалютные счета к получению фирма решила хеджировать лишь в том случае, если она верит, что отечественная валюта усилится. В других случаях эта позиция будет оставлена непокрытой. Прокомментируйте эту новую политику.
- 3) Какова базовая схема хеджинговой стратегии для покрытия трансляционного валютного риска? Как она работает?
- 4) Международные фирмы всегда могут снизить инвалютный риск, с которым сталкиваются их иностранные подразделения, посредством заимствования в местной иностранной валюте. Истинно ли это утверждение? Почему?
- 5) Что является отечественным аналогом валютному риску? Объясните.
- 6) Импортёр должен уплатить 100 000 дол. через 90 дней.
 - а) Если 90-дневный форвардный курс доллара составляет 5500 руб., а спот-курс, ожидаемый через 90 дней, - 5 400 руб., то каковы издержки хеджирования при осуществлении такого платежа?

- б) Какие дополнительные факторы будут воздействовать на решение о хеджировании?
- 7) Французский корпоративный казначей ожидает получить платеж в 11 млн. нем. марок через 90 дней от немецкого покупателя. Текущий спот-курс составляет DEM 0,29870/FRF 1, а 90-дневный форвардный курс - DEM 0,29631/FRF 1. Кроме того, 3-месячные евромарковые и еврофранковые ставки составляют 9,8 и 12,3% годовых соответственно.
- а) Какова хеджированная стоимость счетов к получению в немецких марках при использовании форвардного контракта?
- б) Опишите, как французский казначей мог бы использовать денежно-рыночный хеджирование для покрытия в франках счетов к получению, деноминированных в немецких марках? Каков эффективный форвардный курс, который казначей может получить, используя такой денежно-рыночный хеджирование?
- в) Существуют ли арбитражные возможности с учетом ваших ответов на подпункты "а" и "б"? Каким образом казначей мог бы воспользоваться их преимуществом?
- 8) Инвестиционный менеджер хеджирует портфель бундсов (германских правительственных облигаций) при помощи 6-месячного форвардного контракта. Текущий спот-курс составляет DEM 1,64/USD 1, а 180-дневный форвардный курс - DEM 1,61/ USD 1. В конце 6-месячного периода бундсы увеличились в стоимости на 3,75% (в терминах DEM), тогда как спот-курс составил DEM 1,46/USD 1.
- а) Если бундсы приносят процент по годовой ставке в 5%, уплачиваемой каждые полгода, то каков общий долларовый доход инвестиционного менеджера на прохеджированные бундсы?
- б) Какой доход на бундсы мог бы быть без хеджирования?
- в) Какова была истинная стоимость форвардного контракта?

Глава 11. Валютно-экономический риск: Идентификация и менеджмент

ЦЕЛИ

- Определить валютно-экономический риск.
- Скалькулировать реальный валютный курс и описать последствия изменений реального валютного курса.
- Используя регрессионный анализ, скалькулировать экономический риск, к которому ведет изменение валютного курса.
- Описать маркетинговую, производственную и финансовую стратегии, которые применимы для коррекции экономических последствий изменений валютных курсов.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Валютно-экономический риск	Операционный валютный риск
Валютный риск	Производственная стратегия
Конкурентный риск	Реальный валютный курс
Контрактный валютный риск	Регрессионный анализ
Маркетинговая стратегия	

Изменения валютных курсов имеют не только аккаунтинговые, но и оказывают реально-экономические эффекты на денежные потоки фирмы, воздействуя на решения о зарубежных продажах, ценообразовании, покупках, кредитной политике, размещении производственных мощностей. В данной главе дается определение валютно-экономического риска, а также рассматриваются его характер и экономические влияния изменений валютных курсов на стоимость фирмы.

1. ИДЕНТИФИКАЦИЯ ВАЛЮТНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РИСКА

Важный аспект менеджмента валютного риска - включить оценки его величины в базовые корпоративные решения. Валютно-экономический риск определяется как степень, в которой на стоимость компании (ее денежные потоки) воздействуют изменения валютных курсов. В этом параграфе мы определим валютно-экономический риск и охарактеризуем подходы для его измерения.

1.1. Определение валютно-экономического риска

При использовании аккаунтингового определения валютного риска основной акцент делается на том воздействии, которое оказывают валютно-курсовые изменения на финансовую отчетность фирмы (банка). Экономическая концепция валютного риска фокусируется на воздействии валютного курса на будущие денежные потоки фирмы (банка).

Так, приведенная стоимость ожидаемых будущих денежных потоков фирмы определяет текущую стоимость фирмы. Фирма будет подвержена валютному экономическому риску, если отношение прироста приведенной стоимости к приросту валютного курса не равно нулю. Валютный риск, в свою очередь, определяется как колеблемость стоимости фирмы, обусловленная неопределенностью изменений валютного курса. Таким образом, валютно-экономический риск определим как вероятность того, что валютно-курсовые колебания изменят величины будущих денежных потоков фирмы.

Валютно-экономический риск декомпозируется на два компонента: контрактный и конкурентный риск. Контрактный риск возникает как возможность получения валютных доходов или убытков фирмой в связи с исполнением валютно-деноминированных контрактных обязательств. Этот тип риска отчасти рассматривается как аккаунтинговый (см. гл. 9 и 10), однако в то же время он имеет "денежно-поточный" характер, а следовательно, является частью экономического риска.

Далее, если даже фирма полностью проехджировала свой контрактный риск, то она может столкнуться с долгосрочным конкурентным риском. Последний возникает в силу того, что изменения валютного курса могут изменить будущие доходы и издержки компании, т.е. ее общие денежные потоки, не связанные с отдельными сделками. Измерение этого типа риска требует долгосрочного рассмотрения рыночных позиций фирмы (банка), на конкурентоспособность которых (по издержкам и ценам) могут воздействовать изменения валютного курса. Таким образом, фирма столкнется с конкурентным риском в тот момент, когда она инвестирует деньги для работы на рынке с сильной иностранной конкуренцией или для получения товаров или сырья за границей. Такие инвестиции включают развитие новых продуктов, сети распределения, заключение иностранных контрактов на поставку, а также создание производственных мощностей. В этом случае валютный контрактный риск появляется позднее, когда фирма начнет осуществлять валютно-деноминированные покупки и продажи.

1.2. Измерение валютно-экономического риска

Измерение валютно-экономического риска довольно затруднено, так как невозможно оценить эффекты изменений валютного курса без одновременного анализа воздействия на денежные потоки относительных темпов инфляции, которые лежат в их основе, связанных с каждой валютой. В силу этого на конкурентный риск компании воздействуют лишь изменения в реальном валютном курсе.

Соответственно значительное изменение в номинальном валютном курсе, сопровождаемое равным изменением в уровне цен, не будет иметь воздействия на относительные конкурентные позиции отечественных фирм и их иностранных конкурентов, а следовательно, не изменит реальных денежных потоков.

Наоборот, если изменится реальный курс, то это изменит относительные цены, т.е. пропорции цен отечественных товаров к ценам иностранных товаров, а следовательно, относительную конкурентоспособность фирмы. Без изменений относительных цен фирма не сталкивается с реальным конкурентным валютным риском. Если поддерживается паритет покупательной способности, то движение валютного курса точно покрывает изменения в уровне иностранных цен, не затрагивая при этом величину денежных потоков в отечественной валюте.

Если фирма входит в контракты, фиксированные в иностранной валюте (торговый контракт, долговое обязательство с фиксированной процентной ставкой, долговременный лизинг, трудовые контракты, рента), и эти контракты индексируются, а реальный курс остается постоянным, то валютный риск элиминируется.

В целом снижение реальной стоимости отечественной валюты делает экспортные и импортозамещающие товары более конкурентоспособными. Наоборот, реальное удорожание национальной валюты ухудшает положение национальных экспортеров и продуцентов, конкурирующих с импортом, действуя как налог на экспорт и как субсидия импортеру.

Итак, экономическое воздействие изменений валютных курсов на фирму зависит от того, полностью ли покрыто изменение валютного курса разницей в темпах инфляции. Если (из-за ценового контроля, изменения монетарной политики и др.) реальный валютный курс (а следовательно, относительные цены) изменится, то такое изменение относительных цен, в конечном счете, определит долгосрочный конкурентный риск фирмы. При этом режим фиксированных валютных курсов может привести даже к большему валютному конкурентному риску, чем режим плавающих курсов. В свое время это было одним из аргументов сторонников замены Бреттон-Вудской валютной системы на новый валютный стандарт.

1.3. Операционное измерение валютно-экономического риска

Определение истинной подверженности фирмы валютному риску требует прогнозирования будущих денежных потоков, а также определения их чувствительности к изменениям валютного курса.

Техника для измерения валютно-экономического риска может быть прямолинейной и требовать исторических данных о фактических операциях фирмы, данных о сделках фирм-конкурентов, среднеотраслевых величинах или данных по соответствующим товарным группам.

Так, компания сталкивается с валютно-экономическим риском в той степени, в какой колебания отечественно-валютной стоимости ее денежных потоков коррелируют с колебаниями номинального валютного курса. Следовательно, самый простой и прямой путь измерить такой риск - провести регрессионный анализ фактических денежных потоков из прошлых периодов, конвертировав их в отечественно-валютную стоимость по среднему курсу за корреспондирующий период. Такой подход может дать оценку следующей регрессии:

$$CF(t) = \alpha + \gamma ER(t) + u(t),$$

где $CF(t)$ - стоимость денежных потоков фирмы, выраженная в отечественной валюте (за период t); $ER(t)$ - средний номинальный валютный курс (стоимость иностранной валюты в единицах отечественной валюты) в течение периода t ; $u(t)$ - случайная ошибка.

Квалифицированно результаты регрессионного анализа сводится к оценке трех ключевых параметров:

- 1) гамма-коэффициента (коэффициента эластичности), измеряющего чувствительность денежных потоков к изменениям валютного курса;
- 2) t -статистики, измеряющей статистическую значимость γ -коэффициента;
- 3) коэффициента корреляции, измеряющего дисперсию денежного потока, которая объясняется дисперсией валютного курса.

Так, чем выше γ - коэффициент, тем сильнее воздействие изменений валютного курса на стоимость денежных потоков фирмы, и наоборот; t - статистика определяет уровень доверия к величине γ - коэффициента. Однако даже если фирма имеет большой и статистически значимый, γ - коэффициент и, таким образом, сталкивается с реальным валютным риском, то такая ситуация не означает с необходимостью, что изменения валютного курса являются важной детерминантой общего риска фирмы.

Реально значимым является параметр, отражающий долю общей дисперсии корпоративного денежного потока, которая обусловлена колебаниями валютного курса (т.е. наиболее важный параметр для определения фирмой политики менеджмента валютного риска - это коэффициент корреляции денежных потоков фирмы и валютно-курсовых колебаний). Например, если измене-

ния валютного курса объясняют лишь 1% от общей дисперсии денежного потока, то фирма не должна направлять большое количество ресурсов для менеджмента инвалютного риска, даже если γ - коэффициент большой и статистически значимый.

При этом пригодность данного метода для измерения валютно-экономического риска зависит оттого, насколько чувствительность будущих денежных потоков к изменениям валютного курса может быть похожей на свои исторические аналоги, поскольку прошлые показатели не являются надежной основой для прогнозирования будущего.

2. МЕНЕДЖМЕНТ ВАЛЮТНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РИСКА

В этом параграфе рассматриваются базовые подходы, которые определяют стратегию менеджмента валютно-экономического риска, связанную с коррекциями маркетинговой, производственной и финансовой политики фирмы, которые применяются для сглаживания экономических последствий изменения валютного курса. Так, поскольку валютный риск воздействует на все стороны операций компании, он не должен быть заботой лишь финансовых менеджеров. Операционные менеджеры также должны предпринимать маркетинговые и производственные усилия по нейтрализации этого риска, которые обеспечивали бы прибыльность компании для долгосрочных периодов.

2.1. Направленность стратегии управления валютно-экономическим риском

Стратегия менеджмента валютно-экономического риска нацелена на защиту отечественно-валютной прибыли компании (банка). Так, фирмы могут относительно легко хеджировать риски, связанные с прогнозируемыми денежными потоками по отдельным операциям. Однако конкурентные риски являются долгосрочными и не могут быть покрыты единственно с помощью финансовых хеджировочных техник. Такие риски требуют долгосрочных корректировок всей стратегии работы компании (банка).

Итак, в той степени, в которой изменения валютного курса ведут к изменениям относительных цен, в этой степени будут изменяться и конкурентные позиции фирмы. Следовательно, фирма должна корректировать производственный процесс, или свой маркетинг-микс, для приспособления к новым соотношениям относительных цен; к новой конкурентной позиции фирмы. Причем фирма (это же касается и банка) должна применять скорее проактивные (т.е. превентивные, упреждающие), чем реактивные стратегические альтернативы, чтобы получить конкурентные международные преимущества.

2.2. Использование маркетинговой и производственной программ для менеджмента валютно-экономического риска

В целом компании способны противодействовать болезненным последствиям колебаний валютных курсов или даже получать прибыли, используя те возможности, которые предоставляют такие валютные флуктуации. Это осуществляется посредством применения техник валютно-финансового хеджирования для ограждения отдельных операций фирмы от колебаний номинальных обменных курсов. Защита же общих конкурентных позиций компании от неблагоприятных изменений реального валютного курса может быть осуществлена лишь посредством необходимых изменений маркетинговой и производственной программы, а также коррекции финансовой политики фирмы.

Так, характер маркетинговых и производственных ответов на изменения реальных валютных курсов (т.е. на различия между номинальными и реальными курсами) зависит от ожидаемой продолжительности этих изменений. Например, вслед за реальным удорожанием отечественной валюты экспортер должен решить, повышать ли и сколь сильно свои инвалютные цены. Если изменение, как ожидается, будет временным, то экспортер предпочтет поддерживать свои инвалютные цены на существующем уровне. Этот ответ может означать временное снижение удельной прибыльности (т.е. в расчете на единицу товара). Однако альтернативное решение в виде повышения цен в настоящее время и их снижения в будущем (когда реальный валютный курс снизится) будет более дорогим.

Следует помнить, что долгосрочное изменение в реальном валютном курсе, которое ожидает фирма, заставит ее увеличить инвалютные цены даже за счет временной потери части экспортных продаж. Если же издержки переполучения рыночной доли (т.е. восстановления объема продаж) велики, то фирма будет держать инвалютные цены постоянными, ориентируясь на перемещение производства за рубеж для сохранения своей долгосрочной прибыльности.

Таким образом, одной из задач менеджера по международному маркетингу в компании должна быть идентификация вероятных последствий изменения реальных валютных курсов (относительных цен) для конкурентных позиций фирмы. Далее, на этой основе фирма должна противодействовать вероятному ухудшению своей конкурентоспособности, вызванной диспаритетом между реальным и номинальным валютными курсами, посредством коррекции своей ценовой и продуктовой политики, в том числе по выбору рынка, ценовой стратегии, стратегии продвижения товаров и продуктовой стратегии.

В том же ключе должен осуществляться "производственный" менеджмент валютно-экономического риска. При этом, в частности, задействуются изменение источников сырья компании, перераспределение производства между предприятиями компании, перемещение производственных мощностей, повышение общей производительности труда и капитала, планирование деятельности с учетом изменений реального валютного курса.

2.3. Использование финансового менеджмента для управления валютно-экономическим риском

В общей стратегии защиты фирмы от валютно-экономического (конкурентного) риска валютно-финансовые менеджеры также будут играть свою строго детерминированную роль. В целом она сводится к следующему: структурировать обязательства фирмы таким образом, чтобы в течение времени, когда предпринимаются стратегические маркетинговые и производственные корректировки деятельности компании, снижение в прибылях на активы покрывалось бы корреспондирующим снижением в стоимости обслуживания этих обязательств по финансированию.

При этом одной из возможностей является финансирование активов фирмы, используемых для получения экспортных прибылей, в такой форме, чтобы убытки по денежным потокам, связанные с изменением валютного курса, компенсировались за счет снижения в стоимости обслуживания долга. Например, фирма, имеющая крупный экспортный рынок, должна поддерживать часть своих обязательств в валюте страны, в которой этот экспорт реализуется. Причем величина этой части обязательств зависит от возможного размера потерь прибыльности, связанных с изменением реального курса данной валюты. Здесь трудно дать более определенные рекомендации, поскольку последствия колебаний реальных валютных курсов весьма неодинаковы для различных компаний.

Проведение хеджинговой политики на практике - непростое дело, так как специфические воздействия изменений различных валютных курсов на денежные потоки конкретной фирмы весьма трудно предвидеть. Именно поэтому хеджинг должен предприниматься лишь в том случае, если последствия изменений реального валютного курса, как ожидается, будут значительными. Этот подход нацелен на снижение риска и издержек. Если же несовершенства финансового рынка значительны, то фирма может подвергнуть себя еще большему валютному риску, надеясь снизить ожидаемые издержки финансирования.

Итак, ключом для эффективного менеджмента валютно-экономического риска является интегрирование валютно-курсовых наблюдений в общекорпоративную управленческую стратегию. В связи с этим фирма может образовать некоторую специализированную управленческую структуру, которая будет заниматься развитием координации между менеджерами, ответственными за различные аспекты валютно-экономического менеджмента (скажем, по типу комитета по управлению активами и обязательствами в крупных банках). Такой структурой, например, может стать комитет по управлению валютным риском, в который входили бы финансовые менеджеры и высшие должностные лица компании (отвечающие за международные операции, маркетинг, производство, планирование, а также исполнительный директор). Высшим менеджерам также может быть рекомендовано инкорпорирование валютных ожиданий в свои собственные решения.

В такого рода интегральной программе по управлению валютно-экономическим риском роль финансового менеджера является многоаспектной. Во-первых, он должен предоставить опе-

рациональным менеджерам прогнозы об инфляции и валютных курсах; во-вторых, идентифицировать и подчеркнуть степень подверженности конкурентных позиций фирмы валютному риску; в-третьих, структурировать оценочные критерии так, чтобы вознаграждение операционных менеджеров существенно не зависело от неожиданных валютных колебаний; наконец, он должен оценить остаточную (после корректировки маркетинговых и производственных стратегий) подверженность конкурентных позиций фирмы валютно-курсовому риску и прохеджировать этот остаточный риск.

РЕЗЮМЕ

Итак, в данной главе мы охарактеризовали концепцию подверженности фирмы (банка) риску изменения реального валютного курса с точки зрения экономиста. Данный подход в какой-то мере развит как альтернативный к концепции аккаунтингового валютного риска. Так, в главе 9 мы видели, что если аккаунтеры акцентируют свое внимание на воздействиях валютно-курсовых изменений на финансовую отчетность фирмы (банка), то это может привести их к игнорированию не менее важных последствий, которые могут иметь изменения реального валютного курса для будущих денежных потоков фирмы (банка) по отдельным операциям и для общих конкурентных рыночных позиций фирмы (банка).

В целом валютно-экономический риск фирмы измеряется той степенью, в которой на стоимость фирмы воздействуют изменения реального, т.е. скорректированного на риск, валютного курса. Однако, хотя концептуально легко идентифицировать валютный риск, на практике трудно определить, каковым будет фактическое экономическое воздействие на фирму (банк) изменений валютного курса.

Для некоторой данной фирмы такое воздействие зависит от большого количества переменных, включая месторасположение ее важнейших рынков и конкурентов, ценовую эластичность спроса и предложения, взаимозаменяемость сырья и материалов, а также темп инфляции. Мы охарактеризовали технику анализа, которая снимает многие эти проблемы с помощью использования регрессионного анализа для определения подверженности конкурентных позиций фирмы валютному риску. Однако ее практическая ценность весьма ограничена в силу того, что на основе прошлых показателей нельзя абсолютно достоверно предсказать будущее.

Как мы видели, валютно-экономический риск воздействует на все стороны операций, которые проводит компания. Следовательно, он должен быть предметом заботы не только одних финансовых менеджеров. В частности, операционные менеджеры (по маркетингу и производству) также должны быть вовлечены в процесс защиты долговременных конкурентных позиций компании от неблагоприятных изменений реальных валютных курсов (относительных цен). Ключом для общефирменного эффективного менеджмента валютно-экономического риска является интегрирование управления этим типом валютно-курсового риска в общий управленческий процесс компании (банка).

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Фирма получает сырье и продает свою продукцию на отечественном рынке. Сталкивается ли она с валютно-экономическим риском? Почему и в какой форме?
- 2) В силу каких обстоятельств международная фирма менее подвержена валютно-экономическому риску, чем отечественная фирма в той же отрасли?
- 3) После "черного вторника" в октябре 1994 г. рубль резко упал в цене против доллара. Каким образом это обстоятельство сказалось на конкурентоспособности российских экспортеров и импортеров? Каким образом это повлияло на экспорт и импорт капитала в России?
- 4) Почему менеджеры должны использовать маркетинговую и производственную стратегии для управления валютным риском? Какие маркетинговые и производственные техники вводит фирма для управления валютным экономическим риском?
- 5) Каким образом более короткий продуктовый цикл помогает компаниям снизить валютный риск, с которым они сталкиваются?

- 6) На начало года курс доллара составил USD 1 = JPY 200. В течение года темп инфляции в США равнялся 4%, а в Японии - 2%. В конце года валютный курс составил 180 иен за 1 дол. Каковы вероятные конкурентные эффекты этого изменения валютного курса для американской фирмы, главным конкурентом которой является японская компания? Каковы конкурентные эффекты, если на конец года сложился следующий обменный курс: 195,15 иен за 1 дол.?
- 7) Оцените вероятные последствия снижения курса рубля для российской фирмы. Большая часть ее добавленной стоимости включает обоснование и менеджмент инвестиционных проектов, тогда как большая часть ее издержек - это оплата российского труда по консалтинговым, инжиниринговым и менеджментным услугам.
- 8) Российская фирма экспортирует 40% от своего годового объема продаж. Она оплачивает все свои издержки в рублях, тогда как большая часть экспортных продаж фирмы оценивается в долларах.
- а) Как воздействуют изменения валютного курса на фирму?
- б) Проведите различие между подверженностью фирмы операционному и конкурентному валютно-экономическим рискам.
- в) Как может фирма защитить себя от операционного валютно-курсового риска?
- г) Какие финансовые, маркетинговые и производственные техники может использовать фирма для защиты себя от валютно-конкурентного риска?
- д) Может ли фирма элиминировать свою подверженность конкурентному риску посредством хеджирования своей позиции каждый раз, когда она осуществляет продажи за границу? Обоснуйте свой ответ.
- 9) Американской фирме требуется среднесрочное финансирование в 10 млн. дол. для строительства завода в США. Банк фирмы предлагает следующие альтернативы: трехлетний заем в долларах - под 14% годовых, в немецких марках - под 8% в швейцарских франках - под 4%.
- а) Какая информация требуется фирме, чтобы принять окончательное решение по предложению банка?
- б) Предположим, что завод будет построен в Швейцарии, а не в США. Каким образом это отразится на ваших ответах на предыдущий вопрос?

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Балабанов И.Т. Валютный рынок и валютные операции в России. - М.: Финансы и статистика, 1994.
- Белова Т.Д. Текущие валютные счета организаций. Открытие. Ведение. Использование. Сер. Международный банковский бизнес. - М.: Консалтбанк, 1995.
- Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций: Пер. с англ. - М.: Интерэксперт - ИНФРА-М, 1995.
- Валютное регулирование в России: Сборник основных нормативных актов по вопросам валютного регулирования и валютного контроля / Под ред. Т.П. Базаровой. — М.: ЮНИТИ, 1996.
- Валютный портфель / Ред. колл. Ю.Б. Рубин, Е.Д. Платонов. - М.: СО-МИНТЭК, 1995.
- Ван Хорн Дж. С. Основы управления финансами: Пер. с англ. - М.: Финансы и статистика, 1996.
- Внешнеэкономическая деятельность предприятия: Учебник / Под ред. Л.Е. Стровского. - М.: ЮНИТИ, 1996.
- Горбунова А.Р. Оффшорный бизнес и создание компаний за рубежом. М.: Анкил, 1995.
- Дэниелс Джон Д., Радеба Ли Х. Международный бизнес / Пер. с англ. - М.: Дело Лтд, 1994.
- Котелкин С.В. Основы международного валютно-финансового менеджмента: Текст лекций. - СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского УЭФ, 1996.
- Котелкин С.В. Основы международного финансового менеджмента: Приложения к Тексту лекций. - СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского УЭФ, 1997.
- Котелкин С.В., Тумарова Т.Г. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: Учеб. пособие. - СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского УЭФ, 1997.

- Круглов А.В.* Инструменты современного хеджинга. - СПб.: Изд-во Санкт-петербургского УЭФ, 1995.
- Международные валютно-финансовые и кредитные отношения. Учебник / Под ред. Л.Н. Красавиной. - М.: Финансы и статистика, 1994.
- Пebro М.* Международные экономические, валютные и финансовые отношения: Пер. с франц. / Общ. ред. Н.С. Бабинцевой. - М.: Прогресс-Универс., 1994.
- Практикум по финансовому менеджменту: Учеб. пособие / Под ред. Е. Стояновой. - М.: Перспектива, 1995.
- Предпринимателю о банках и банковских операциях: расчетный счет, лизинг, факторинг, валюта, инкассо, аккредитив, вексель, сертификат. - СПб., 1993. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учеб. пособие / Под ред. В.С. Торкановского. - СПб.: Комплект, 1994.
- Смирнов А.Л.* Организация финансирования инвестиционных проектов. - М.: Консалтбанк-ир, 1993.
- Стоянова Е.* Финансовый менеджмент: российская практика. - М.: Перспектива, 1995.
- Сухилин С.А.* Валютное регулирование в Российской Федерации. - М.: Де-Юре, 1994.
- Холт Р.Н.* Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. - М.: Дело Лтд, 1993.
- Хэррис Дж. Мэнвилл.* Международные финансы: Пер. с англ. - М.: Филинь, 1996.
- Шалашова Н.Т., Шалашов В.П.* Валютные расчеты и бухгалтерский учет валютных операций (при экспортно-импортных операциях). - М.: Бизнес-школа "Интел-Синтез", 1995.
- International Corporate Finance. Markets, Transactions and Financial Management. Ed. by H.A.Poniachck. - Boston, 1989.
- Levi M.D.* International Finance: The Markets & Financial Management of Multinational Business. - N.Y., etc., 1990.
- Melvin M.* International money & finance, 4th ed. - Harper Collins, N.Y.C., 1994.

ЧАСТЬ III. ОСНОВЫ МЕЖДУНАРОДНОГО БАНКОВСКОГО ДЕЛА И ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ

Базовая деятельность коммерческого банка может быть сведена к трем агрегированным типам операций:

- а) выполнение платежей (в том числе международных);
- б) финансовое посредничество (в первую очередь, в форме приема депозитов и предоставления кредитов);
- в) предоставление некредитных финансовых услуг (таких, как менеджмент финансовых рисков, операции с ценными бумагами, фидуциарная и информационно-консалтинговая деятельность).

Кроме того, банк должен управлять своими собственными фондами. Именно поэтому он осуществляет финансовый менеджмент (в том числе международный) своих операций, похожий на финансовый менеджмент, который осуществляется корпоративными менеджерами. Главное их отличие состоит в том, что продажи и издержки банка базируются на использовании финансовых инструментов, а не реальных товаров или услуг. Кроме того, для банка особенно важно управление текущими активами и обязательствами, в то время как для корпоративных финансовых менеджеров большое значение имеет менеджмент инвестиционных проектов и долгосрочных источников финансирования. Таким образом, бэнкинг, т.е. банковское дело (в том числе и международный), охватывает предоставление разнообразных финансовых услуг клиентам, а также менеджмент собственных финансовых позиций самого банка.

В целом международное банковское дело - это коммерческая и инвестиционная банковская деятельность, которая включает транснациональные операции в различных иностранных валютах. Хотя базовыми задачами международного банкира (так же, как и отечественного) остаются традиционное привлечение депозитов и других источников фондирования, предоставление кредитов, менеджмент риска и оказание информационных услуг, однако инструменты, клиенты и правила

деятельности на международной арене весьма значительно отличаются от тех, которые существуют на отечественных банковских рынках.

Международное банковское дело включает такие операции, как:

- а) предоставление кредитов зарубежным клиентам, являющимся нерезидентами страны-кредитора;
- б) получение депозитов от клиентов, являющихся резидентами других стран;
- в) предоставление форекса (иностранной валюты) для осуществления международных операций;
- г) эмиссия документарных аккредитивов и других инструментов менеджмента риска для защиты клиентов от различных рисков в международной торговле;
- д) предоставление некредитных финансовых услуг для иностранных клиентов, таких, как консультирование по трастовым операциям, трежари-менеджмент, клиринг чеков.

Главными участниками международной банковской деятельности являются:

- а) крупнейшие коммерческие банки из развитых и ряда развивающихся стран;
- б) центральные банки, устанавливающие правила поведения банков в каждой стране и согласованно - на международной арене;
- в) небанковские клиенты (корпорации и правительственные агентства), использующие услуги банков.

Причем международная клиентская база отличается от отечественной клиентской базы банков.

Далее, международный бэнкинг имеет тенденцию быть по большей части оптовым бизнесом с крупными объемами операций, составляющими большую часть деятельности банков. Межбанковский дилинг на миллионы долларов США, немецких марок или японских иен в рамках одной операции является обычным для международных денежных рынков (еврорынков) и для валютного рынка. Это обуславливает огромные величины стоимости международных банковских операций. Кроме того, международные кредиты правительствам и компаниям в общем много больше по величине, чем банковские кредиты отечественным клиентам, которые предоставляются и розничным заемщикам. Однако крупный размер международных операций банков не должен переоцениваться. На самом деле большое количество операций в международном бэнкинге составляет финансирование экспорта и импорта, а также малоразмерный форексный дилинг с клиентами. Тем не менее в целом крупные операции продолжают доминировать в общем объеме международной деятельности коммерческих банков.

Цель данной части учебника - представить теоретические основы для рассмотрения международной банковской деятельности в контексте международных валютно-финансовых и кредитных отношений. При этом последовательно характеризуются такие базовые элементы международного бэнкинга, как:

- а) отечественные и зарубежные организационно-институциональные подразделения коммерческого банка, используемые для осуществления его внешнеэкономических операций;
- б) международные корреспондентские банковские отношения;
- в) международные банковские валютные переводы;
- г) принципы международного банковского кредитования, а также некоторые другие некредитные международные банковские услуги.

В то же время ряд тем, таких, как "Форексные операции", "Инструменты финансирования внешней торговли", "Операции на еврорыночном рынке", связанные с международным банковским делом, здесь не обсуждаются, так как они рассматриваются в других разделах учебного курса "Международные валютно-финансовые и кредитные отношения". Соответственно, они вошли в другие главы учебника.

РАЗДЕЛ VI. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯ БАНКА И ВАЛЮТНЫЕ БАНКОВСКИЕ ПЕРЕВОДЫ

Прежде чем коммерческий банк начнет международные депозитные, кредитные, инвестиционные, дилинговые и трастовые операции в иностранной валюте, он должен установить линии связи, т.е. каналы передачи межбанковской информации о переводах (трансферах) валютных фондов. Каналы межбанковской коммуникации могут замыкаться либо на иностранном банке за ру-

бежом, с которым заключается специальное корреспондентское соглашение (в той или иной форме), либо на собственном подразделении за рубежом (например, дочернем банке или филиале). В последнем случае это будут уже не межбанковские, а внутрибанковские коммуникации, что весьма ускорит и сделает более надежными валютные международные переводы, однако принципиально не изменит функций каналов передачи информации о трансфере фондов.

Соответственно коммерческий банк, выходя на международную арену, должен первоначально решить, в какой организационно-институциональной форме он это осуществит. Среди подобных организационно-институциональных форм можно назвать следующие:

а) образование международного департамента (валютного или внешнеэкономического управления) в отечественном офисе штаб-квартиры банка, установление корреспондентских отношений с рядом специально отобранных банков за рубежом и осуществление международных операций через корреспондентские межбанковские каналы;

б) образование неоперационного подразделения за рубежом (представительского офиса или просто представительства) для осуществления ряда полезных для головного банка функций, в основном информационного, контактного, исследовательского, имиджевого и часто посреднического характера;

в) учреждение операционного подразделения за рубежом в той или иной доступной для данного коммерческого банка организационно-институциональной форме (заграничного филиала, агентства, дочернего или совместного банка) для осуществления "полносервисной" или "ограниченно сервисной" деятельности на территории местопребывания и для международных операций.

Далее, коммерческий банк с международными операциями будет стремиться рационализировать свою международную финансовую сеть, состоящую из того или иного набора ранее перечисленных организационно-институциональных подразделений, с целью эффективного выполнения заявок корпоративных, правительственных, банковских или индивидуальных клиентов, а также для эффективного осуществления валютно-финансовых операций за свой собственный счет.

В связи с этим в данном разделе последовательно рассматриваются:

а) основные формы международных организационно-институциональных подразделений банка;

б) основы функционирования международных корреспондентских банковских отношений;

в) базовые механизмы и схемы международных банковских валютных переводов.

Соответственно в данный раздел учебника вошли три главы, в которых анализируются три ранее перечисленных аспекта международной банковской деятельности.

Глава 12. Международные Организационно-институциональные единицы банка

ЦЕЛИ

- Описать различные организационно-институциональные формы, в которых современные банки осуществляют международную деятельность.
- Объяснить основные сравнительные преимущества и недостатки выхода банка на внешний рынок в каждой из описанных организационно-институциональных форм.
- Охарактеризовать специальные банковские единицы (оффшорно-оншорные подразделения), которые дают возможность с отечественной территории осуществлять евровалютные операции.
- Перечислить основные унифицированные требования, которым следуют банки в различных странах при определении уровня достаточности собственного капитала.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Аккаунтинг международных
банковских операций
Внешнеэкономическое
управление банком
Зарубежное представитель-

Международный департамент
банка
Неоперационная банковская
единица
Оншорно-оффшорная

ство банка	банковская единица
Зарубежный филиал банка	Операционная банковская
Зарубежный дочерний банк	единица
Консорциальный,	Оффшорная банковская
совместный банк	единица
Корреспондентские	Унифицированные требования
банковские отношения	по достаточности капитала
Международная банковская	
единица	

В распоряжении современного коммерческого банка имеется целый ряд организационно-институциональных форм для осуществления международной деятельности. Так, он может организовать в одном из отечественных офисов банка международный департамент, специализирующийся на проведении внешнеэкономических валютных операций. Далее, после того как валютно-финансовые обороты банка достигнут определенного значительного объема или если ему будет необходимо резко увеличить такие обороты (например, в связи с увеличением потребностей крупных клиентов в валютных сделках), то перед руководством банка может встать проблема не только операционного (как в случае с международным департаментом), но и организационно-институционального выхода на иностранные рынки. Тогда коммерческий банк может учредить ряд организационно-институциональных зарубежных единиц.

Во-первых, он может организовать неоперационную единицу - зарубежное представительство, которое осуществляет ряд полезных функций коммуникационно-исследовательского типа для головного банковского офиса и его клиентов. Во-вторых, банк может организовать "полносервисные" заграничные операционные единицы, такие, как филиалы, агентства, дочерние банки, совместные банки с генеральной или оффшорной лицензией, осуществляющие все или ограниченный круг банковских сделок. Наконец, в некоторых странах коммерческие банки могут основать отечественные организационные единицы для осуществления оффшорных операций с территории родительского банка (такие единицы называют иногда оншорно-оффшорными).

Однако даже если банк (например, средний региональный банк) не имеет собственной международной организационно-институциональной единицы, аккаунт-менеджер отечественного клиента (т.е. банковский работник, специально ответственный за выполнение поручений определенной фирмы) может обслуживать международные потребности этого клиента с помощью внутренних корреспондентских отношений с другими отечественными банками (как правило, из денежных или финансовых центров), имеющими международные институциональные единицы.

Критерием целесообразности создания международной организационно-институциональной единицы коммерческого банка и критерием оценки деятельности такой единицы является ее вклад (ожидаемый или фактический) в достижение общей цели банка - предоставление услуг клиентам и увеличение капитала (генерирование прибыли) для владельцев (акционеров). Для решения этой задачи менеджеры, ответственные за международную деятельность банка, должны соизмерять доходность (ожидаемую и фактическую, прямую и косвенную) своих иностранных операций с издержками, приемлемыми для их осуществления, и рисками, которые признаются как терпимые.

Кроме такого традиционного взвешивания "доход-риск" при рассмотрении вопроса о целесообразности учреждения или при оценке деятельности существующей организационно-институциональной единицы необходимо также учитывать, что результаты международной деятельности банка консолидируются с результатами его отечественных операций в едином финансовом отчете, а также в единых нормах ликвидности, достаточности капитала, других финансовых показателях, предоставляемых центральному банку, налоговым властям, публикуемых в финансовой прессе. В силу этого банковский менеджмент оценивает свой международный бизнес не только используя критерии риска, издержек и доходности (т.е. денежных потоков), но и с точки зрения воздействия валютных операций на величину банковского капитала, финансовых коэффициентов (нормативов), других бухгалтерских отчетных показателей. Иначе говоря, оценивание ожидаемых и фактических результатов международной деятельности коммерческого банка включает оценку их воздействия как на действительные денежные потоки банка (его поступления и платежи), так и

на его бухгалтерскую отчетность (т.е. на аккаунтинговые величины, которые могут быть не связаны с фактическим перемещением денежных средств).

1. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ДЕПАРТАМЕНТ (ВАЛЮТНОЕ, ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ) В ОТЕЧЕСТВЕННОМ ОФИСЕ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА

Коммерческий банк может начать осуществление международных операций, образовав секцию (отдел) или департамент (управление) в своем головном отечественном офисе. Внутреннее построение (организация) такого международного отдела или управления приспосабливается к обслуживанию определенных потребностей как клиентов (например, по финансированию внешней торговли), так и самого банка (например, по валютным дилинговым сделкам). Такой отдел или департамент может быть малым и универсальным или крупным и узкоспециализированным. В любом случае международное управление будет иметь ответственного менеджера с достаточными знаниями и навыками для координации различных видов деятельности департамента, а также наделенного полномочиями по участию в формулировании банковской политики.

До тех пор, пока объем международных операций остается незначительным, банк для их осуществления может использовать свои существующие отечественные мощности. Например, работники, выполняющие отечественные инкассовые операции, могут одновременно осуществлять (например, на условиях частичной занятости) международные инкассовые сделки. Это будет продолжаться до тех пор, пока объем таких операций не станет достаточным для того, чтобы оправдать выделение персонала для осуществления только международных сделок. Так, иностранные секции в бухгалтерском и аудиторско-контрольном отделениях отечественной единицы создать относительно легко. В целом использование мощностей крупных зарубежных банков-корреспондентов может предоставить возможность увеличить объем денежных переводов при сравнительно малых затратах времени и капитала.

Международный департамент банка, активного в заграничном бизнесе, является банком в миниатюре. Так, с одной стороны, международный департамент выполняет такие же операции с иностранной валютой, которые осуществляются коммерческим банком в отечественной валюте. Он принимает срочные депозиты, открывает текущие счета клиентам (в том числе фирмам, физическим лицам, другим банкам, правительственным единицам), поддерживает собственные счета в других финансовых банковских и небанковских институтах. Кроме того, международный департамент оплачивает так называемые регулярные бизнес-чеки, а также банковские чеки банков-корреспондентов, выписанные клиентами против их счетов в книгах данного банка; сам он, в свою очередь, выписывает чеки против своих собственных фондов на счетах банков-корреспондентов за границей. Международный департамент получает денежные переводы на счета клиентов и осуществляет трансфер клиентских или собственных фондов; он имеет секцию по инкассовым операциям, обрабатывающую входящие и исходящие поручения. Наконец, международный департамент кредитует валютные средства местным отечественным клиентам, поддерживая кредитную информацию и корреспондентские банковские отношения.

С другой стороны, международный департамент осуществляет ряд операций, с которыми отечественные отделения коммерческого банка, как правило, не имеют дела (или имеют, но крайне редко). Среди таких сделок можно назвать следующие:

- а) открытие и исполнение коммерческих (товарных) аккредитивов для обслуживания внешнеторговых операций клиентов;
- б) торговля иностранной валютой (форексные операции);
- в) покупка и продажа иностранных банкнот;
- г) создание банковских акцептов и торговля ими;
- д) кредитование заемщиков в других странах, а также некоторые другие международные банковские операции.

2. ЗАРУБЕЖНЫЕ БАНКОВСКИЕ ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА

Обычно коммерческий банк учреждает зарубежный представительский офис в столице или ведущем финансовом центре иностранного государства, если он желает присутствовать там, но не имеет достаточного объема ожидаемых операций, чтобы оправдать затраты, требующиеся для об-

разования и функционирования филиала или другой операционной единицы в данной стране. Другой причиной основания зарубежного представительства служит тот факт, что филиалы иностранных банков могут быть запрещены в некоторых странах. Представителем банка обычно назначается опытный работник из головного офиса родительского банка, который может выполнять полезные функции для банка и присутствие которого в иностранном государстве может помочь клиентам банка осуществлять бизнес в этой стране. Штат представительского офиса обычно очень мал. Он часто состоит из представителя, ассистента и секретаря. Представители не могут осуществлять каких-либо банковских операций, таких, как принятие депозитов или предоставление кредитов, но они направляют соответствующие предложения и заявки местных фирм и финансовых учреждений головному офису родительского банка или его филиалам в других странах.

Во многих случаях учреждение представительского офиса предшествует учреждению филиала, выполняя полезную функцию сбора финансово-экономической информации о стране базирования, а именно о налоговых, регулятивных и рыночных условиях в этой стране. В некоторых странах (типа Мексики и Колумбии) открытие новых филиалов иностранных банков запрещено. Следовательно, многие крупные банки из развитых стран поддерживают свое присутствие в таких странах, используя представительства, которые в таких случаях имеют сравнительно большой персонал.

3. ЗАРУБЕЖНЫЕ ФИЛИАЛЫ БАНКА

В настоящее время крупные транснациональные банки (например, базированные в США) имеют филиалы почти на каждом иностранном денежном рынке и практически обязательно - в международных финансовых центрах. Многие банки, имея лишь несколько зарубежных филиалов, располагают их в наиболее важных мировых денежных центрах (таких, как Лондон и Нью-Йорк) или в оффшорных территориях (типа Багамских островов и Кипра), где законы разрешают учредить филиал (для совершения специальных операций) с относительно малыми затратами денег и времени. Многие филиалы предлагают полный набор банковских услуг для национальных и международных компаний, для физических лиц и местных правительственных агентств.

Однако ряд стран запрещает иностранным банкам предоставление некоторых услуг, таких, как прием местных депозитов. Равным образом некоторые страны разрешают иностранным банкам учреждать независимые дочерние банки, запрещая открывать филиалы. Безотносительно к форме зарубежной единицы, для того, чтобы открыть филиал или дочерний банк в другой стране, банк практически любого государства должен получить разрешение от принимающего правительства, а также разрешение центрального банка своей страны.

Крупнейшие банки из развитых стран расширяют свои заграничные сети филиалов для того, чтобы лучше обслуживать клиентов, зарубежная деятельность которых быстро расширилась. Кроме того, во многих случаях это делается в целях успешной конкуренции с местными банками за клиентов в стране базирования. Иностранный филиал должен согласовывать свою деятельность со всеми банковскими правилами, валютным контролем и правительственными регуляциями принимающей страны. Он подлежит проверкам банковскими властями как принимающей, так и родительской страны.

При этом в некоторых странах (например, в США) банковское регулирование предоставляет зарубежным филиалам отечественных банков больше свободы, чем имеют головные офисы этих банков. Например зарубежные филиалы не должны поддерживать минимальные обязательные резервы в Федеральном резервном банке против своих депозитов (как это делают их родительские банки для внутренних депозитов в соответствии с Инструкцией "D" Федеральной резервной системы). Кроме того, зарубежные филиалы банков из этой страны могут платить проценты на депозиты до востребования (текущие счета) и могут предоставлять определенные гарантии. Депозиты в зарубежных филиалах не подлежат страхованию Федеральной корпорацией по страхованию депозитов, а следовательно, не требуют платежа страховых премий.

В большинстве случаев зарубежный филиал по требованию принимающего правительства (банковских властей) наделяется капиталом (должен поддерживать счет капитальной эквивалентности). При этом капитал зарубежного филиала выступает как отделенный от капитала родительского банка. Зарубежный филиал по своим операциям похож на самостоятельный банк. Он осуществляет собственный наем работников в соответствии с законами о труде, а также с профсоюзным

регулированием в стране базирования. Большая часть персонала в зарубежном филиале нанимается локально и все, включая нескольких работников из головного офиса, как правило, бегло говорят на языке страны базирования и английском языке (как международном банковском языке). Филиал осуществляет клиринг своих чеков через локальный клиринговый дом, если таковой существует, или напрямую через другие банки. Местные депозиты, помещенные в такой филиал, подлежат регулированию центральным банком принимающей страны (в том числе обязательному резервированию, страхованию и т.д.).

Филиал приобретает (или арендует) помещения, здания, офисные принадлежности. Он осуществляет сделки на денежном рынке принимающей территории по привлечению и размещению краткосрочных денежных ресурсов, поддержанию резервов в центральном банке. Он должен также согласовываться со всеми требованиями по отчетности регулирующих агентств (центрального банка, министерства финансов) страны базирования.

За эти проблемы ответственны менеджеры зарубежного филиала. Однако часто многие из этих проблем решаются головным офисом родительского банка от имени всех своих филиалов. Менеджер зарубежного филиала, кроме административной ответственности по операциям этого филиала, является также представителем родительского банка в иностранном государстве, что требует выполнения ряда официальных и неофициальных представительских функций. Именно поэтому менеджер зарубежного филиала часто затрачивает на работу гораздо больше времени, чем менеджер отечественного филиала. Вместе с тем базовой целью зарубежного филиала является также увеличение прибыли с ориентацией на увеличение стоимости банка.

Зарубежный филиал банка выполняет двойственные функции. С одной стороны, он является иностранным банком, конкурирующим с местными банками на рынке страны базирования за местных клиентов. В этом смысле движение в коридорах зарубежного филиала крупного банка из развитой страны часто превышает то движение, к которому банкир привык в своем головном офисе. С другой стороны, зарубежный филиал является локальной линией связи в международной сети подразделений родительского банка. В этом своем качестве филиал осуществляет международные финансовые операции для системы родительского банка, а также обслуживает клиентов головного банка и их аффилированные (родственные) единицы, базирующиеся на других рынках.

4. ОФФШОРНЫЕ БАНКОВСКИЕ ЕДИНИЦЫ

Некоторые зарубежные филиалы учреждаются международными банками не для осуществления общей банковской деятельности на заграничном рынке, но для специальной цели - служить своеобразной оболочкой для проведения международных евровалютных (или оффшорных) операций, которые, как правило, реально совершаются в головном офисе банка или в каком-либо крупном зарубежном филиале. Так, большинство филиалов крупнейших западных банков на Багамских и Каймановых островах являются специализированными единицами для приема евродолларовых депозитов и предоставления евродолларовых кредитов, договоренности о которых часто достигаются усилиями головного офиса банка или других зарубежных филиалов. Они часто имеют малочисленный персонал, а в некоторых случаях управляются номинально лишь уполномоченным местным банкиром или адвокатом. Такие оффшорные филиалы иногда называют шелл-филиалами (shell branch), т.е. филиалами типа "почтового ящика".

Подобные филиалы, располагаясь в странах с благоприятным налоговым климатом, дают возможность банкам получать экономию на налоговых платежах. Причем последнее относится скорее к иностранным, чем к отечественным налогам банков из развитых стран. Так, прибыли иностранного филиала немедленно отражаются в отчетности банка для целей налогообложения в стране базирования головного офиса. Банки, которые платят налоги на свои доходы в некоторых странах, где ставки более высокие, чем в родительской стране, могут снизить свой общий объем платежа иностранного налога посредством учета некоторых кредитов в "налоговых гаванях".

Следовательно, использование таких шелл-филиалов искажает банковскую статистику. Например, в 1989 г., согласно данным Федеральной резервной системы США, более 30% общих активов зарубежных филиалов американских банков учитывалось в таких филиалах, что превышало размер активов в лондонских филиалах. По другим расчетам, шелл-филиалы американских банков имели на своих балансах больше международных кредитов, чем отечественные офисы этих банков.

Интерес к зарубежным филиалам не является величиной постоянной. Например, максимальное увеличение количества зарубежных филиалов американских банков происходило между 1968 и 1970 гг., т.е. в период осуществления правительством США программ по ограничению дефицита платежного баланса. К концу 1981 г. почти три четверти из числа банков США, создавших зарубежные филиалы, имели лишь шелл-филиалы. Это показывает, что интерес банков состоял в основном в получении возможности оперировать с евродолларами, а не в развитии операций на иностранных финансовых рынках или операций по финансированию международной торговли. Более того, в 1971-1977 гг. уменьшилось количество территорий, где банки США имели зарубежные филиалы. Это показывает, что полносервисный зарубежный филиал является дорогостоящей и, следовательно, не всегда выгодной формой организации международной деятельности для банка.

После 1982 г., когда разразился международный долговой кризис и проявились его последствия, количество зарубежных филиалов американских банков продолжало сокращаться. Многие банки закрыли или продали большинство своих филиалов. Те же, что остались, часто концентрировались лишь в крупнейших денежных центрах.

5. ОФФШОРНО-ОНШОРНЫЕ БАНКОВСКИЕ ЕДИНИЦЫ

Здесь характеризуются банковские подразделения, осуществляющие операции оффшорного типа с территории страны базирования головного банка. Рассматриваются Эдж банковские единицы и международные банковские единицы.

5.1. Эдж банковские единицы

В 1919 г. поправка к Федеральному резервному акту позволила национальным банкам создавать дочерние банки в США специально для того, чтобы осуществлять международные операции. Такие дочерние банки стали называть Эдж корпорациями (по имени сенатора У. Эджа из Нью-Джерси, явившегося автором этой поправки). Подобным корпорациям разрешалось также учреждать отечественные офисы вне своего "домашнего" штата для осуществления международных операций. Следовательно, Эдж корпорация могла осуществлять сделки с зарубежными клиентами, а также с отечественными клиентами по финансированию международных операций (например, экспорта и импорта). Эдж корпорации могли основываться для иностранных банковских или инвестиционных целей. Некоторые банки имели по одной Эдж корпорации для каждой из этих целей. Причем банковские Эдж корпорации составляли преобладающее количество таких единиц и охватывали более 90% от их общих активов.

Международный банковский акт 1978 г. сделал акцент на целях Эдж корпораций, подчеркнув, что они были разрешены для финансирования международной торговли, особенно американского экспорта. Кроме того, Эдж корпорации должны способствовать предоставлению региональными и малыми банками США международных банковских и финансовых услуг для американских компаний, и в частности для малого бизнеса и фермерства.

Наконец, наряду с этим Эдж корпорации призваны стимулировать конкуренцию в предоставлении международных банковских и финансовых услуг в США. В целом же общей целью, на которую направлена деятельность Эдж корпораций, является обслуживание и стимулирование американского экспорта товаров и услуг.

Большинство Эдж корпораций расположено в штате Нью-Йорк, хотя многие родительские банки - в других штатах. Используя такие корпорации, родительский банк может предлагать международным клиентам и корреспондентским банкам услуги офиса в Нью-Йорке дополнительно к услугам, доступным в его "домашнем" штате, т.е. комбинацию услуг, которая не разрешена при обычном филиальном банкинге в этой стране. Эдж банки расположены также в Чикаго, Майами, Сан-Франциско и Лос-Анджелесе.

По закону Эдж корпорация должна иметь минимальный собственный капитал в 2 млн. дол., кроме того, национальный банк не может инвестировать более 10% своего капитала в Эдж корпорации. Эти требования предполагают, что Эдж корпорации могут создаваться лишь крупными банками, с активами, превышающими 200-300 млн. дол. Несмотря на то что Инструкция "К" Федеральной резервной системы в целом регулирует операции Эдж корпораций, однако они не явля-

ются членами Федеральной резервной системы и их депозиты не страхуются Федеральной корпорацией по страхованию депозитов. По этой Инструкции они должны поддерживать такой же уровень резервов против депозитов, какой поддерживает любой национальный банк.

Эдж банки имеют как малочисленный персонал, так и крупный штат, насчитывающий более 500 служащих. В любом случае Эдж банк организуется как полноценный банк, предоставляющий все услуги крупного иностранного департамента. Кроме того, Эдж банк может организовывать филиалы в других штатах. Международный банковский акт 1978 г. позволил также иностранным банкам учреждать Эдж корпорации. Таким образом, законодательные ограничения по созданию филиалов во многих штатах для иностранных банков дополняются разрешением открывать филиалы Эдж корпораций, которые фокусируются исключительно на международном банкинге. В конце 1989 г. существовало 110 Эдж корпораций с 47 филиалами.

5.2. Международные банковские единицы

Банкам США с декабря 1981 г. разрешено поддерживать специальные счета в своих отечественных офисах для осуществления евродолларовых операций. Такие обособленные счета называют международными банковскими единицами (МБЕ; International banking facility). Международная банковская единица имеет черты зарубежного шелл-филиала, физически располагаясь в США; она может принимать евродолларовые депозиты от нерезидентов, не подлежащие регуляциям Федеральной резервной системы, а также предоставлять евродолларовые кредиты. Депозиты МБЕ не страхуются Федеральной корпорацией по страхованию депозитов. Международные банковские единицы могут быть созданы любым американским банком, Эдж корпорацией, американским филиалом или агентством иностранного банка. При этом не требуется разрешения Федеральной резервной системы, необходимо лишь уведомить ее заранее, выразив согласие работать в соответствии с ее регуляциями. При этом МБЕ находятся под юрисдикцией США и, следовательно, депозиты в МБЕ подлежат американскому страновому риску. Различные штаты освобождают МБЕ от налогов штата, чтобы привлечь их на свою территорию.

Несмотря на исключение из некоторых регуляций Федеральной резервной системы, МБЕ подлежат ряду ограничений. Так, они могут осуществлять операции лишь с иностранными резидентами (включая банки), другими МБЕ или с единицами, основанными самими МБЕ. Кредиты, предоставляемые иностранным небанковским клиентам, могут быть использованы лишь вне США. Цель этих ограничений - изолировать МБЕ от рынка США, для операций на котором применяются резервные требования и другие регуляции. Депозиты, размещаемые в МБЕ корпорациями, имеют минимальный срок в 2 дня, тогда как банки в иностранных государствах могут принимать овернайтные (однодневные) депозиты. Минимальный уровень депозита законодательно определен в 100 000 дол. Кроме того, МБЕ не может эмитировать обращающиеся инструменты, такие, как депозитные сертификаты.

Банк, зарегистрировавший одну или несколько МБЕ, снижает свои расходы, распределяя их на все операции банка в целом (т.е. используя эффект экономии на масштабах). Так, один и тот же работник может в течение дня уторговывать и осуществлять международные операции для МБЕ и выполнять отечественные операции для родительского банка. Однако многие иностранные клиенты предпочитают осуществлять сделки в оффшорных банковских центрах. В целом МБЕ, имея некоторые преимущества (по издержкам) по сравнению с традиционным оффшорным филиалом, не может, однако, снизить общую ставку иностранных налоговых платежей банка. Более того, требования по общим кредитным лимитам банка включают кредиты, предоставленные МБЕ. Следовательно, шелл-филиалы продолжают играть важную роль в деятельности крупных банков США, активных в проведении международных операций.

6. ЗАРУБЕЖНЫЙ ДОЧЕРНИЙ БАНК

Кроме зарубежных филиалов, банки могут образовать за границей операционные подразделения другого типа - дочерние банки или совместные банки. Так, зарубежный дочерний банк - это иностранная компания, в которой отечественный родительский банк владеет контрольным пакетом акций или обладает контролем в некоторой другой форме. Совместный банк - это иностран-

ная компания, в которой родительский отечественный банк не владеет контрольным пакетом акций.

Банки основывают дочерние банки за рубежом, чтобы улучшить свои международные конкурентные позиции, минимизировать иностранные налоговые обязательства, а также использовать возможности, которые предоставляет эта организационная форма. Большинство крупных банков из развитых стран предпочитают оперировать через собственные филиалы. Однако дочерние банки могут быть эффективно использованы в тех странах, в которых запрещены иностранные филиалы. Дочерние банки обслуживают как местных клиентов, так и функционируют в интересах родительского банка, выполняя, в частности, операции, запрещенные для головного офиса в родительской стране. Например, для американских банков последние охватывают различные виды инвестиционной деятельности (такие, как гарантирование ценных бумаг и покупка корпоративных акций).

Совместный банк учреждается несколькими различными банками, которые делят собственность и в некоторых случаях управление банком. Такая форма позволяет банкам из различных стран, возможно включая местных инвесторов, иметь операционную единицу в стране, в которой не разрешены филиалы, принадлежащие нерезидентам, или в которой ограничена сфера деятельности иностранных банков. Каждый акционер инвестирует определенную долю капитала в совместный банк и получает соответствующее представительство в совете директоров последнего. Текущий менеджмент осуществляется по контракту либо совместно работниками всех акционеров, либо персоналом одного из них, либо нанятой командой независимых менеджеров. Совместный банк имеет собственное наименование, которое может сохранять детали наименований банков-учредителей. Он функционирует как независимый банк, получая общие директивы, нормативы, лимиты от акционеров через совет директоров. Большинство совместных банков являются собственностью ведущих международных банков, однако в совместных банках участвуют и малые банки, желающие присутствовать на отдельных иностранных рынках.

7. НЕКОТОРЫЕ ОСОБЕННОСТИ АККАУНТИНГА МЕЖДУНАРОДНЫХ БАНКОВСКИХ ОПЕРАЦИЙ

Видимые результаты международной деятельности коммерческого банка за некоторый прошлый период отражаются в его финансовой отчетности. Последняя включает баланс, счет доходов (счет прибылей и убытков) и отчет о денежных поступлениях и платежах (денежных средствах).

Баланс коммерческого банка представляет его финансовую позицию на определенный момент времени (например, на конец квартала, конец года). Международные банковские операции, пересчитанные в отечественную валюту, отражаются вместе с отечественными операциями в едином (консолидированном) балансе банка. Банковский баланс включает четыре агрегированные категории статей:

- а) активы банка (т.е. его безусловные требования, или направления размещения его ресурсов);
- б) обязательства банка (т.е. источники его денежных фондов);
- в) капитал банка (т.е. его собственные средства);
- г) контингентные позиции, т.е. условные обязательства и требования (иногда называемые внебалансовыми статьями).

Другая форма отчетности - счет доходов, или счет операций (в некоторых странах ее называют отчетом о прибылях и убытках, или отчетом о финансовых результатах) - измеряет поток доходов и расходов банка за некоторый период (например, год, квартал или месяц). В ней также отражаются на консолидированной основе международные и отечественные операции банка в единой валюте.

Финансовые регулятивные ведомства различных стран часто устанавливают определенные требования к финансовой отчетности банков. Например, до начала 90-х гг. денежные власти в США требовали, чтобы коммерческие банки имели минимум первоначального капитала в 6% от общих активов. Причем под первоначальным капиталом понимались суммы, привлеченные от размещения обыкновенных акций, нераспределенные прибыли, а также резервы (под возможные

потери сомнительных кредитов). В формуле норматива достаточности капитала банка конгигентные счета (многие из которых отражали международные банковские операции) не учитывались.

В тот период практически каждая страна имела собственный перечень регуляций, определений капитала и нормативов для своих банков. Эти перечни были часто несопоставимы друг с другом, создавая конкурентные преимущества (по существу, необоснованные) банкам из некоторых стран при осуществлении международных операций.

7.1. Международные нормативы достаточности капитала банка

Проблемам урегулирования существующих различий в банковском аккаунтинге были посвящены регулярные встречи в течение ряда лет управляющих центральных банков и министров финансов из 12 развитых стран в Базеле (Швейцария) в Банке международных расчетов. В результате появились "Руководства для исчисления нормативов достаточности капитала на базе активов, скорректированных на риск". Центральные банки этих стран договорились применять такие нормативы к банкам, находящимся под их юрисдикцией. Новые, признанные на международном уровне нормативы достаточности капитала были введены в действие с начала 1989 г.

Эти унифицированные требования к капиталу заставили международные банки усилить свою капитальную базу, а также уменьшили конкурентные неравенства, возникавшие из различий в надзорных требованиях в различных странах.

Упомянутые Руководства модифицировали круг балансовых статей, включаемых в исчисление капитала, увеличили размер требуемого капитала банка, установили рисковый вес для каждого актива так, что банк должен был иметь больше капитала для более рискового актива. Каждый актив теперь умножается на определенный коэффициент (0,00; 0,20; 0,50; 1,00), отражающий уровень его рисковости, а результирующаяся сумма определяет базу для калькулирования требуемого капитала. Это уменьшило невыгодность для банков держать ликвидные низкорисковые (и низкодходные) активы. Кроме того, ряд категорий внебалансовых счетов стал включаться в расчет норматива достаточности (адекватности) капитала. В целом банки должны поддерживать капитальный эквивалент в размере 8% к активам, взвешенным с учетом риска.

Руководства по определению достаточности банковского капитала особенно сильно затронули международные операции коммерческих банков. Например, банк теперь должен поддерживать больше капитала, предоставляя кредиты одним иностранным правительствам по сравнению с кредитами, предоставляемыми другим правительствам. Кроме того, определенные международные операции (в первую очередь, внебалансовые), которые раньше не требовали прироста капитала, теперь стали его требовать (после принятия новых правил определения достаточности капитала).

РЕЗЮМЕ

Итак, коммерческий банк, который намерен начать или расширить свою международную деятельность, имеет ряд возможностей по выбору организационно-институциональных форм, каждая из которых имеет определенные преимущества и издержки. Так, организация международного департамента (или валютного управления) в головном офисе банка и установление корреспондентских отношений с зарубежными банками является первым логическим шагом. Учреждение зарубежных филиалов, дочерних и совместных банков, других организационно-институциональных единиц будет оправданным лишь в случае, если существует достаточное поле деятельности, которое способно принести прибыль для покрытия весьма существенных расходов.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Перечислите основные организационно-институциональные подразделения банков для осуществления международной деятельности. Охарактеризуйте их основные сравнительные преимущества и недостатки.
- 2) Какими чертами операционные зарубежные банковские единицы отличаются от неоперационных единиц?

- 3) Назовите основные характеристики зарубежных оншорных, оффшорных и оффшорно-оншорных подразделений банка.
- 4) Охарактеризуйте основные аккаунтинговые требования, которым следуют банки для отражения международных операций.
- 5) Предположим, что зарубежный филиал некоторого банка в стране А получил прибыль в размере 100 млн. дол. и реинвестировал ее в развитие собственной технологической базы. В этой же стране дочерняя инвестиционная компания данного банка получила прибыль в размере 50 млн. дол., также реинвестировав всю полученную нетто-прибыль. На какую величину при прочих равных условиях изменится балансовая прибыль родительского банка?
- 6) Предположим, в консолидированном балансе банка, активно осуществляющего международные операции, инвестиции в отечественные федеральные краткосрочные обращаемые ценные бумаги составляют 500 млн. дол., в муниципальные облигации - 400 млн. дол., кредиты корпоративным клиентам - 900 млн. дол., кредиты иностранным правительствам из развивающихся стран - 800 млн. дол., инвестиции в обращаемые неправительственные бумаги денежного рынка - 500 млн. дол., в рыночные долговые и капитальные частные бумаги - 600 млн. дол. Вне баланса этого банка сумма кредитных линий, открытых промышленно-торговым клиентам, составила 500 млн. дол., сумма аккредитивов и гарантий - 700 млн. дол. Применяя унифицированные правила по определению норматива достаточности капитала, определите, какой величиной капитала первого уровня должен обладать данный банк.

Глава 13. Международные корреспондентские банковские отношения

ЦЕЛИ

- Объяснить, каким образом коммерческие банки, участвующие в международных операциях, начинают развивать корреспондентские отношения с другими банками.
- Определить, какие типы корреспондентских счетов поддерживают банки.
- Описать, как используются эти межбанковские корреспондентские счета.
- Рассмотреть другие факторы, воздействующие на международные корреспондентские межбанковские отношения.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Аккаунтинг международных корреспондентских банковских операций
Книга подписей
Корреспондентские банковские услуги
Корреспондентское банковское соглашение
Международные корреспондентские счета "лоро" ("востро")

Международные корреспондентские счета "ностро"
Отечественные корреспондентские межбанковские отношения по валютным операциям
Отчеты по международным корреспондентским банковским счетам
Режим текущего банковского счета
Телеграфный тестовый ключ

В предыдущей главе мы охарактеризовали основные организационно-институциональные формы, в которых коммерческий банк осуществляет выход на внешние валютно-финансовые рынки. Так, организуя международный департамент (валютное управление), коммерческий банк устанавливает корреспондентские отношения с рядом зарубежных банков. При этом банки открывают в своих бухгалтерских книгах соответствующие корреспондентские счета, которые по режиму являются текущими счетами, для того, чтобы посредством внесения необходимых дебетовых и кредитовых записей по ним осуществлять международные трансферы валютных фондов, а также оказывать ряд других международных банковских услуг.

Соответственно то, что коммерческие банки во всем мире выступают активными клиентами друг друга, помогая один другому в различных аспектах своей деятельности, является "несущей конструкцией" международного бэнкинга. Для того чтобы стать клиентами друг друга, коммерческие банки устанавливают корреспондентские отношения между собой, т.е. договариваются обмениваться определенного типа сообщениями (например, о переводах фондов, об открытии аккредитивов) и информацией (например, о состоянии счета одного банка, открытого в другом банке, о проведенных операциях по нему), а также совершать расчеты (делать бухгалтерские записи в своих книгах) в соответствии с такими сообщениями.

Корреспондентские межбанковские отношения являются краеугольным камнем для функционирования международного бэнкинга. Они служат каркасом для трансфера фондов (валютных переводов), обмена фондами в иностранной валюте (форекса), финансирования международной торговли через банковскую систему и целого ряда других операций. Роль правительств в этих видах деятельности невелика. Она проявляется лишь иногда - для коррекции неожиданно появляющихся дисбалансов, для осуществления собственного финансирования или для стабилизации инвалютных рынков.

В целом на международной арене не существует и, вероятно, не может существовать единого мирового центрального банка, такого, как Федеральная резервная система (США), Бундесбанк (ФРГ), Банк Англии (Великобритания), в связи с тем, что сохраняются (и будут сохраняться в обозримой перспективе) национальные правительства и суверенные государства. В силу этого в рамках международной валютной системы не существует единой официальной платежной системы (такой, как система платежей через центральные банки, которая существует в любой развитой стране, как например платежная система "FedWire" в США). Соответственно система платежей по международным операциям будет базироваться на сети международных корреспондентских банковских отношений, поэтому ежедневный международный бэнкинг опирается на систему корреспондентских банковских отношений.

1. ОСНОВЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ КОРРЕСПОНДЕНТСКИХ БАНКОВСКИХ ОТНОШЕНИЙ

Итак, международный бэнкинг имеет право на существование, так как коммерческие банки из различных стран кооперируются, заключая корреспондентские договоренности для осуществления взаимных операций. Каждый коммерческий банк обслуживает собственный национальный или локальный (региональный) денежный и финансовый рынок и в то же время он помогает другому банку (своему корреспонденту), а следовательно, косвенно (а иногда и прямо) предоставляет финансовые услуги клиентам этого корреспондентского зарубежного банка.

Крупные коммерческие банки из различных стран становятся международными корреспондентами друг друга с целью предоставлять своим клиентам услуги на разнообразных международных и национальных денежных и финансовых рынках. Далее, малые и средние региональные коммерческие банки становятся корреспондентами крупных международных коммерческих банков из мировых денежных центров, чтобы получать операционные услуги на основных финансовых рынках, а также специализированную помощь, например кредитные линии для поддержки своих форексных или документарных операций. В свою очередь, крупные международные коммерческие банки из мировых денежных центров становятся корреспондентами малых и средних региональных коммерческих банков для получения доступа к ресурсам региональных денежных и финансовых рынков. Наконец, малые и средние коммерческие банки из развивающихся и слабо-развитых стран нуждаются в финансовой помощи ведущих банков из развитых стран для осуществления международного бэнкинга, финансирования иностранной торговли, получения оборотного капитала (чтобы дать возможность своим клиентам заимствовать для потребностей бизнеса), а также в помощи в виде валютно-финансового и кредитного консалтинга.

Корреспондентские банковские отношения могут быть инициированы любым банком. Крупные коммерческие банки имеют офисеров (officer; высших менеджеров), живущих в иностранных государствах или командируемых в эти страны. Одна из обязанностей таких менеджеров - развивать новые корреспондентские отношения. Например, европейский коммерческий банк будет искать подходящий банк-корреспондент в США и в других государствах. При этом, как пра-

вило, обе стороны, участвующие в корреспондентских банковских отношениях, будут получать выгоду от вовлечения в подобные отношения.

Стремление коммерческих банков развивать сеть корреспондентских отношений связано с тем, что они являются относительно менее дорогостоящими по сравнению с другими организационно-институциональными формами проникновения банка на иностранный рынок, например в форме организации зарубежного филиала или приобретения дочернего банка за границей.

Так, например, менее 1% американских коммерческих банков (т.е. приблизительно менее 150 из 15 000 банков) имеют филиалы в других странах. К ним относятся практически лишь очень крупные банковские институты из таких денежных центров мирового значения, как Нью-Йорк-сити, Чикаго, Майами, Лос-Анджелес, Сан-Франциско, а также крупнейшие региональные банки (такие, как "Banc One" (Коламбус, штат Огайо) и некоторые другие). Однако большая их часть не поддерживает крупную глобальную сеть филиалов или дочерних банков по всему миру. Такого рода международная филиальная сеть доступна (по средствам) лишь наиболее крупным институтам из верхней части топа банков США; Приблизительно то же самое (с некоторыми оговорками) можно сказать и о международной деятельности банков в Западной Европе и Японии. Таким образом, именно активные корреспондентские банковские отношения делают большинство коммерческих банков во всем мире способными предоставлять своим клиентам полный набор финансовых услуг в других странах.

Отечественному коммерческому банку может потребоваться помощь его корреспондента в иностранном государстве, связанная с торговым бизнесом, валютными переводами, необходимостью представить его клиентов иностранным компаниям. Такая помощь оказывается иностранным банком-корреспондентом, что делает региональные коммерческие банки способными конкурировать в предоставлении клиентских услуг с крупнейшими банками из международных денежных центров. Использование корреспондентских отношений может также помочь даже крупнейшим коммерческим банкам в странах и регионах, в которых они не имеют филиалов или дочерних банков (например, если это запрещено местным законодательством). Корреспондентские отношения дают возможность практически любому банку помогать своим клиентам даже при осуществлении случайных (разовых) операций, которые потребовалось осуществить клиентам в каком-либо зарубежном государстве. При этом расходы и издержки, которые потребуются понести коммерческому банку, чтобы создать международную (глобальную) сеть филиалов и обеспечивать ее функционирование, являются очень крупными и могут оказаться целесообразными лишь при экстраординарных, причем постоянных оборотах зарубежных операций коммерческого банка.

Кроме того, на рынки некоторых (в основном слаборазвитых) стран коммерческие банки не могут проникнуть в форме филиалов, агентств, дочерних или совместных банков, поскольку это может быть запрещено законодательством либо административными регуляциями (банковских властей, министерства финансов). В этом случае развитие международного банкинга с такими странами возможно лишь на базе установления и осуществления межбанковских корреспондентских отношений.

При установлении таких отношений два коммерческих банка обмениваются информацией относительно услуг, которые они могут предоставить друг другу (например, инкассо, платежи, аккредитивы, обмен валюты, операции с ценными бумагами и др.), а также величины комиссионных за эти услуги. Кроме того, банки передают друг другу "книги подписей" своих официальных лиц, которые уполномочены подписывать корреспондентские документы каждого из банков (например, для идентификации подлинности банковских чеков, почтовых переводов), а также конфиденциальные "телеграфные" тестовые ключи (для идентификации подлинности электронных посланий между этими банками).

"Книга подписей" банка содержит образцы (факсимиле) подписей ответственных лиц каждого из двух банков, уполномоченных принимать обязательства на банк (обычно один или два офицера должны подписаться под документами о различных операциях).

Уникальной характеристикой корреспондентского банкинга является то, что "книги подписей" предоставляют друг другу обе стороны. Хотя обычно открывается лишь один счет, все равно обоим банкам требуется иметь образцы подписей уполномоченных лиц банка-корреспондента. Причем получающий банк всегда отвечает за то, чтобы подписи на инструкциях (документах), полученных от другого банка, были подлинными. "Телеграфные" тестовые ключи являются кодовыми устройствами, которые дают возможность банку, получающему телетрансмиссии (электронные

послания) от других банков, удостовериться в аутентичности (подлинности) таких посланий. Тем самым, при передаче электронных корреспондентских межбанковских посланий такие "телеграфные" тестовые ключи выполняют приблизительно ту же роль, какую выполняют письменные подписи при передаче межбанковских посланий на бумажных носителях (подробнее см. гл. 14).

2. КОРРЕСПОНДЕНТСКИЕ СЧЕТА В МЕЖДУНАРОДНОМ ДЕПАРТАМЕНТЕ БАНКА

Итак, базисом, на котором продолжает строиться международное банковское дело, является то, что банки из одной страны поддерживают текущие операционные счета (депозиты до востребования) в банках других стран для обслуживания потребностей (как клиентских, так и собственных) обоих банков. Когда фонды дебетуются или кредитуются на такой счет, при этом деньги, как говорят, "движутся" из одной страны в другую.

Текущие счета в международном департаменте отечественного коммерческого банка могут открываться иностранными правительствами, коммерческими банками и промышленно-торговыми фирмами из других стран, а также индивидуальными клиентами. Кроме того, отечественные правительственные агентства, коммерческие банки, фирмы, физические лица-резиденты, активно вовлеченные в международный бизнес, поддерживают текущие счета в международных департаментах банков, поскольку им требуется осуществлять международные валютные платежи и получать поступления от экспорта или других операций. Также они заинтересованы в консультациях банковских работников, имеющих большой опыт в проведении международных операций. Такие счета являются счетами до востребования, по которым в некоторых странах не разрешается платить проценты. Однако в таких случаях депозиторы могут открыть различного типа срочные депозиты, которые с определенностью принесут процентный доход, если, конечно, целью открытия счета является инвестиционное использование денег.

2.1. Международные корреспондентские счета типа "лоро"

Депозиты до востребования (текущий операционный счет), поддерживаемые иностранным банком-корреспондентом в отечественном банке, в различных странах могут называться по-разному. Например, в США такие счета называют счетами "Due to". В других странах их называют счетом "востро" (от лат. *vostro* - "ваш"), который поддерживается иностранным банком в банке-резиденте в местной валюте или в валюте третьей страны, или даже в национальной валюте иностранного банка. Примером такого счета будет, с российской точки зрения, счет в долларах (или рублях), который может поддерживать "Lloyds Bank" во Внешторгбанке РФ в Москве или, что более распространено, таким счетом для "Lloyds Bank" будет, скажем, долларовый счет, поддерживаемый в нем Внешторгбанком РФ. Наконец, для "City Bank" (крупнейшего американского банка) примером таких счетов будут долларовые счета многочисленных российских и восточно-европейских банков (равно как и западноевропейских), поддерживаемые в его "книгах".

Кроме того, часто такого типа счета определяют как корреспондентский счет "лоро" (от лат. *loro* - "их"). В России чаще всего применяют именно это название, хотя эквивалентность лоро-счета ("их" счета) и востро-счета ("вашего" счета) соответствует лишь второму (из перечисленных трех) значению понятия "лоро-счет". Его первое же значение - это счет третьего банка в банке-корреспонденте данного кредитного учреждения (например, долларовый счет английского "National Westminster Bank" в "Bank of New York", при том, что последний является корреспондентом некоторого московского банка, который осуществляет переводы на этот счет английского банка). Однако при всех лингвистических и практических оттенках терминов, обозначающих этот тип корреспондентского счета, заметим, что чаще всего коммерческие банки правильно "маркируют" свою корреспонденцию (в том числе пользуясь более однозначными терминами, такими, как "ваш" счет, "наш" счет, "их" счет), а следовательно, не происходит существенных задержек переводов по этой причине.

С открытием счета "лоро" можно зафиксировать начало корреспондентских межбанковских отношений. Ведущие коммерческие банки из индустриально развитых стран поддерживают лоро-счета, принадлежащие банкам со всего мира. В первую очередь подобные счета открывают крупные и средние коммерческие банки из развивающихся стран, а также региональные банки из развитых стран, так как большая часть мировой торговли и финансов деноминируется в долларах

США, немецких марках, японских иенах и других сильных валютах, а они, как правило, не имеют международной филиальной сети. В то же время крупные банки из международных денежных центров осуществляют платежи и другие операции корреспондентского типа через свои зарубежные филиалы и дочерние банки, что значительно (по меркам срочности операций на денежном и фьючерсном рынках) ускоряет платежи и поступления, повышая их надежность.

Также заметим, что крупные региональные коммерческие банки из развитых стран реже устанавливают прямые корреспондентские отношения с зарубежными банками, так как предпочитают осуществлять международные операции, опираясь на корреспондентские счета, открываемые ими в отечественных крупнейших банках из международных денежных центров. Так, например, скорее всего поступит крупный региональный банк (с активами в 10—20 млрд. дол.) из Сент-Луиса или Миннеаполиса.

В целом такие счета полезны не только для банков-владельцев, но и для поддерживающих их коммерческих банков. При этом, имея такой счет, первые банки-корреспонденты могут делать прямые платежи в пользу других стран, получать поступления в иностранной валюте, проводить расчеты по траттам в рамках открытого аккредитива. Технически открыть такие счета в ведущих коммерческих банках мира весьма буднично и недолго (можно сказать, это является рутинной процедурой). Причем лоро-счета чаще всего прибыльны для банка, в котором они открыты и поддерживаются. Так, счета "лоро" представляют собой депозиты до востребования для этого банка, а доходы от их использования как денежного ресурса (в виде процентного спреда) плюс комиссионные за операции, проводимые по этим счетам, как правило, превышают затраты банка-реципиента по операционному обслуживанию таких счетов "лоро".

2.2. Международные корреспондентские счета типа "ностро"

Счет, поддерживаемый отечественным банком в иностранном банке за рубежом, называют "ностро" (от лат. *nostro* - "наш") счетом. Ностро-счет также обозначают как "Due from account".

Такой счет, так же как и лоро-счет, может быть деноминирован в трех типах валют:

- а) в валюте иностранного государства, в банке которого открыт этот счет, либо
- б) в валюте третьей страны, либо
- в) в отечественной валюте банка, которому этот счет принадлежит.

Чаще всего лоро-счет деноминируется в валюте государства, резидентом которого является банк-держатель этого счета. Управление счетом "лоро" находится под контролем иностранного (по отношению к банку-держателю) валютного трейдера (т.е. работника банка-владельца счета).

Аккаунтинговые записи по ностро-счету международный департамент отечественного банка обычно поддерживает в своих собственных бухгалтерских книгах как в иностранной валюте, так и в ее отечественно-валютном эквиваленте. Это необходимо, потому что консолидированная (как по отечественным, так и по международным операциям) отчетность любого коммерческого банка официально представляется денежным и налоговым властям в валюте той страны, в которой он зарегистрирован. При этом консолидированная отчетность может быть представлена широкой публике, заинтересованным контрагентам (другим банкам, фирмам, институциональным инвесторам), международным финансовым институтам, рейтинговым агентствам в любой конвертируемой иностранной валюте или даже в корзине валют (типа ЭКЮ или СДР).

Используя бухгалтерские записи, международный департамент коммерческого банка отражает операции, когда он фактически получает инвалютные поступления (извещения о кредитовании своего счета от иностранного банка-держателя этого счета) или когда он осуществляет платежи в иностранной валюте по этому счету (направляя соответствующее послание в банк-держатель счета с требованием дебетовать этот счет в пользу некоторой третьей стороны). В то же время банк-владелец счета будет рассчитывать и в отечественной валюте эквивалент такой операции, и осуществлять соответствующие аккаунтинговые записи для своей официальной финансовой отчетности. В силу этого ностро-счет также называют двухвалютным счетом.

Крупные коммерческие банки из индустриально развитых стран с сильной валютой, как правило, не открывают ностро-счета для каждого лоро-счета, поддерживаемого в них самими зарубежными банками. Например, ведущие американские банки имеют значительно больше долларových лоро-счетов в своих книгах от иностранных банков, чем ностро-счетов, которые они поддерживают за границей в недолларовой валюте. Это происходит по вполне естественной причине,

связанной с важной ролью американских долларов в мировом бизнесе, а также с теми экстенсивными международными корреспондентскими отношениями, которые установили и поддерживают ведущие американские банки. Крупный американский банк может поддерживать один или два ностро-счета в отдельной стране, тогда как в его книгах могут быть открыты несколько сотен лоро-счетов, деноминированных в долларах, банками этой страны. Приблизительно то же самое можно сказать и о ведущих немецких банках, поддерживающих корреспондентские лоро-счета, открытые в их книгах многими банками со всего мира.

На решение международного департамента коммерческого банка о географическом расположении его ностро-счетов и о величине остатков на них воздействуют многие факторы. Как правило, ностро-счета открываются в тех странах, в валютах которых клиенты банка должны осуществлять платежи и получать поступления. Кроме того, банк откроет ностро-счета в тех странах, валюты которых необходимы для торговой деятельности инвалютных трейдеров самого банка на фьючерсном и денежном рынках. Банк, как правило, не склонен иметь излишние инвалютные ностро-счета, по крайней мере, больше чем это необходимо ему для обслуживания определенных ранее двух базовых целей. Общие принципы управления банковскими ностро-счетами базируются на технике международного денежного менеджмента, в общем аналогичной той, которую использует и международная промышленно-торговая фирма. Ей присущи минимизация неработающих (или низкодоходных) остатков и размещение временно избыточных текущих средств в форме краткосрочных инвестиций в инструменты денежного рынка. При этом, выбирая подходящие инструменты для краткосрочных международных инвестиций, коммерческий банк будет руководствоваться критериями доходности и риска, придавая большое значение валютной деноминации и ликвидности такого инструмента.

В этом смысле отечественный коммерческий банк должен поддерживать достаточные остатки на своих ностро-счетах, чтобы быстро удовлетворять неожиданно появляющиеся потребности в платежах клиентов или собственных трейдеров. В то же время он будет избегать овердрафта этих счетов, за который нужно уплачивать повышенный процент. Однако банк не должен терять доход, поддерживая избыточные неработающие остатки на ностро-счетах, которые либо не приносят процента (как, например, счета в банках США, где запрещены платежи процентов по текущим счетам), либо приносят минимальный из возможных доход (как в большинстве развитых стран). Кроме того, поддержание активов в иностранной валюте может быть рисковым, так как иностранная валюта может девальвироваться (понизиться в цене) либо относительно отечественной валюты, либо относительно других ведущих валют, в которых банк осуществляет платежи.

Именно поэтому, поддерживая валютную позицию (а остаток на ностро-счете в иностранной валюте при прочих равных условиях является открытой "длинной" валютной позицией банка-владельца такого счета), коммерческий банк должен осуществлять необходимые операции по хеджированию валютного риска, что требует работы специально обученного персонала банка и дополнительных операционных издержек, связанных с проведением хеджинговых сделок. Выгоды от покрытия валютного риска и сопутствующие ему дополнительные издержки будут учитываться банковским менеджментом банка-владельца ностро-счета при общем взвешивании доходности, риска и издержек, связанных с поддержанием того или иного остатка на данном счете. Кроме того, будет учитываться и портфельный эффект такого остатка в общем контексте всех остатков по различным инвалютным ностро-счетам, а также в контексте планируемых платежей и поступлений в различных валютах в рамках некоторого планового горизонта.

2.3. Отчеты по международным корреспондентским банковским счетам

Бухгалтерский (или аккаунтинговый) отдел международного департамента коммерческого банка подготавливает и рассылает всем своим клиентам периодические (например, в конце каждого рабочего дня) отчеты по операциям и остаткам на текущих счетах, в том числе отчеты по лоро-счетам всем своим банкам-корреспондентам, как зарубежным, так и отечественным, владеющим такого типа счетами. Эти отчеты обычно представляются в упрощенной стандартной форме и сопровождаются (в случае отчетов за более продолжительные периоды, например, за месяц) пояснительной запиской. В свою очередь, международный департамент данного коммерческого банка также будет получать отчеты от иностранных банков-корреспондентов по своим ностро-счетам, поддерживаемым в этих банках.

Цифры и операции, содержащиеся в таких отчетах, должны согласовываться с соответствующими собственными записями международного департамента банка. Однако на практике часто обнаруживаются расхождения между отчетами по счету, полученными от банка-корреспондента, с одной стороны, и записями международного департамента данного банка, с другой. В таких случаях для коррекции расхождений будет осуществляться необходимая межбанковская корреспонденция (переписка), которая может продолжаться весьма длительное время.

В целом аккаунтинговые записи и отчеты по ностро-счетам банка (так же, как и по лоро-счетам, которые он поддерживает в своих книгах от других банков) почти никогда не бывают полностью свободными от некоторых ошибок и несоответствий. Именно поэтому происходит следующая межбанковская переписка по типу: "мы дебетовали - вы не кредитовали" или "мы кредитовали - вы не дебетовали" соответствующие валютные позиции. Безотносительно ко времени, необходимому для внесения таких коррекций, они все же должны быть сделаны для того, чтобы предотвратить потери банка. Однако такого рода ошибки и несоответствия в расчетах не оказывают значительного общего негативного эффекта на международные корреспондентские банковские операции.

2.4. Использование корреспондентских международных банковских счетов

При установлении корреспондентских отношений между двумя банками достаточно открыть лишь один счет для того, чтобы осуществлять практически все возможные валютные операции. Такого одного счета (являющегося для банка-держателя лоро-счетом, а для банка-владельца ностро-счетом) достаточно для трансфера фондов из одной страны в другую или для платежей, которые нужно сделать фактически в любой стране в любой валюте (хотя это и может повлечь за собой различные операционные расходы). Обычно такой счет будет лоро-счетом, открытым коммерческим банком из развивающейся страны в банке, который базируется в индустриально развитой стране. После того как счет открыт, коммерческие банки будут использовать его для осуществления международных операций, соответственно начисляя на него или списывая с него определенные суммы денег (т.е. кредитуя или дебетуя этот счет).

Предположим, что европейский (например, российский) банк купил долларовые туристские чеки, предоставленные ему американским туристом, уплатив эквивалент в локальной валюте (в данном случае - в российских рублях). После этого банку требуется осуществить клиринг чека и получить дополнительные доллары в виде фондов, пригодных для использования, на своем ностро-счете в корреспондентском банке, скажем, в Нью-Йорк-сити. Для того чтобы сделать это, российский банк отошлет чек в банк, в котором он имеет долларовый ностро-счет, поместив там этот чек на депозит, точно так же, как физическое лицо помещает на депозит в банке чеки для того, чтобы получить кредит на свой чековый (текущий) банковский счет.

Далее, после того как необходимые долларовые фонды поступят на ностро-счет (будут кредитованы на этот счет), о чем будет получено соответствующее уведомление, российский банк может посылать распоряжения нью-йоркскому банку-корреспонденту, инструктируя его осуществить платеж в пользу какого-либо резидента США или неамериканской компании или банка (например, по заявке одного из своих клиентов или для покрытия обязательств по операции на форексном или денежном рынке, осуществляемой одним из валютных дилеров банка). Международные платежи нью-йоркский банк будет осуществлять посредством дебетования соответствующего корреспондентского лоро-счета российского банка и, возможно, отсылки соответствующих инструкций в третий банк, в котором конечный получатель поддерживает текущий счет.

Продолжая рассматривать этот пример, заметим, что американский банк, наоборот, использует лоро-счет, открытый в его книгах иностранным банком-корреспондентом, кредитуя его поступлениями по инкассо и аккредитивам, а также дебетуя его на сумму платежей, которые требует сделать иностранный банк.

Такой лоро-счет может быть также использован для платежей в пользу резидентов третьих стран. Так, после того, как европейский (в данном случае российский банк-корреспондент) банк пришлет инструкцию с распоряжением осуществить такой платеж, американский банк дебетует лоро-счет этого банка на долларовый эквивалент платежа в иностранной валюте. Далее он, в свою очередь, проинструктирует трети и банк-корреспондент сделать необходимый платеж посредством дебетования счета американского банка в этой валюте.

Базовым является тот факт, что если европейский (в данном случае российский) банк открыл счет в американском банке, имеющем активный международный департамент, то первый получит глобальный доступ практически к любой валюте и любому финансовому рынку для удовлетворения практически всех своих потребностей и может предоставить своим клиентам финансирование практически во всем мире. В свою очередь, это верно, если американский банк откроет счет "ностро" в одном из европейских банков. Однако коммерческие банки из развитых стран, как правило, действуют в других развитых странах через свои филиалы или дочерние банки, т.е. для своих потребностей они предпочитают использовать собственную международную филиальную, а не корреспондентскую сеть. Именно поэтому преимуществом глобального доступа к мировым финансовым рынкам, открывая ностро-счета в банках-корреспондентах из развитых стран, пользуются в основном банки развивающихся и слаборазвитых стран. При этом банки-держатели таких счетов также получают выгоду, увеличивая свою депозитную базу.

Через корреспондентский банковский счет проходят крупные объемы валютных трансферов, что иногда приводит к неправильному исполнению межбанковских инструкций. Если это случается, то банк, сделавший ошибку, должен компенсировать другому банку те доходы, которые последний потерял, так как фонды временно не находились в его распоряжении. Это означает, что первый банк должен возместить второму банку альтернативную срочную стоимость денег, задержанных из-за неадекватного исполнения корреспондентских инструкций, а также небольшие штрафные комиссионные.

3. ДРУГИЕ УСЛУГИ, ОКАЗЫВАЕМЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫМИ БАНКАМИ-КОРРЕСПОНДЕНТАМИ

В целом отечественный банк из какой-либо страны действует как своеобразное "окно" для иностранного банка-корреспондента на свой внутренний рынок. Так, предположим, клиент немецкого (или российского) банка желает купить ценные бумаги американских фирм или правительственных агентств. Тогда немецкий банк попросит содействия американского банка-корреспондента, отослав ему корреспондентское послание с соответствующими инструкциями. Последний направит соответствующий заказ в адрес брокерской фирмы и осуществит платеж на ее счет, дебитуя лоро-счет немецкого банка-корреспондента. Далее, получив в свое распоряжение ценные бумаги, американский банк отошлет их своему банку-корреспонденту или будет использовать их в интересах последнего.

При обслуживании международной торговли отечественный коммерческий банк некоторой развитой страны может оказывать дополнительные услуги иностранному банку-корреспонденту (например, из развивающейся страны), представляя своих клиентов иностранным фирмам, связанным с банком-корреспондентом, или помогая последним, также по просьбе иностранного банка-корреспондента, наладить контакт или устроить встречу с потенциальными отечественными продавцами или покупателями их продукции. Равным образом банк-корреспондент из развивающейся страны может оказывать подобные дополнительные услуги коммерческому банку из развитой страны.

Отечественный российский коммерческий банк, осуществляющий торговлю на международных инвалютном (форексном) или евродолларовом (денежном) рынке, может использовать свой долларовый счет для расчетов по операциям посредством получения кредитования или осуществления дебетования своего лоро-счета, поддерживаемого в американском (или европейском) банке-корреспонденте. Кроме того, отечественный российский банк может использовать этот счет для трансфера фондов, если, предположим, один из его местных клиентов является дочерней фирмой или другим аффилированным подразделением американской корпорации, которая, в свою очередь, является клиентом американского банка-корреспондента.

Международные корпорации, осуществляя менеджмент своих текущих валютных активов (международный денежный менеджмент), переводят свои валютные излишки на некоторый центральный корпоративный счет, с которого фонды могут быть инвестированы или другим образом быстро использованы родительской компанией. С точки зрения корпоративных казначеев, в последние десятилетия важность такой практики централизованной мобилизации валютных средств компании значительно увеличилась в связи с возможностью получения дополнительных доходов от временно избыточных валютных ресурсов. В ином случае эти излишки будут оставаться нера-

ботающими - либо не принося ничего, либо принося минимальный процент на текущих счетах. Банк, который помогает корпорации в быстром трансфере избыточных остатков через корреспондентские банковские долларовые счета, вероятно, будет получать от этой компании в качестве компенсации заявки на проведение других операций, например в местной валюте (кредиты, андеррайтинг и трастовые услуги), что явится дополнительным источником банковской прибыли. Также такой клиент будет продолжать поддерживать свои счета в этом банке, предоставляя последнему денежные ресурсы.

Кроме того, очень важно использовать в международных торговых финансах зарубежный банк-корреспондент. Следует отметить, что малый банк-корреспондент из развивающейся страны часто рассматривает свои крупные банки-корреспонденты из развитых стран как источники международного кредита.

Наконец, международные корреспондентские отношения между банками также предоставляют возможности для отечественного или иностранного банка-корреспондента купить участие в кредитах, которые один из них предоставляет; быть приглашенным в кредитные синдикаты и группы андеррайтеров; доступа для клиентов одного банка-корреспондента к новым инвестиционным продуктам капитального рынка в стране другого банка-корреспондента.

4. АККАУНТИНГ, СВЯЗАННЫЙ С ОСУЩЕСТВЛЕНИЕМ МЕЖДУНАРОДНОГО КОРРЕСПОНДЕНТСКОГО БЭНКИНГА

Итак, операции между банками-корреспондентами осуществляются через соответствующие корреспондентские текущие банковские счета. При этом лоро-счета иностранных банков, выраженные в национальной валюте банка-держателя таких счетов, относятся в финансовом отчете последнего к депозитам наряду с депозитами, поддерживаемыми в банке корпорациями, правительственными агентствами и физическими лицами. Лоро-счета перечисляются в пассивной части баланса банка-держателя как обязательства. Центральные банки в большинстве стран мира требуют, чтобы против таких депозитов в отечественных офисах банка (в виде определенной процентной доли) поддерживались минимальные обязательные резервы на резервном счете в центральном банке. Точно так же резервные требования распространяются на все другие отечественные остатки на текущих счетах в банке. Против депозитов, в том числе и счетов "лоро", в заграничных филиалах банков или в так называемых "оффшорно-оншорных" единицах банка (типа международных банковских единиц в США; см. гл. 12), денежные власти обычно не требуют поддержания обязательных резервных остатков на счете в отечественном центральном банке.

Наоборот, корреспондентские инвалютные ностро-счета в финансовой отчетности банков-владельцев таких счетов перечисляются в активной части их балансов как требования. В соответствии с базельскими требованиями о нормативе достаточности капитала банка в развитых странах и в ряде развивающихся (определяемом как отношение собственных средств банка к активам, взвешенным с учетом риска), счета "ностро", деноминированные в конвертируемых валютах и имеющие срочность в 1 год и менее, взвешиваются с коэффициентом 0,2 без дифференцирования по странам, в которых эти счета размещены. Соответственно избыточные (неработающие) остатки на ностро-счетах невыгодны не только с точки зрения международного денежного менеджмента банка-владельца, но и с точки зрения дополнительных издержек по привлечению или поддержанию капитальных фондов для удовлетворения норматива достаточности капитала.

РЕЗЮМЕ

Итак, без преувеличения можно сказать, что установление международных корреспондентских банковских отношений является жизненно важным для банков во всем мире. Межбанковские корреспондентские отношения позволяют малому банку получить помощь от крупного иностранного банка-корреспондента в форме кредита или в форме обслуживания международных операций как самого банка, так и его клиентов. В свою очередь, крупные международные банки могут получить доступ к локальным рынкам в развивающихся странах, используя свои корреспондентские отношения с банками-резидентами этих стран. Это дает возможность проводить операции по диверсификации рисков (как своих, так и клиентских), по получению высоких доходов на новых фи-

нансовых рынках. Таким образом, международный корреспондентский бантинг обоюдно выгоден как для крупных банков из развитых стран, так и для малых банков из развивающихся стран.

Кроме того, развитие международных корреспондентских банковских отношений является жизненной необходимостью для банков, осуществляющих валютные операции, в силу того что именно сеть корреспондентских счетов, поддерживаемых банками из различных стран, обеспечивает функционирование международной системы платежей, т.е. она играет ту роль, которую на внутренних рынках играет централизованная система платежей через центральный банк. На международной арене не существует и не ожидается в обозримом будущем появления наднационального центрального банка. Следовательно, существование международной сети корреспондентских банковских счетов останется решающим фактором поддержания системы валютных платежей между странами.

В целом коммерческие банки из различных стран мира становятся корреспондентами друг друга для того, чтобы получить доступ к локальным иностранным рынкам (как к крупным и развитым, так и к малым и новым), а также к иностранным валютам. Целью получения такого доступа является необходимость производить расчеты по международным торговым операциям клиентов, а также осуществление взаимодействия с локальным иностранным банком, который может предоставлять различные услуги своему банку-корреспонденту. Так, крупные международные банки с разветвленной корреспондентской сетью по всему миру получают выгоду от доходов по увеличивающимся депозитным остаткам (которые они аккумулируют в виде счетов "лоро"), возможностей для торговли на инвалютных и денежных рынках в больших объемах и обхода ограничений, связанных с существованием временных зон, национального регулирования. Кроме того, существенными являются доходы в форме комиссионных за многие некредитные услуги, оказываемые банкам-корреспондентам.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Назовите основные причины, в силу которых коммерческие банки из различных стран мира становятся корреспондентами друг друга. Перечислите корреспондентские банковские услуги.
- 2) Почему различные банки из одной страны устанавливают между собой корреспондентские межбанковские отношения?
- 3) Охарактеризуйте сравнительные преимущества и недостатки осуществления международных банковских операций через сеть банков-корреспондентов и через свою собственную сеть филиалов.
- 4) Каковы методы идентификации подлинности корреспондентских банковских посланий при платежах с использованием банковского чека и при помощи электронного межбанковского перевода?
- 5) Чем отличаются корреспондентские счета "лоро", "востро" и "ностро"? В чем состоит отличие проведения операций через счета "лоро" и "ностро"?
- 6) За отчетный период величина денег, поддерживаемых банком на своих зарубежных ностро-счетах в первоклассных банках развитых стран, увеличилась на 100 млн. дол. На сколько данный банк должен увеличить эмиссию своих обыкновенных акций, чтобы поддерживать собственный капитал на достаточном уровне? Предположим, что прирост остальных компонентов собственного капитала (нераспределенной прибыли, резервов и эмиссионного дохода) точно покрывает прирост прочих активов, скорректированных на риск, и соответствующих внебалансовых статей.

Глава 14. Международные банковские валютные переводы

ЦЕЛИ

- Охарактеризовать основы международных валютных переводов.
- Описать различные базовые инструменты, используемые для трансфера международных валютных фондов.
- Показать, как банки выполняют такие трансферные функции.

- Охарактеризовать основные виды межбанковского авизо, используемые для международных банковских переводов.
- Объяснить, как банки фактически выполняют трансфер.
- Описать различные системы для окончательного расчета по международным валютным переводам.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Межбанковский овердрафт	Международный валютный перевод посредством теле-трансмиссии
Межбанковское поручение о международном валютном переводе	Окончательный расчет по международному валютному переводу
Межбанковское уведомление о международном валютном переводе	СВИФТ (Сообщество для всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций)
Международный валютный перевод посредством банковского чека	Телеграфный валютный перевод
Международный валютный перевод посредством клиентского чека	ЧИПС (Межбанковская платежная система Клиринговой палаты Нью-Йорка)
Международный валютный перевод посредством курьерской почты	FedWire (Федеральная система электронных платежей)
	Электронный международный валютный перевод

Потребность в международных услугах банка возникает для промышленно-торговых фирм, правительственных агентств, индивидуальных прежде всего в связи с необходимостью перевести деньги из одной страны в другую или, наоборот, получить перевод из какой-либо страны на счет в отечественном банке. Так, физическим лицам может потребоваться отослать деньги родственникам, живущим за границей, или оплатить заказ какого-либо товара в магазине другой страны. Также фирмам может потребоваться перевести деньги за границу для расчета за товары, которые уже подготовлены для отгрузки, или для платежа по счету за товары, которые были отгружены в ее адрес на условиях открытого счета.

Кроме того, физические лица и бизнес-фирмы могут осуществлять кратко- и долгосрочные зарубежные инвестиции. Наконец, бизнес-фирмам и банкам необходимо переводить деньги за границу для осуществления расчетов по торговле иностранной валютой и "евроотечественной" валютой (например, евродолларами или в будущем еврорублями, когда они смогут появиться). Независимо от мотивов, по которым требуется переводить деньги за границу, банки легко могут удовлетворить потребности всех своих клиентов, используя механизмы, которые они создали, установив корреспондентские отношения с другими банками.

В целом система международных платежей отличается от платежной системы в отдельных индустриально развитых странах (например, в США или Германии). Так, если отечественный банк в такой стране хочет перевести фонды другому отечественному банку (или если он желает осуществить клиринг чеков, выписанных в другой части страны), то он может использовать платежную систему центрального банка (на международной арене не существует такого центрального банка). В силу этого коммерческие банки, осуществляя валютные операции, должны использовать свои корреспондентские отношения с банками в других странах для исполнения таких сделок.

Отметим, что при осуществлении международного валютного платежа банк совершает две операции. С одной стороны, он отправляет сообщение (авизо) о необходимости перечислить деньги какому-либо юридическому или физическому лицу, а во-вторых, он выполняет фактический трансфер денег (путем внесения соответствующих бухгалтерских записей в свои книги) для осуществления окончательного расчета (settlement) или для рамбурсирования (reimbursement, т.е. компенсации) платежа. Это связано с тем, что окончательный расчет по безналичному платежу в

любой валюте может быть осуществлен лишь посредством осуществления бухгалтерских записей в книгах банков на территории соответствующей страны, в которой данная валюта является законным платежным средством (legal tender). Например, окончательный расчет в долларах может быть осуществлен только в банках, базирующихся в США, где доллар, как явствует из надписи на любой банкноте в этой валюте, является "законным средством платежа по всем частным и публичным долгам". Точно так же окончательный безналичный расчет в фунтах стерлингов или рублях возможен лишь с использованием аккаунтинговых записей соответственно на счетах в британских банках или в российских банках.

1. БАЗОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНЫХ ПЕРЕВОДОВ

Банки осуществляют международные трансферы валютных фондов по просьбе клиентов, используя сеть корреспондентских банковских счетов. Так, инструкции выполнить платеж могут передаваться с использованием платежного поручения или заявления на перевод (remittance order), а также при помощи иностранной тратты или банковского чека (foreign draft). Важная составляющая этих инструкций - это метод окончательного расчета, т.е. описание способа, при помощи которого деньги "перемещаются" из одного банка в другой, точнее, "переписываются" с одного счета на другой. При этом возможны, по крайней мере, три базовых варианта расчета.

Во-первых, банк-отправитель (sending bank), который отправляет корреспондентское сообщение (message) другому банку, может кредитовать счет банка-получателя (receiving bank). Например, американский банк, выполняя требование своего клиента по оплате товаров из России в долларах, дебетует текущий счет этого клиента-покупателя на сумму платежа и комиссионных за операцию. Далее он кредитует на своих книгах суммой платежа корреспондентский лоро-счет российского коммерческого банка, указанный клиентом. После этого он отправляет корреспондентское сообщение (авизо) уже указанному российскому коммерческому банку, который обслуживает экспортера из Российской Федерации, о том, что необходимая долларовая сумма зачислена на счет этого банка. Такой трансфер фондов называют рамбурсированием, так как отправляющий банк осуществляет предварительную компенсацию получающего банка за то, что последний прокредитует в эквивалентной сумме своей отечественной валюты (или иностранной валютой, как в случае российского экспорта) текущий счет конечного бенефициара (получателя денег, в данном случае экспортера).

При этом в технике данного трансфера фондов ничего существенно не меняется из-за существования валютного контроля в стране бенефициара (в данном случае обязательной продажи экспортером части валютной выручки), так как перечисленные доллары будут продолжать принадлежать российскому банку либо в полной сумме (если экспортер всю обязательную продажу уступит этому российскому банку), либо наполовину (если экспортер всю обязательную продажу уступит другому российскому банку, не имеющему корреспондентского счета в рассматриваемом американском банке). В конечном счете на балансе российского бенефициара вся полученная экспортная выручка будет отражена в рублях.

Во-вторых, банк-получатель может дебетовать счет банка-отправителя. Рассмотрим расчет, который может быть осуществлен в этом случае, на примере оплаты в долларах российской компанией поставки товаров из США через российский коммерческий банк. Причем предположим, что последний имеет корреспондентский счет в американском банке, обслуживающем фирму-поставщика. Тогда российский банк, выполняя требование своего клиента об оплате товаров из США, отошлет корреспондентское сообщение (авизо) американскому банку-корреспонденту, поддерживающему счет фирмы-поставщика, с распоряжением о дебетовании своего соответствующего лоро-счета и о кредитовании эквивалентной суммой (без операционных расходов) счета американской фирмы-бенефициара. В свою очередь, американский банк, получив такое послание от российского банка и удостоверившись в его подлинности, осуществит указанные в нем операции (бухгалтерские записи). После этого он направит российскому банку-корреспонденту сообщение (авизо) об осуществленных действиях (о дебетовании счета последнего).

Наконец, в-третьих, кредит может быть сделан на счет получающего банка в третьем банке. Например, все может происходить, как в предыдущем случае, за исключением того, что бенефициаром является дочерняя компания, принадлежащая американской фирме, но являющаяся резидентом Великобритании, и того, что ее обслуживает английский банк, не имеющий корреспон-

дентских отношений с российским банком, который обслуживает российского покупателя. Тогда американский банк, получив авизо от российского банка и продебетовав его счет, направит послание английскому банку с распоряжением дебетовать свой фунтовый счет с перечислением денег определенному английскому бенефициару. Так произойдет, если платеж осуществляется методом окончательного расчета. Альтернативой является платеж посредством рамбурсирования, когда американский банк, продебетовав российский банк, кредитует лоро-счет английского банка и отправляет последнему сообщение об этом, а также распоряжение кредитовать эквивалентной суммой в фунтах стерлингов счет конечного английского бенефициара (фирмы-экспортера в Россию).

В целом при международных платежах выбор метода расчета будет определяться используемой валютой и существованием корреспондентских счетов между банками, обслуживающими фирму-плательщика и фирму-бенефициара. Это справедливо как для экспортно-импортных, так и для инвестиционных операций, например для осуществления перевода капитала от родительской к дочерней компании или для трансфера дивидендов от дочерней компании к родительской фирме.

Рассмотрим теперь три способа международного перевода валютных средств - с использованием авиапочтового и электронного трансферов или с помощью иностранного банковского чека.

1.1. Международный валютный перевод посредством авиапочты

Наиболее простым способом перевести валютные фонды является межбанковский денежный трансфер посредством авиапочтового письма, посланного коммерческим банком в одной стране в адрес банка-корреспондента в другой стране. В таком письменном авизо содержится требование, чтобы получающий банк уплатил определенную сумму денег со счета банка-отправителя в пользу некоторого указанного получателя, либо уведомление о том, что счет банка-получателя в банке-отправителя прокредитован и что первому необходимо уплатить соответствующую сумму конечному бенефициару. В авиапочтовом переводном письме указываются детали платежа, в том числе: величина перевода, валюта платежа, имя и адрес бенефициара, имя отправителя и некоторые другие. Оно содержит необходимое количество подписей уполномоченных лиц, оговоренное в корреспондентском соглашении.

В письме обязательно указывается, как быть осуществлен окончательный расчет между двумя банками.

Если отечественный клиент хочет перевести фонды к бенефициару в иностранном государстве, то отечественный банк получит платежные инструкции клиента о дебетовании его счета на сумму перевода, комиссионных и авиапочтовых расходов. Далее, отечественный банк отошлет письмо иностранному банку, авизуя (уведомляя), например, при этом, что в порядке рамбурсирования он кредитовал деньги на лоро-счет иностранного банка-получателя (если перевод осуществляется в отечественной валюте банка-отправителя). Также в письме будет содержаться распоряжение перевести фонды соответствующему конечному бенефициару (например, кредитовать его счет в банке-отправителе или в некотором третьем банке). В этом письме отечественный банк также может уполномочить иностранный банк дебетовать свой счет "ностро", если платеж деноминируется в валюте, отечественной для иностранного банка-получателя. По получении авиапочтового письма о переводе иностранный банк проверит его подлинность посредством сравнения подписей в полученном письме с факсимиле, имеющимся в книге подписей этого банка. Если подписи аутентичны, то банк-получатель будет действовать согласно инструкциям.

Нужно заметить, что иностранный банк (получатель платежных инструкций) обычно платит бенефициару в местной валюте. Если же трансфер установлен в какой-либо другой валюте, то иностранный банк-получатель будет конвертировать величину инвалютного платежа в эквивалент локальной валюты. Конверсия будет осуществлена по курсу обмена (покупки), определенному банком бенефициара. Это объясняется рядом причин. Так, законы и регуляции страны-бенефициара могут требовать этого в рамках мер по осуществлению "валютного контроля". Если таких регуляций нет, то клиент предпочтет держать инвалютные счета непосредственно в банках тех стран, в валюте которых они деноминированы, в том числе в филиалах отечественных банков в этих странах. В таких случаях он будет инструктировать своих покупателей переводить деньги на эти счета.

Однако часто бенефициару выгоднее иметь отечественную валюту, а не иностранную, например для осуществления закупок сырья или платежей зарплаты и налогов на внутреннем рынке.

Получая инвалютный платеж и конвертируя его в отечественную валюту, он потеряет на валютном спреде, так как цена покупаемого товара обычно пересчитывается из одной валюты в другую по среднему обменному курсу, а продаст бенефициар иностранную валюту своему банку по курсу покупки, а также (что более существенно) он должен будет потратиться на хеджирование валютно-курсового риска или будет подвержен этому риску (оставив платежи в иностранной валюте непокрытыми, т.е. поддерживая "короткую" валютную позицию, которая является спекулятивной, или рискованной по характеру).

1.2. Международный валютный перевод посредством телетрансмиссии (электронный трансфер)

Схема перевода валютных фондов посредством телетрансмиссии (т.е. когда межбанковское платежное поручение отправляется не в бумажном исполнении с курьерской почтой, а при помощи электронных средств связи) такая же, как и при переводе посредством авиапочты. При этом в качестве средства коммуникации банки задействуют одну из телеграфных или электронных систем. Для характеристики такого типа перевода на английском языке (который является общепризнанным международным банковским и финансовым языком) иногда используется выражение "cable remittance (cable transfer)", т.е. "телеграфный перевод". Этот термин появился в прошлом веке, когда быстрый перевод мог быть осуществлен лишь с использованием мощностей международных телеграфных ("кабельных") компаний. В частности, наиболее часто используемым направлением международных денежных телеграфных посланий была линия Лондон - Нью-Йорк-сити (после того, как в 60-е гг. XIX в. был проложен трансатлантический кабель по дну океана). Причем с того времени на жаргоне валютных дилеров курс "доллар/фунт стерлингов" до сих пор называют "телеграф" или "кабель" ("cable"). Часто в качестве тождественного понятия используют термин "wire transfer" ("проволочный перевод").

Однако реально межбанковское сообщение передается через электронные коммуникации, отображаясь на дисплеях банковских (и, возможно, клиентских) компьютеров. Инструкции от одного банка другому могут быть посланы также посредством телефона (прямых линий связи), если перевод осуществляется в пределах одного города (например, Нью-Йорк-сити или Лондона) или в рамках филиальной сети одного банка. Именно поэтому вместо термина "телеграфный перевод" для характеристики международных валютных межбанковских переводов более корректно использовать термин "электронный (компьютерный) трансфер", или его можно назвать даже (по аналогии с авиапочтовым трансфером) переводом посредством электронной межбанковской почты.

Такой метод международного перевода валютных средств используется в тех случаях, когда важна скорость платежа и (или) когда осуществляется крупный трансфер. Очевидно, что электронные сообщения (авизо) не могут содержать рукописных подписей. Именно поэтому для того, чтобы удостовериться в подлинности послания, используют проверку посредством "тестового ключа" или некоторого кода, которые при установлении корреспондентских отношений между банками были заранее оговорены. Понятно, что такие коды и "тестовые ключи" являются закрытой информацией и содержатся в режиме секретности.

1.2. Валютный перевод с использованием иностранного банковского чека (иностранной тратты)

Иностранный банковский чек (в отличие от регулярного бизнес-чека, или клиентского чека) является обращаемым инструментом, выписанным некоторым банком на свой чековый (текущий) счет, который поддерживается в иностранном банке-корреспонденте. Он может быть эмитирован (выписан) и продан клиенту, если последнему требуется обращаемый инструмент (ценная бумага), который он желает индоссировать (обозначить передаточной надписью) в пользу своего кредитора и отослать по почте (курьерской) бенефициару или передать ему через своего торгового агента. При этом для клиента-плательщика такая схема платежа часто выглядит предпочтительнее, чем осуществление банковского перевода, когда один банк по заявлению клиента отправляет платежные инструкции другому банку. Это объясняется тем, что иностранный банковский чек с большой вероятностью достигнет бенефициара, который должен получить платеж, в то время как

платежное поручение возлагает ответственность за правильность и своевременность платежа на два банка-посредника, что может привести к задержкам.

Бенефициар, получив иностранный банковский чек от плательщика, представит его в свой банк для получения денег. После этого последний в первую очередь удостоверится в подлинности чека. Это может быть сделано одним из двух способов: проверкой аутентичности подписи или посредством авизо. В первом случае банк сравнит подпись на чеке с подписью соответствующего банка-корреспондента в своей книге уполномоченных подписей, а также посмотрит инструкции этого банка относительно количества подписей, требуемых на иностранных банковских чеках. Во втором случае банк бенефициара оплатит иностранный банковский чек лишь после получения специального авизо, т.е. уведомления от банка-эмитента чека в виде авиапочтового письма с подписями уполномоченных лиц или в виде тестированного телетрансмиссионного (электронного) послания. При этом метод авизо может создать проблемы для платящего банка-корреспондента, если чек представлен бенефициаром для платежа до того, как этим банком получено соответствующее авизо от банка-эмитента.

1.4. Операции банков в связи с международными валютными переводами

Крупный банк из денежного центра (например, из Нью-Йорк-сити или из Москвы), имеющий много филиалов или банков-корреспондентов в своей стране, создаст определенную систему, дающую возможность этим банковским единицам самим принимать инструкции с платежными поручениями (о международных валютных переводах) от своих клиентов или эмитировать иностранные банковские чеки, а не направлять клиентов в международный департамент этого крупного банка. Это позволяет филиалу или банку-корреспонденту обслуживать клиентов в географической местности, удобной для последних, и, следовательно, может сохранить счета таких клиентов и увеличить объем операций с ними.

Отечественный филиал или банк-корреспондент должен иметь формы иностранных банковских чеков и платежных поручений, а также специальные руководства от крупного банка из денежного центра. В последних содержится перечень иностранных корреспондентов крупного банка в различных городах мира, на которых рассматриваемые отечественные офисы (филиалы или банки-корреспонденты) могут выписывать чеки. Такие руководства содержат информацию о том, в какой валюте может быть выписан чек на тот или иной иностранный банк, а также инструкции для персонала отечественных офисов (как заполнять иностранные банковские чеки и т.д.).

Для выполнения платежного поручения международный департамент коммерческого банка (после того, как он получит инструкции от отечественного клиента) выберет иностранный банк-корреспондент. При этом клиент может захотеть узнать, через какой банк будет осуществлен платеж, и выразить свое согласие или свои альтернативные предпочтения.

Переводы (платежные инструкции) или чеки для международных трансферов могут быть эмитированы банками из развитых стран либо в отечественной валюте, либо в иностранных валютах (банками из стран с неконвертируемой валютой - лишь в иностранной конвертируемой валюте). Например, международные инструкции на перевод или чеки могут быть эмитированы американскими банками либо в американских долларах, либо во многих других твердых валютах. При этом если отечественный клиент не выражает предпочтений, то обычно для американского банка более выгодно эмитировать платежное поручение (или чек) в иностранной, чем в отечественной, валюте (в данном случае в долларах). Это происходит потому, что если платеж эмитируется в иностранной валюте, то отечественный банк конвертирует клиентские отечественные деньги в иностранную валюту по своему обменному курсу продажи. Это означает, что банк спишет со счета клиента больше отечественной валюты за требуемую сумму иностранной валюты. Следовательно, он получит прибыль в виде курсового спреда на конверсии валют (см. гл. 3).

Если же платежное поручение (или чек) эмитируется в отечественной валюте, то в этом случае иностранный банк установит обменный курс, по которому он купит эту валюту в обмен на свою отечественную валюту, уплачиваемую получателю. Этим обменным курсом будет его курс покупки иностранной валюты. Соответственно в этом случае иностранный банк получит вознаграждение в форме курсового спреда, тогда как первый банк лишится его, получая лишь комиссионное вознаграждение за операцию от клиента.

После того как отечественный филиал или банк-корреспондент примет от клиента инструкции о платежном переводе или продаст ему иностранный банковский чек, должны быть осуществлены соответствующие процедуры. Так, если окончательный расчет должен быть сделан посредством бухгалтерской записи (book entry), то стоимость платежных инструментов, эмитированных в отечественной валюте, будет кредитована на лоро-счет иностранного банка, тогда как стоимость платежных инструментов, эмитированных в иностранной валюте, будет препровождена (дебетована) на ностро-счет отечественного банка, поддерживаемый в иностранном банке-корреспонденте, и там списана с него в пользу (на счет) бенефициара.

При этом в зависимости от оговоренных межбанковских корреспондентских процедур для расчета по иностранному чеку может требоваться отсылка специального авизо в адрес банка-плательщика. При международных валютных переводах, осуществляемых с помощью платежного поручения, соответствующее корреспондентское послание будет содержать для иностранного банка-корреспондента информацию двух типов: "мы кредитовали ваш счет" - в случае рамбурсирования в банке-отправителе (если требуется уплатить отечественную валюту) или "продебетуйте наш счет" - в случае окончательного расчета в банке-получателе (если требуется уплатить иностранную валюту).

1.5. Сообщество для всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций (СВИФТ)

Коммерческие банки, осуществляя международные валютные электронные переводы (т.е. трансферы фондов при помощи платежных инструкций, пересылаемых в банк-корреспондент посредством телетрансмиссии), потенциально могут воспользоваться услугами, предоставляемыми рядом независимых телекоммуникационных компаний. Однако наиболее широко (для целей крупных международных электронных переводов валюты) используется система Сообщества для всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций (Society for World-Wide Interbank Financial Telecommunications - SWIFT). Договоренность об ее создании была достигнута между рядом крупнейших европейских банков и рядом филиалов и дочерних банков крупнейших североамериканских банков в 1973 г., а операции начали осуществляться с 1977 г. СВИФТ первоначально была задумана с целью ускорить переводы денег и улучшить телекоммуникации между родительскими офисами американских транснациональных корпораций (в том числе банков) и их европейскими филиалами или дочерними фирмами. Основой для передачи информации по системе СВИФТ служили натовские (пентагоновские) телекоммуникационные каналы, что обеспечивало ее высокотехнологичный уровень, предельно возможную надежность, защищенность, удобство и относительную дешевизну. СВИФТ организована как некоммерческая кооперативная организация со штаб-квартирой, расположенной в Брюсселе (в связи с использованием военной натовской телекоммуникационной инфраструктуры). В ее основе находятся мировые региональные процессинговые центры, расположенные в Нидерландах (для Европы), вблизи Вашингтона (для Северной Америки), в Бразилии (для Латинской Америки) и в Токио (для Юго-Восточной Азии). Кроме того, в каждой стране, банки которой являются членами системы СВИФТ, образован страновой процессинговый СВИФТ-центр (например, для России - в Москве). Наконец замыкаются телекоммуникации СВИФТ на терминальных компьютерах, установленных в банках-членах системы.

Соответственно сообщение, набранное в определенном предварительно установленном формате на дисплее такого компьютерного терминала в банке-члене СВИФТ (банке-отправителе), направляется по каналам связи сначала в страновой центр банка-отправителя сообщения, потом через мировые региональные процессинговые центры (соответственно периодически перешифровываясь в каждом из них) оно попадает в страновой центр банка-получателя информации, а затем оно достигает компьютера банка-члена СВИФТ, которому оно предназначено (банка-получателя). Здесь полученное сообщение от банка-корреспондента идентифицируется. Затем по нему осуществляется окончательный расчет в той или иной форме в зависимости от характера межбанковских инструкций, содержащихся в таком корреспондентском электронном послании.

СВИФТ предоставляет банкам-членам системы автоматизированную международную телекоммуникационную инфраструктуру для передачи сообщений, а также информационную систему. Банки-члены системы используют стандартизированный формат сообщений вместо того, чтобы обмениваться неструктурированными посланиями или использовать несовместимые системы посланий. Это облегчает обработку (процессинг) полученных сообщений и данных, а также их

дальнейшую передачу (трансмиссию). СВИФТ охватывает более 120 типов разнообразных форматов посланий, в том числе для переводов клиентских и банковских фондов, обмена валюты (форекса), кредитов, документарных инкассо, аккредитивов, а также для пересылки отчетов по счетам и административной переписки.

СВИФТ осуществляет передачу посланий через собственную сеть коммуникаций, соединившую напрямую банки-члены. В 1977 г. 505 банков-пользователей из 15 стран обменивались 50 000 посланий в день. К началу 90-х гг. более 2700 пользователей из 67 стран мира посылали более чем 1,2 млн. посланий в день.

СВИФТ широко используется вместо других "телеграфных" ("кабельных") систем для отсылки платежных поручений, так как ее стандартизированные форматы позволяют банкам-участникам связываться через эту систему напрямую с автоматизированной процессинговой системой в банке-контрагенте. Кроме того, несмотря на то, что с помощью СВИФТ по большей части осуществляются международные операции, тем не менее она используется для внутривостановых операций в таких странах, как США, Япония, а также в некоторых европейских и азиатских странах.

Далее, СВИФТ, используя стандартизированный формат посланий, стала по существу частью автоматизированной глобальной системы трансфера фондов, так как напрямую связана с региональными платежными системами, такими, как ЧИПС (см. далее), в которой 80% посланий осуществляется в СВИФТ-формате. Такие стандартизированные форматы посланий облегчают трансляцию (или передачу) сообщений и данных, а также их процессинг. Например, при трансфере фондов, вместо положения "по приказу" (by order of), которое используется в почтовом платежном поручении или при платеже с помощью чека, в СВИФТ -послании будет обозначен лишь символ "50:", затем указывается имя получателя. На каком бы языке оно ни было набрано, и отсылающий, и получающий банки знают, что именно означает этот символ.

СВИФТ-послания также имеют различные характеристики защищенности, которые идентифицируют отсылащика и получателя сообщения, а также подтверждают, что послание не было изменено при телетрансмиссии (передаче по каналам системы). В процессе трансмиссии через эту систему послание зашифровывается. Причем это осуществляется помимо кодировки, применяемой банками-корреспондентами, которые используют двусторонние "тестовые ключи", установленные ими в корреспондентском соглашении.

Однако окончательный расчет по платежным операциям, сообщение о которых прошло по каналам СВИФТ, осуществляется через корреспондентские счета, обозначенные в этих сообщениях, поскольку СВИФТ является лишь коммуникационной системой межбанковской передачи информации о переводах.

2. СИСТЕМЫ ОКОНЧАТЕЛЬНОГО РАСЧЕТА ПО МЕЖДУНАРОДНЫМ ВАЛЮТНЫМ ПЕРЕВОДАМ

Окончательный расчет - это процесс перемещения фондов со счета плательщика (например, торговой фирмы-импортера) через счета финансовых посредников (например, банков-корреспондентов) на счет реципиента (фирмы-экспортера) для завершения трансфера валюты. Окончательный расчет осуществляется в форме движения остатков на банковских счетах. В исключительных случаях он сводится к перемещению наличных банкнот. Окончательный расчет может быть осуществлен в форме простой бухгалтерской записи, т.е. передвижения фондов с одного счета на другой внутри одного и того же банка. Для крупных операций, таких, как торговля на инвалютном (форексном) или международном денежном (евровалютном) рынках, окончательный расчет в целом может потребовать участия нескольких банков. В этих случаях, если платежи осуществляются в долларах, расчет будет сделан через такие долларовые платежные системы, как "FedWire" (система ФРС) или через ЧИПС (частную расчетно-клиринговую систему для международных долларовых платежей в Нью-Йорк-сити).

При осуществлении расчета через систему "FedWire" отсылка платежного поручения с помощью компьютера банка-отправителя фактически ведет к немедленному и одновременному дебитованию и кредитованию счетов на бухгалтерских книгах одного или двух соответствующих федеральных резервных банков, в которых поддерживают свои резервные счета банки-контрагенты. При этом для достижения указанной цели не осуществляется каких-либо дополни-

тельных операций со стороны банка-отправителя или со стороны банка-получателя. Точно так же окончательный расчет по ЧИПС-посланиям осуществляется практически автоматически в конце каждого рабочего дня.

В то же время (как мы уже указывали) окончательный расчет по платежным поручениям, отсылаемым через СВИФТ-систему, должен быть осуществлен независимо от нее - либо через двусторонние счета банков-корреспондентов (в частности, посредством бухгалтерской записи), либо через систему "FedWire", либо с помощью ЧИПС-платежей.

2.1. Использование централизованной платежной системы ФРС "FedWire" для расчетов по международным переводам

Промышленно-торговые фирмы, частные финансовые институты, национальные правительственные агентства, наднациональные учреждения для целей международных переводов (для оплаты торговых и финансовых операций) в преобладающей степени используют американские доллары. В связи с этим важно кратко охарактеризовать платежные системы, через которые осуществляется окончательный расчет по операциям, деноминированным в долларах. Именно поэтому мы рассмотрим две важнейшие платежные долларовые системы - для внутренних расчетов (систему ФРС - "FedWire") и для международных расчетов (частную клиринговую систему ЧИПС).

Начнем с системы "FedWire". Она является системой электронных посланий и в отличие от СВИФТ одновременно системой платежей (расчета), учрежденной и поддерживаемой Федеральной резервной системой (Центральным банком) США. "FedWire" служит для осуществления оптовых безналичных денежных трансферов внутри этой страны. Сеть "FedWire" состоит из компьютерных систем, расположенных в 12 региональных ("окружных") федеральных резервных банках, связанных автоматизированными станциями по пересылке посланий (платежных инструкций). Базой для существования системы "FedWire" является то, что все коммерческие банки в США, включая филиалы иностранных банков, должны поддерживать минимальные обязательные резервы в своих региональных федеральных резервных банках. При этом обязательные резервы коммерческих банков формируются как процентные доли от определенных типов депозитов, отраженных в их бухгалтерских "книгах" (или аккаунтинговых записях). Эти резервы, поддерживаемые на специальном резервном счете коммерческого банка в одном из федеральных резервных банков, называют федеральными фондами. Причем эти счета являются операционными (не замороженными, как в России) для американских коммерческих банков и филиалов иностранных банков в США, т.е. с этих счетов можно осуществлять платежи. Избыточные для отдельного коммерческого банка федеральные фонды с такого счета могут быть проданы на денежном межбанковском рынке другому банку, испытывающему дефицит в федеральных резервах, для того чтобы покрыть увеличение размера своих депозитов. При этом рынок федеральных фондов является в США базовым сегментом для функционирования всего денежного рынка.

В рамках расчетов через систему "FedWire" платеж осуществляется столь же быстро, как быстро выполняется операция (т.е. набирается и отправляется сообщение на компьютере банка-отправителя). Заметим, что для этих денег, переводимых через систему "FedWire" (называемых федеральными фондами), трансфер осуществляется немедленно и окончательно. В случае, когда один коммерческий банк переводит денежные фонды через эту систему другому коммерческому банку-члену федеральной резервной системы, счет первого банка в его региональном федеральном резервном банке немедленно дебетуется, а счет банка-бенефициара в его региональном федеральном резервном банке (может быть, в том же самом) немедленно кредитруется. Каждая операция, осуществляемая через систему "FedWire", является независимой от других подобных операций, проводимых теми же банками в тот же день. Соответственно не существует накапливания взаимных требований и обязательств банков-членов в течение, например, рабочего дня и, следовательно, не проводится их неттинг в его конце.

Помимо использования расчетов через систему "FedWire", клиринг международных долларовых платежей может быть осуществлен с использованием частной платежной системы, называемой ЧИПС, которая была введена в действие в 1970 г.

2.2. Частная межбанковская платежная система для расчетов

Межбанковская платежная система клиринговой палаты (Clearing House Interbank Payments System - CHIPS) является частной компьютеризованной сетью для расчетов по крупным международным долларовым платежам, действующей в режиме "он-лайн" (on-line) и режиме "реального времени". ЧИПС принадлежит Ассоциации клиринговой палаты Нью-Йорка (New York Clearing House Association) и используется ее членами.

При этом режим "он-лайн" означает, что специальные компьютеры банков—членов системы ЧИПС (терминальные компьютеры) находятся в прямой связи с центральным компьютером ЧИПС в момент совершения операции (платежа).

В то же время функционирование системы Ч И П С в режиме реального времени означает, что на ее терминальных компьютерах имеется информация на текущий момент времени (например, о состоянии счета, денежной позиции банка по отношению к системе в целом и по отношению к отдельным банкам-контрагентам, о проведенных операциях за операционный день и т.д.).

Система ЧИПС включает около 150 участников, из которых 20 банков участвуют в окончательном расчете в рамках системы на конец дня. Эти 20 банков называются расчетными банками. Они имеют достаточный размер и финансовую силу, чтобы быть способными осуществлять огромные суммы ежедневных переводов. Участники этой системы находятся в Нью-Йорк-сити. В их число входят американские банки со штаб-квартирами, базирующимися в этом городе, нью-йоркские филиалы и агентства иностранных банков, а также Эдж корпорации. При этом около двух третей участников составляет вторая из перечисленных категорий участников системы.

Система ЧИПС дает возможность осуществлять платежи в течение рабочего дня в обычном порядке. При этом каждая такая операция рассматривается как "безотзывная". Однако фактический окончательный расчет в рамках этой системы (своего рода многосторонний неттинг) осуществляется в конце бизнес-дня и базируется на нетто-позиции каждого участника. Таким образом, банк, отославший платежные поручения на сумму в 10 млн. дол. к различным банкам-членам ЧИПС в течение рабочего дня и получивший платежные поручения на 9 млн. дол., должен будет сделать лишь один долларовый трансфер в конце рабочего дня для окончательного расчета по своей "короткой" нетто-позиции в 1 млн. дол. в адрес своего расчетного ЧИПС-банка или на специальный ЧИПС-счет, поддерживаемый в Федеральном резервном банке Нью-Йорка.

В рамках ЧИПС в среднем осуществляется от 100 000 до 200 000 платежей в день, приблизительно на сумму в 1 трлн. дол. Сеть ЧИПС является главной, абсолютно доминирующей клиринговой системой в США для долларовых трансферов по международным операциям. Через ее каналы осуществляется более 90% от всех долларовых платежей между фирмами, банками и правительственными агентствами из различных стран по всему миру.

2.2.1. Лимитирование межбанковских внутридневных овердрафтов в рамках ЧИПС

Известно, что если в течение какого-то промежутка времени (например, рабочего дня) с банковского счета выплачивается больше денег, чем на нем было в начале дня, то создается овердрафт, т.е. дебетовое сальдо на лоро-счете банка-корреспондента. Он является формой кредита, и процент в целом будет начисляться на владельца счета (в нашем случае банк-член ЧИПС), если овердрафт останется при закрытии баланса на конец бизнес-дня.

Однако чтобы оперировать с огромными суммами ежедневных платежей, банки, как правило, должны временно допускать овердрафты счетов в своих бухгалтерских книгах в течение дня. Они делают так, будучи уверенными в том, что фонды, покрывающие эти отрицательные (дебетовые) сальдо, поступят на счет позднее в этот же день, так что на конец дня не останется овердрафта. Такое временное отрицательное сальдо на корреспондентском счете называют "внутридневным" овердрафтом ("daylight" overdraft, "in-traday" overdraft).

Если вопреки ожиданиям банка-владельца счета кредитующие фонды на него не поступят, то это может создать очень серьезную проблему для банка-держателя, приводя его к превышению юридических лимитов на кредиты и даже уменьшая его капитал (в части накопленных нераспределенной прибыли и амортизации). Именно поэтому для защиты таких банков-посредников, а в конечном счете для защиты всей американской платежной системы банки-участники ЧИПС и Фе-

деральная резервная система стали устанавливать "потолки" (caps), т.е. лимиты на величину "внутри-дневного" овердрафта, разрешенные по лоро-счету для банков-корреспондентов.

Например, если банк-член ЧИПС получит инструкции от заграничного банка-корреспондента, для которого установлен лимит в 5 млн. дол., сделать платежи на сумму в 10 млн. дол., то он выплатит фонды, которые имеются на счете, а затем - 5 млн. дол. в рамках лимита "внутридневного" овердрафта. Оставшиеся платежные поручения не будут исполнены до тех пор, пока на лоро-счет этого заграничного банка-корреспондента, поддерживаемый в банке-члене ЧИПС, в течение дня не поступит достаточно фондов.

2.2.2. Осуществление окончательного расчета через ЧИПС

Каждый банк-участник ЧИПС имеет терминальный (конечный) компьютер, связанный через арендованные телефонные линии с центральным Ч И ПС-компьютером, через который он может напрямую посылать и получать платежные послания. Центральный ЧИПС-компьютер немедленно обрабатывает (проводит по счетам) все такие послания. Затем в 4 ч 30 мин пополудни по нью-йоркскому времени (т.е. в 16 ч 30 мин) он отправляет каждому банку-участнику детальные отчеты о платежах, сделанных и полученных ими в течение дня. Распечатка такого отчета также показывает брутто-позицию банка против всей системы ЧИПС, брутто- и нетто-позиции каждого банка-члена против его расчетного ЧИПС-банка, и наконец, нетто-нетто-позицию расчетного банка - т.е. ту сумму долларов, которую он должен уплатить на счет ЧИПС или получить с него согласно окончательному расчету по ЧИПС. Кроме того, используя процедуру неттинга дебетов и кредитов, ЧИПС-отчет показывает нетто-позицию каждого банка-участника против каждого другого участвующего банка и системы в целом.

После получения ЧИПС-цифр в 4 ч 30 мин пополудни те участники системы, которые не являются расчетными банками, производят окончательный расчет по своим счетам в одном из расчетных банков. Далее каждый расчетный банк, который на нетто-нетто базисе имеет общее дебетовое сальдо против ЧИПС, отправляет через систему "FedWire" на расчетный счет системы, который ЧИПС поддерживает в Федеральном резервном банке Нью-Йорка, сумму, требуемую для его покрытия. Наконец, после того, как ЧИПС получит эти деньги, она, в свою очередь, разошлет их вновь через систему "FedWire" на счета расчетных банков, завершив день с общим кредитовым сальдо на нетто-нетто базисе против ЧИПС. Деньги от расчетных банков с нетто-нетто дебетовым сальдо поступают на ЧИПС-счет к 5 ч 30 мин пополудни, а к расчетным банкам с нетто-нетто кредитовыми сальдо они поступят к 6 ч пополудни. В этот момент остаток на ЧИПС-счете в Федеральном резервном банке Нью-Йорк-сити вернется к нулю.

РЕЗЮМЕ

Крупные коммерческие банки предоставляют множество услуг для торгово-промышленных фирм, других банков, правительственных агентств и физических лиц по трансферу денег из одной страны в другую. Система международных валютных переводов основывается на использовании сети корреспондентских счетов, которые банки открывают друг у друга. Средства платежа по международным валютным переводам включают обрабатываемые инструменты, такие, как иностранные банковские чеки и туристские чеки, а также межбанковские платежные переводы, выполняемые с использованием авиапочты, курьерской почты или электронных систем телекоммуникаций. Для быстрых и надежных международных трансферов крупных сумм денег банки совершенствуют различные компьютеризованные системы, которые, как считается, являются предвестниками еще большей экспансии телетрансмиссионных технологий в международной оптовой банковской деятельности.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) В чем состоят сходства и различия международной платежной системы и платежных систем в отдельных странах?
- 2) Опишите преимущества и недостатки различных базовых инструментов международных валютных трансферов.

- 3) Какие две составляющие включает в себя международный валютный платеж?
- 4) Чем различаются методы международных платежей при помощи окончательного, расчета и посредством компенсации, или рамбурсирования?
- 5) Объясните, в связи с чем окончательный расчет по безналичным долларovým операциям может быть осуществлен только в США, по операциям в марках - только в Германии? Чем отличаются расчеты в наличной валюте?
- 6) Можно ли назвать системы СВИФТ и ЧИПС системами окончательного расчета по валютным операциям?
- 7) В чем состоит различие расчетов по международным валютным платежам, осуществляемым через систему ЧИПС и через систему "FedWire"?
- 8) С какой целью банки-члены системы ЧИПС и банки-члены Федеральной резервной системы установили лимиты по так называемым "внутридневным" овердрафтам для банков-корреспондентов? Явились ли последние заменой системы лимитов по межбанковским овердрафтам на конец рабочего дня?

РАЗДЕЛ VII. ПРИНЦИПЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ КРЕДИТОВ И НЕКРЕДИТНЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ УСЛУГИ

Итак, кроме межбанковских операций и трансфера валютных ресурсов, коммерческие банки во всем мире предоставляют посреднические (кредитно-депозитные) услуги, а также некредитные банковские услуги. Кредиты представляют собой наиболее важный источник прибыли для коммерческих банков. Они являются видом инвестиций банков в необращаемой форме на краткосрочный и среднесрочный период, базируясь на оценке соотношения "доход-риск" по каждой отдельной кредитной заявке. При этом увеличение суммы кредитов на балансе банка требует, от него повышения величины собственного капитала, в том числе и в виде эмиссии обыкновенных акций. Именно поэтому банки часто склонны предоставлять кредиты не в прямой форме, а в форме условных обязательств (кредитная линия, аккредитив, гарантии, андеррайтинг ценных бумаг клиента, лизинг), являющихся по большей части внебалансовыми позициями банка и требующих не такого большого наращивания капитала, как предоставление прямых срочных займов. В данном разделе учебника рассматриваются принципы предоставления международных банковских кредитов.

Кроме того, в главе 16 приведены некоторые классификации различных видов международных банковских продуктов и характеристики ряда современных типов некредитных международных банковских услуг.

Глава 15. Принципы международных банковских кредитов

ЦЕЛИ

- Охарактеризовать основы международного кредитного анализа.
- Описать различные типы международных кредитов.
- Подчеркнуть специальные факторы при предоставлении международных кредитов.
- Рассмотреть применение принципов банковского менеджмента для случаев международного кредита.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Валютно-курсовый риск
Гарантии по международному кредиту
Международное торговое финансирование
Международные синдицированные и лизинговые кредиты

Процентная ставка для перво-классных заемщиков
Процентный риск
Риск введения валютного контроля
Риск неплатежа по международному кредиту
Страновой ("суверенный") риск

Обеспечение международного
заимствования
Принцип "пяти Си" между-
народного кредита

Структурирование междуна-
родного кредита
Финансовый (кредитный) риск

При осуществлении международных операций (так же, как и отечественных) главным источником прибыли банка остается предоставление кредитов. Принципы международного и отечественного кредита во многом одинаковы. Однако клиенты международных банков весьма отличаются друг от друга. Ими могут являться:

а) импортеры и экспортеры, которым необходимо профинансировать свою международную торговлю;

б) корреспондентские банки, которым требуются денежные средства для финансирования торговых или инвестиционных операций своих клиентов;

в) крупные международные фирмы, которые нуждаются в фондах для зарубежных инвестиций, контроля над процентным и валютно-курсовым риском;

г) иностранные правительства, которым требуются деньги для финансирования дефицита платежного баланса или для выполнения программ развития.

При этом банк осуществляет международную кредитную деятельность в нескольких формах:

1) предоставляет фонды непосредственно заемщику;

2) помещает фонды на депозит в корреспондентский банк;

3) заключает контракт с клиентом о предоставлении фондов в течение некоторого будущего периода;

4) дает обязательство возвратить средства другому кредитору (третьей стороне), если клиент не сможет этого сделать.

В первом случае, предоставляя кредит напрямую заемщику, банк использует такие источники фондов, как депозиты, размещенные и поддерживаемые в нем, заимствованные (или "купленные") фонды, а также собственный капитал.

1. ОСНОВЫ МЕЖДУНАРОДНОГО БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Для принятия решения о предоставлении кредита банки осуществляют сбор, анализ и оценку кредитной информации. Так, при рассмотрении кредитной заявки от клиента необходимо первоначально ответить на четыре базовых вопроса - о величине, цели получения, сроке и способе возврата кредита.

После рассмотрения этих вопросов банк запросит дополнительную информацию для оценивания рисков, связанных с кредитной заявкой. Так, при предоставлении международных кредитов коммерческие банки сталкиваются с рядом специфических рисков, основными из которых являются финансовый, валютный и страновой. Охарактеризуем их кратко по отдельности.

1.1. Финансовый риск банка при предоставлении международных кредитов

Финансовый риск, или риск невозврата долга при предоставлении международного кредита, обусловлен тем, что заемщик к моменту очередного платежа при возврате долга окажется ограниченно или полностью неплатежеспособным. Для того чтобы оценить такого типа риск, банк анализирует факторы, известные как "три Си" кредита: *character* - репутация, характер; *cash flow or capacity* - денежные потоки или производственные мощности, *capital* - капитал заемщика. Рассмотрим эти составляющие по отдельности.

1.1.1. Оценка репутации заемщика при предоставлении международного кредита

При анализе информации о репутации заемщика банк стремится установить, является ли заявитель серьезной компанией, предпринимающей все усилия для выполнения своих обязательств, и имеет ли заемщик достаточный опыт в своем бизнесе.

Базой для оценки репутации заемщика является опыт работы самого банка с данным заемщиком, кредитные опыты других банков, суждения о заемщике в деловых кругах, уровень его менеджмента. Информационно-исследовательские фирмы типа "Dun & Bradstreet" предоставляют справочно-аналитические финансовые и коммерческие данные о потенциальных заемщиках по всему миру: различных компаниях, отраслях и правительственных агентствах.

Международный департамент коммерческого банка имеет дело с отечественными импортерами и экспортерами, о которых обычно относительно легко получить необходимую информацию, но, кроме того, он кредитует иностранных заемщиков, включая банки, корпорации, индивидуальных и правительственные агентства, о которых часто довольно трудно получить детальный кредитный анализ. Однако банки по всему миру обычно делятся на конфиденциальной основе друг с другом информацией об операциях с отдельными клиентами.

Кроме того, банк ведет собственные кредитные досье по каждому заемщику, содержащие историю кредитных отношений банка с этим клиентом. Изучая его, кредитный работник получает финансовые отчеты клиента за прошлые годы и определяет, насколько хорошо он выполнял условия прошлых займов. Банк также часто предоставляет своим отечественным клиентам информацию из своих кредитных досье о предполагаемых покупателях за границей. Делается это в обобщенной форме и в соответствии с установившимися обычаями, на конфиденциальной основе.

1.1.2. Оценка денежных потоков и капитала заемщика при предоставлении международных кредитов

Для того чтобы оценить денежные потоки, производственные мощности и капитал заемщика, банкир запросит финансовые отчеты клиента, включая баланс фирмы, отчет о доходах и отчет о денежных потоках.

Баланс компании является "моментальным снимком" финансовой позиции компании (т.е. активов и пассивов фирмы в разбивке по установленной форме) на некоторую дату. Отчет о доходах показывает доходы и расходы фирмы за год или за некоторый другой период. Эти документы должны быть подготовлены и подписаны независимыми аудиторами. Банку часто бывает нелегко получить отчеты в необходимой форме от иностранных клиентов, так как их формат (построение) в различных странах может быть неодинаковым.

Сравнивая различные статьи в балансе и счете доходов фирмы, банкир получит информацию относительно ее операций. Сопоставление балансов и отчетности компании за несколько лет выявит тренды в движении ее финансовых показателей. Наконец, сравнение этих цифр со среднеотраслевыми (или с цифрами по основным конкурентам) даст дополнительный материал по оценке деятельности компании и перспектив ее развития.

Если банк рассматривает кредитную заявку фирмы с дочерними компаниями, расположенными во многих странах, то ему могут потребоваться финансовые отчеты подразделений такой фирмы для интерпретации ее глобальных операций и общего финансового состояния. Это может быть затруднено, если практика аккаунтинга в различных странах сильно отличается друг от друга. Кроме того, компании могут намеренно стремиться ввести банк в заблуждение относительно своих внутрифирменных операций.

1.2. Валютные риски банка при предоставлении международных кредитов

Международный кредит отличается от отечественного, в частности, тем, что банк должен оценивать еще и риски кредитования в других странах. Во всех операциях по международному кредитованию какая-либо из сторон несет валютный конверсионный (или валютно-курсовой) риск.

Так, большинство крупных коммерческих банков предпочитают предоставлять кредиты международным заемщикам в своей отечественной валюте, а не в иностранной (по той же причине, по которой экспортеры предпочитают при прочих равных условиях получать выручку в отечественной валюте, а не в иностранной). Тем самым банки избегают риска ухудшения своего финансового состояния, связанного с возможным неблагоприятным изменением валютных курсов.

Далее, если полученный кредит используется в стране заемщика или в третьей стране, то заемщик будет конвертировать заимствованные деньги в некоторую необходимую валюту. При-

чем даже если заемщик финансирует импорт из страны банка-кредитора, то он может перепродавать эти товары или продукцию, выпущенную на их основе, в другую страну, получая платеж в валюте этой страны. При этом заемщик может иметь достаточно валюты для платежа банку-кредитору, однако он окажется неспособным возратить долг, если его правительство введет контроль за переводами иностранной валюты за рубеж.

Этот тип риска называют риском введения валютного контроля. Для его оценки банк должен оценить не только текущую валютную позицию страны-заемщика (состояние ее международной ликвидности), но, кроме того, он должен прогнозировать эту позицию к моментам погашения займа. Также должны оцениваться возможности резкой девальвации валюты в стране заемщика в результате наступления в ней финансовых и политических кризисов, так как девальвация может иметь разрушительное воздействие на способность заемщика вернуть долг банку.

В некоторых развивающихся странах заемщик должен получить разрешение от местных властей как для заимствования за границей, так и для выплаты процентов и возврата основной суммы долга в сроки погашения. Наличие таких требований по валютному контролю также может оказать воздействие на решения вопроса о кредите.

1.3. Страновые риски банка при предоставлении Международных кредитов

Страновой риск ("пятое Си"; о "четвертом Си" см. 2.2) обозначает практически все риски, кроме финансового, которые принимает на себя банк при предоставлении международного кредита заемщику из другой страны. Его также называют "суверенным" или политическим риском. Этот риск охватывает валютно-курсовый риск, риск валютного контроля, а также опасность сильного изменения экономических и политических условий в стране заемщика, что может негативно сказаться на его способности возратить долг.

Так, большинство развитых стран имеют стабильные правительства и политические системы. Однако множество развивающихся стран не имеют политических традиций. Именно поэтому банк, даже если он удовлетворен финансовым и валютно-курсовым риском, должен изучить другие страновые проблемы, воздействующие на будущую способность заемщика возратить заем, в том числе способность заемщика осуществлять бизнес, если сменится правительство в его стране; вероятность национализации фирмы-заемщика; вероятность вступления страны заемщика в войну, способную осложнить бизнес клиента.

При этом даже при политической стабильности в стране заемщика правительство может изменить законы, налоги, формы регулирования экономики, что способно серьезно повлиять на возможность возврата долга заемщиком. Банк не в состоянии предвидеть будущее, однако изучение страны заемщика может предохранить кредитора от потенциальных страновых политических рисков.

2. СТРУКТУРИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО БАНКОВСКОГО КРЕДИТА

При заключении кредитного соглашения (в любой форме - от подписания кредитного контракта или простого векселя до неформального открытия кредитной линии) кредитор и заемщик структурируют взаимоотношения, устанавливая различные условия предоставления, использования и возврата займа. Охарактеризуем такие элементы международного кредита, как установление процентной ставки, формы обеспечения возврата долга, использование гаранта, предоставление кредитных линий или срочных займов.

2.1. Процентная ставка по международным банковским кредитам

Одним из важнейших условий предоставления международного банковского кредита является порядок определения процентной ставки, которую придется заплатить за пользование им.

2.1.1. Общие положения

Ставка процента по кредиту отражает цену особого финансового актива, в который банк вложил часть своих инвестиций. В силу этого стоимость международного банковского кредита, как и цена любого финансового актива, будет включать в себя безрисковый компонент, а также премию за риск. Первый компонент этой цены обычно определяется как минимальная требуемая ставка дохода, считающаяся нормальной для данного рынка с учетом инфляционных ожиданий. В качестве подобного компонента обычно берется процентная ставка по краткосрочным правительственным ценным бумагам.

Второй компонент процентной ставки (премия за риск) дезагрегируется, по крайней мере, на три составляющие:

- а) премия за ликвидный риск;
- б) премия за процентный риск;
- в) премия за валютно-курсовой риск.

В данном случае ликвидный риск представляет собой потенциальную опасность невозврата долга заемщиком. Для банка это может повлечь необходимость секьюритизации кредита, т.е. оформления долга фирмы в виде ценных бумаг и продажи их на финансовом рынке (ниже номинала). Процентный риск представляет собой потенциальную угрозу повышения процентных ставок в будущем, что может означать потерю процентного дохода и (или) удорожание средств фондирования кредита для банка. Наконец, валютно-курсовой риск - это возможность уменьшения денежного потока, генерируемого данным кредитом для банка, в результате неблагоприятного изменения обменного курса валют.

Оценка элементов премии за риск требует детального анализа и прогноза финансового состояния заемщика, денежного рынка, а также политических и макроэкономических рисков. В конечном счете, процентная ставка и комиссионные должны служить компенсацией для банка по всем этим типам риска. При этом премия за страновой риск подразумевается как в составе ликвидной, так и в составе валютно-курсовой премии.

В целом цена международного кредита для банка будет состоять из трех элементов:

- а) издержек финансирования (т.е. стоимости денег для самого банка);
- б) операционных расходов банка, связанных с предоставлением и обслуживанием кредита;
- в) нормальной прибыли на капитал банка с учетом факторов риска (премии за риск).

При этом издержки финансирования займа значительно варьируются в зависимости от источника дополнительных фондов, используемых банком, - будет ли это отечественная валюта (т.е. депозиты банка или "купленные" на рынке фонды), евровалютное заимствование, аккредитивы стэнд-бай, банковский акцепт, иностранная валюта или другие средства.

2.1.2. Установление процентной ставки по международному кредиту на базе ставки "прайм-рейт"

Международный кредит, предоставляемый, например, в долларах США американским банком, финансируется либо отечественными (для него) долларами, либо евродолларами. Для оценки кредитов, финансируемых в отечественной валюте, банки используют собственные справочные (базовые) ставки. В США эту роль выполняет ставка "прайм-рейт", т.е. ставка по кредитам для первоклассных заемщиков. Она является минимальной ставкой, которая используется банком при оценивании кредитов, предоставляемых заемщикам с различной кредитоспособностью.

Ставка "прайм-рейт" каждого банка устанавливается на уровне, который должен покрывать издержки получения фондов для банка; операционные расходы банка, связанные с данным кредитом; целевую прибыльную маржу.

Издержки фондов для банка характеризуются, в первую очередь, процентной ставкой, уплачиваемой по срочным депозитам. Кроме того, счета клиентов требуют расходов по обслуживанию, которые редко полностью покрываются комиссионными, начисляемыми банком за отдельные операции по счету. Далее, банки поддерживают минимальные резервы против отечественных депозитов в форме беспроцентных счетов в центральном банке. Также банки в развитых странах платят страховые взносы за отечественные депозиты федеральным агентствам по страхованию депозитов. Эти расходы увеличивают действительную стоимость отечественных фондов для коммерческого банка.

Кроме того, процентная ставка должна отражать риски по данному кредиту, оцениваемые банком. Для компенсации дополнительных рисков, связанных с конкретным кредитом, банки включают в цену кредита некоторый спред сверх своей ставки "прайм-рейт". При этом заметим, что не существует абсолютно точного способа оценки влияния перечисленных факторов на уровень процентной ставки. Скорее, ставка по конкретному кредиту устанавливается на базе логических умозаключений и опыта кредитных работников банка. Кроме того, также учитываются ставки, предлагаемые конкурирующими кредиторами на рынке. В целом процентная ставка по международному кредиту, финансируемому отечественными фондами, котируется банком как "наш прайм-рейт плюс X годовых процентных пунктов".

При этом может быть установлена фиксированная процентная ставка, не меняющаяся в течение всего периода кредита, безотносительно к каким-либо изменениям в уровне ставки "прайм-рейт". Кроме того, банк может котировать плавающую ставку процента на кредит, которая будет изменяться вслед за изменениями в ставке "прайм-рейт" банка. В последние десятилетия из-за высокой колеблемости стоимости фондов для банков на большинство международных кредитов котировались плавающие ставки.

Другим средством финансирования международного долларового кредита являются евродоллары (см. раздел III). Процентные ставки на такие кредиты котируются как "ЛИБОР плюс X годовых процентных пунктов".

2.1.3. Установление процентной ставки на базе евровалютной ставки ЛИБОР

Ставка ЛИБОР (London interbank offered rate - LIBOR) - ставка предложения (продавца) на Лондонском межбанковском рынке депозитов: важнейший ориентир процентных ставок на международном рынке ссудных капиталов.

При этом для банка-кредитора схема операции выглядит так: он заимствует евродоллары на межбанковском рынке, уплачивая ставку ЛИБОР, затем кредитует эти доллары клиенту. Евродоллары являются срочными депозитами, которые банк заимствует на 3 или 6 месяцев. Соответственно, выдаваемый кредит примет форму ролл-оверной кредитной линии, т.е. будет возобновляться каждые квартал или полгода, а процентная ставка, уплачиваемая заемщиком, фиксируется для каждого ролл-оверного периода (т.е. на каждые 3 или 6 месяцев) и изменяется согласно тому, каков уровень ставки ЛИБОР на каждую дату обновления банком депозита.

Существует разница в структуре доходов для банка при установлении ставки процента как "прайм-рейт плюс" и как "ЛИБОР плюс". Так, ставка "прайм-рейт" включает издержки фондов для банка плюс покрытие накладных расходов, плюс доход на акционерный капитал банка. Ставка ЛИБОР же отражает лишь стоимость фондов для банка. Таким образом, спред, начисляемый сверх ставки ЛИБОР, представляет собой единственный источник доходов для банка при евродолларовом финансировании кредита. За счет него банк должен оплатить свои операционные расходы, получить прибыль и компенсацию за принятые на себя кредитные риски.

2.1.4. Другие способы установления процентной ставки по международным кредитам

Кроме использования котировок "прайм-рейт плюс" и "ЛИБОР плюс", банк может определить цену кредита как процентный спред сверх некоторой процентной ставки по обращаемому инструменту (ценной бумаге) денежного рынка. Примером может служить спред сверх процентной ставки по депозитному сертификату. Последняя отражает ставку внутреннего денежного рынка с большей чувствительностью, чем ставка "прайм-рейт" какого-либо банка. Такая котировка цены кредита часто используется в сравнении с процентной ставкой, которую компания платит по своим коммерческим бумагам. При этом заметим, что данные утверждения, как правило, справедливы с соответствующими поправками и для процентных ставок по соответствующим евровалютным ресурсам, например по евродолларовым депозитным сертификатам, еврокоммерческим бумагам и краткосрочным евронотам.

Наконец, если средством предоставления международного кредита является аккредитив или банковский акцепт, то банк также установит процентную ставку, часто не вполне корректно называемую комиссионными, чтобы получить компенсацию за понесенные издержки и кредитный риск по операции.

Банк добавит также другие начисления на стоимость кредита, такие, как комиссионные за обязательство, структурированные комиссионные и так далее, в качестве части своего общего вознаграждения за предпринятую сделку.

В целом процентные ставки, устанавливаемые на любом из этих базисов, будут во многом взаимосвязаны и выравнены по величине. Так, например, уровень процентной ставки по банковским акцептам весьма близок (будучи обычно несколько ниже) к уровню процентных ставок по депозитным сертификатам и коммерческим бумагам. Ставки по депозитным сертификатам тяготеют к уровню процента по срочным банковским депозитам, который, в свою очередь, во многом, как мы уже упоминали, обуславливает уровень ставки "прайм-рейт".

Предоставляемые международные кредиты могут быть обеспеченными или необеспеченными. Так, при предоставлении необеспеченного кредита банк опирается в своем решении единственно на оценку финансовой силы и деловой репутации заемщика. Финансирование предоставляется после подписания заемщиком простого векселя или другого долгового инструмента. При обеспеченном финансировании банк требует от заемщика не только подписания векселя, но также уступки банку некоторого титула собственности или какой-либо ценности в качестве средства защиты от кредитных рисков. Охарактеризуем типы обеспечения международных кредитов.

2.2. Типы обеспечения международных кредитов

Обеспечение (collateral) иногда называют "четвертым Си" кредита. В международной практике его примерами обычно являются:

- а) обращаемые ценные бумаги (как денежного рынка, так и - реже - капитального);
- б) титулы собственности на рыночные товары на складе;
- в) титулы собственности на товары в пути, которые отгружены под документарный аккредитив, открытый в известном банке.

Если заемщик поместит в банке в качестве залога обращаемые рыночные ценные бумаги, то в случае неполучения фирмой от финансируемой операции суммы денег, достаточной для возврата долга банку, последний сможет продать залог, чтобы получить компенсацию (полностью или частично) за понесенные кредитные потери.

Такое обеспечение предоставляет дополнительную защиту для банка и снижает его операционные риски, что приводит к снижению процентной ставки. Стоимость обеспечения, если им не является депозит в валюте займа, изменяется. Так, стоимость ценных бумаг и товаров изменяется в зависимости от спроса и предложения на рынке. Стоимость фиксированных активов (например, зданий, земли) или капитальных благ (например, самолетов, судов) изменяется в результате колебаний спроса на их использование. Таким образом, реальная стоимость залога как обеспечения по кредиту (т.е. величина, которую можно получить в результате продажи обеспечения) будет изменяться в течение всего срока займа, отличаясь как от бухгалтерской стоимости залога, так и от той стоимости, которую определил для него банк при рассмотрении заявки на кредит. Именно поэтому кредитор должен осторожно оценивать обеспечение.

В некоторых случаях банк посчитает неосмотрительным кредитовать потенциального заемщика единственно на базе его финансовой силы, рассматривая ее как недостаточную. В то же время заемщик может не иметь какого-либо приемлемого обеспечения для предоставления его банку в качестве залога. Тогда позитивное воздействие на решение о кредите может оказать гарантия платежа, предоставленная третьей стороной. Охарактеризуем эту сторону международного кредитования.

2.3. Гаранты по международным кредитам

Итак, некоторое третье лицо (например, другая корпорация, родительская фирма, другой банк, правительство или богатое физическое лицо) может гарантировать возврат долга банку в случае неплатежа заемщика. Это третье лицо рассматривается как гарант. Тогда банкир будет принимать решение о целесообразности предоставления международного кредита, оценивая денежные потоки, деловую репутацию и капитал не только заемщика, но, в первую очередь, гаранта.

Так, при рассмотрении заявки на кредит от новой компании банки обычно требуют гарантии. В этом случае ее могут предоставить собственники или родительская компания. Междуна-

родные кредиторы часто требуют, чтобы центральное правительство гарантировало заимствования своих правительственных агентств или чтобы родительская компания гарантировала долг своей иностранной дочерней фирмы.

В зависимости от законов той или иной страны гарантия под международный кредит может быть оформлена специальным документом (гарантийным письмом), индоссаментом или авалем. Например, аваль применяется в некоторых странах, подписавших Международную Женевскую конвенцию (1930-1931 гг.) по обращаемым инструментам. Эта Конвенция требует от третьего лица (гаранта) поставить на простом векселе, выписанном заемщиком при заключении кредитного соглашения, надпись "rog aval", чтобы стать юридическим гарантом по данному займу.

При осуществлении международных операций специально рассматривается страновой риск гаранта. Так, если гарант находится в той же стране, что и заемщик, то и к заемщику, и к гаранту будет применяться один и тот же страновой риск. Однако если гарант зарегистрирован в другой стране, то банк будет основывать свое решение на страновом риске гаранта. Например, если родительская компания из развитой страны гарантирует банковский заем, получаемый дочерней фирмой-резидентом развивающейся страны, то такая гарантия может изменить первоначально неблагоприятную оценку кредитной заявки.

При этом банк всегда рассматривает вопрос, как можно усилить получаемую гарантию по законам страны гаранта. Это важно, так как получение платежей от гаранта в случае несостоятельности заемщика не является автоматическим процессом, поскольку гарант может найти много легальных способов задержать исполнение своих обязательств.

Наконец, в качестве дополнительной меры по защите своих интересов при предоставлении международных кредитов банки осуществляют дифференциацию между различными техниками выдачи займов, в частности, между предоставлением кредита в виде кредитной линии и в виде срочного займа.

2.4. Кредитные линии и срочные займы при международном банковском кредитовании

Так, многие клиенты международных департаментов банков имеют потребность профинансировать серию операций в течение некоторого периода. Для таких клиентов более приемлемо открытие кредитной линии, чем предоставление одноразового кредита. Например, импортерам требуется аккредитив, открываемый регулярно, когда они осуществляют покупки, или иностранным банкам-корреспондентам (из развивающихся стран) требуются кредитные линии от крупных банков из развитых стран для подтверждения аккредитивов, открываемых ими.

При этом банк-кредитор определяет максимальную величину кредита, которую клиент может получить на протяжении некоторого периода. Затем открывается револьверная кредитная линия, которая позволяет клиенту требовать от банка осуществления платежей по отдельным операциям внутри кредитного лимита. После того как вся сделка будет оплачена, цикл финансирования вновь повторится. Такой порядок дает возможность банку обслуживать клиента более быстро и просто, чем посредством срочного займа, а также он оставляет за банком значительные контрольные функции за расходованием кредита и его возвратом.

Кредиты со сроком погашения более 1 года называют срочными займами. К примеру, они предоставляются для строительства завода. При этом стороны договариваются о расписании выборки и возврата кредита. Для банка предпочтительнее возврат долга с помощью периодических погашений, включающих как выплаты процентов, так и основного долга, по мере того как клиент получает новые потоки доходов. Менее предпочтителен для кредитора возврат основного долга в форме одной суммы платежа в конце срока займа.

В качестве оплаты стоимости финансирования банк-кредитор получает комиссионные за обязательство между временем, когда было заключено кредитное соглашение, и временем, когда клиент осуществит фактические выборки кредита. Проценты наращиваются на непогашенную часть долга от времени, когда делается каждая выборка, до установленного момента процентных платежей. В некоторых случаях возврат основного долга начинается после завершения проектного строительства и запуска объекта в эксплуатацию. Задержки такого рода называют грационным (льготным) периодом.

Международный кредит может быть предоставлен несколькими способами. При этом цель и характер кредитуемой операции часто определяют метод финансирования.

3. ТИПЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРИ ПРЕДОСТАВЛЕНИИ МЕЖДУНАРОДНОГО БАНКОВСКОГО КРЕДИТА

Здесь мы кратко охарактеризуем международные прямые займы и внешнеторговое финансирование, евровалютные синдицированные кредиты, а также международное лизинговое финансирование.

3.1. Международный прямой заем и торговое финансирование

Наиболее часто используемым инструментом заимствования в международном банковском деле является простой вексель, подписываемый заемщиком, в котором он признает получение денег и обязательство возратить их с процентом по определенному расписанию в определенном месте. Процентные платежи уплачиваются в установленные интервалы (например, ежеквартально) между временем предоставления денег и датой погашения всего долга. Возврат основного долга устанавливается в виде ряда инсталляций (например, раз в полгода или год) в течение периода погашения кредита или в полной сумме. Обычно банки позволяют единоразовый возврат долга лишь для международных кредитов на год и менее.

Если заемщик является резидентом иностранного государства, то банк должен проконтролировать, чтобы простой вексель был подписан в форме, приемлемой не только для отечественных судов, но и для судов страны-заемщика, поскольку заключение по делу о неуплате, вынесенное в суде страны-кредитора, может оказаться неприводимым в исполнение, если иностранный заемщик не имеет активов в этой стране.

В международной торговле либо импортер, который должен осуществить немедленный платеж против получения документов, либо экспортер, продающий товары в кредит (т.е. с отсрочкой платежа), нуждаются в финансировании такого рода операций. Банки традиционно предоставляли клиентам инструменты торгового финансирования, главным из которых являлся банковский акцепт, многие годы использовавшийся лондонскими банками. К другим формам международного торгового финансирования относят выставление различного типа документарных аккредитивов, инкассовые операции, факторинг, форфейтинг.

В случае если заемщику требуется крупный международный кредит, то один коммерческий банк может либо не желать (например, в силу повышенного риска), либо не быть способным (например, из-за своих кредитных лимитов) предоставить такой кредит в полном объеме, даже при условии, что само по себе кредитное заявление оценивается положительно. Однако он может привлечь другие банки для предоставления совместного займа в рамках синдиката.

3.2. Международное банковское синдицированное и лизинговое финансирование

С точки зрения заемщика, синдицированные займы были охарактеризованы в гл. 6. Здесь мы охарактеризуем их с точки зрения банка. Так, обычно крупный банк получает мандат от заемщика привлечь необходимые фонды, сформировав синдикат, и выполнять функции его лидирующего менеджера. Этот банк предложит нескольким другим банкам стать коменеджерами. Последнее связано с желанием этих банков взять на себя предоставление крупнейшей доли займа, а также с желанием банка-лидера получить экспертную помощь в сложном процессе уторговывания деталей сделки, составления документации и приглашения прочих банков войти в синдикат в качестве участников. Банк-лидер и коменеджеры получают комиссионное вознаграждение за организацию операции от заемщика.

Синдицированные кредиты обычно финансируются и предоставляются в евровалюте. При этом заемщик и банки-участники подписывают кредитное соглашение. Банк-лидер обычно берет на себя функции платежного агента и, соответственно, контролирует порядок предоставления денег заемщику, выполнение им расписания возврата долга, а также распространяет среди участников финансовые отчеты заемщика.

Малые банки из различных стран также принимают участие в международных кредитных синдикатах, предоставляя дополнительный источник фондов. В свою очередь, такие банки также

получают ряд выгод; в частности, они получают процентный и комиссионные доходы; диверсифицируют свой кредитный портфель; встречаются с главными финансовыми лицами ведущих банков, корпораций и правительств, имеющих отношение к операции.

Последнее происходит при подписании кредитного соглашения, которое обычно является торжественным событием. Все банки-участники перечисляются в специальном сообщении в финансовой прессе, анонсирующей кредит. Таким образом, малые банки-участники идентифицируются как международные банки, что повышает их рейтинг и привлекает новых клиентов.

Для финансирования долгосрочных международных операций, связанных с движением инвестиционных товаров, часто используется лизинговое кредитование. Типичная лизинговая операция может быть описана следующим образом. Во-первых, по заказу заемщика банк покупает необходимое оборудование. Далее заемщик заключает соглашение с банком по аренде этого оборудования на установленный срок, обязуясь периодически выплачивать банку (например, каждый месяц) определенные суммы денег в качестве арендной платы. Часто в конце срока лизингового договора клиент может выкупить оборудование по остаточной стоимости.

Преимуществом лизинга для фирм является то, что при исчислении налогооблагаемой прибыли ежемесячные платежи рассматриваются как расходы. Если бы фирма купила машину за счет накопленных собственных средств или за счет банковского займа, то лишь часть ежемесячного платежа (проценты) с точки зрения налогообложения рассматривались бы как расходы. Кроме того, лизинговое финансирование обеспечивает фирму ликвидностью.

Для банка важно то, что как собственник оборудования он учтет амортизационные и инвестиционные налоговые кредиты, связанные с лизингом, при исчислении своих общих налогов. При этом в международных лизинговых операциях могут участвовать несколько банков, также образуя синдикат.

В целом при предоставлении международного кредита банк и заемщик подписывают определенные юридические документы. В этих документах заемщик признает получение фондов и дает обязательство возратить эти деньги с процентами. Кроме того, заемщик предоставляет банку средства регресса, например, в форме залога или гарантии, на случай, если он будет не в состоянии возратить долг.

При предоставлении международных синдицированных займов основным юридическим документом является кредитное соглашение. Этот документ, как правило, бывает большим и детальным. Он должен иметь юридическую силу в стране заемщика, что требует от банков-менеджеров синдиката специальных знаний законов данной страны. Кредитное соглашение, кроме констатации обязательства заемщика возратить долг, описывает процедуры, условия и расписания перечисления денег банками-участниками, выборки фондов заемщиком и порядка их возврата.

Большинство кредитных соглашений содержат специальные условия, направленные на защиту интересов кредиторов. Они описывают те нарушения контракта, которые будут констатировать неплатеж заемщика, а также кросс-неплатежные оговорки. Последние означают, что если заемщик не уплатит какому-либо другому кредитору, то и рассматриваемый заем должен быть немедленно возвращен банку (банкам). Это защищает последних, давая им равное право с другими кредиторами. В кредитном соглашении также обычно содержится требование о том, чтобы заемщик предоставлял промежуточные финансовые и операционные отчеты. Таким образом, кредитор может установить и, возможно, предотвратить (совместно с заемщиком) неблагоприятные тенденции в функционировании заемщика на ранних этапах развития их отношений.

4. ПРИНЦИПЫ БАНКОВСКОГО МЕНЕДЖМЕНТА МЕЖДУНАРОДНОГО КРЕДИТА

Для банка важно не только принять решение о предоставлении кредита, но и управлять процессом его возврата, т.е. контролировать заемщика на всем "жизненном цикле" кредита (в процессе предоставления, использования и возврата денег).

Так, в процессе предоставления денег банк-менеджер (для синдицированного кредита) отслеживает, чтобы фонды переводились заемщику в соответствии с договорными условиями. Например, при срочном займе фонды предоставляются в момент, когда достигнут определенный этап строительства. При торговом финансировании кредит может предоставляться для финансирования серии операций, по мере того как товары "передвигаются" от продавца к покупателю.

Банк изучает информацию о финансовом состоянии заемщика для определения момента, когда последний начинает испытывать неожиданные трудности. Это может проявиться, например, в поздних платежах по данному кредиту, по другим долгам, дальнейших просьбах клиента о краткосрочном финансировании. Для банка важно быть в курсе текущих проблем заемщика и обсуждать их с ним по мере возникновения, поскольку заблаговременное внимание к трудностям последнего на их ранней стадии часто предотвращает крупные проблемы для банка.

Это равно важно в отношении как корпоративного, так и правительственного заемщика. Часто такой контроль осуществляется в связке с другими банками, которые также (независимо друг от друга) кредитовали деньги рассматриваемому конкретному заемщику. В целом проработка проблем предоставления и менеджмента международного кредита не является легкой задачей, напротив, она требует от банковских работников значительных знаний, навыков и опыта.

РЕЗЮМЕ

В данной главе охарактеризован ряд аспектов предоставления банком международных кредитов, в том числе рассказано о том, какие факты о кредитуемой операции заемщика необходимо знать банку, каким образом банк оценивает полученную информацию и использует ее, чтобы защитить себя от финансовых потерь. Банковский работник оценивает полученную информацию, применяя стандарты, установленные банком, а также согласовываясь с его кредитной политикой. Затем он принимает решение или высказывает суждение (если решение должно быть принято, например, кредитным комитетом, правлением, советом директоров).

Однако многие международные кредитные решения не являются очевидными. Для того чтобы их принять, необходимо провести специальную экспертизу заявки на кредит, знаний, а также интуиции кредитных работников. Все это составляет предмет работы кредитных менеджеров, каждый из которых учится как на собственном, так и на чужом опыте.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Назовите цели, для которых предоставляются международные банковские кредиты, и основных заемщиков в таких операциях.
- 2) Охарактеризуйте особенности применения принципа "пяти Си" и финансового анализа при предоставлении международного кредита.
- 3) Опишите основные типы валютно-финансовых рисков для банков, связанных с международным кредитованием.
- 4) Каковы отличия установления процентных ставок по кредиту на базе "прайм-рейт" по сравнению с установлением процентной ставки на базе ЛИБОР? Какие другие способы установления процентной ставки вам известны?
- 5) Почему обеспечение, закладываемое в банке заемщиком для поддержки своей кредитной заявки, называют "четвертым Си" кредита? Какие формы обеспечения и методы их оценки вы знаете?
- 6) Кратко охарактеризуйте основные типы гарантий третьих лиц, которые предоставляются международными заемщиками банкам-кредиторам.
- 7) Перечислите и кратко опишите базовые формы, в которых предоставляется международный кредит.
- 8) Какие действия для обеспечения своевременного и полного возврата кредита предпринимает банк после принятия решения о предоставлении международного кредита?
- 9) Предположим, что банк А устанавливает процентную ставку на международный кредит с 6-месячным ролл-оверным периодом. При этом он пытается сделать выбор между ставкой на базе "прайм-рейт плюс" и "ЛИБОР плюс", осуществляя оценку необходимых компонентов цены кредита. Так, предельная ставка по 6-месячным средним депозитам у данного банка составляет 5% годовых, норма минимального обязательного резерва для таких депозитов установлена в 3%, величина страхового взноса в Федеральное агентство по страхованию депозитов - 20 базисных пунктов. Накладные операционные расходы по обслуживанию данного типа кредита банк оценивает в 50 базисных пунктов от его годового объема. Для обеспечения нормальной нормы доходности "прибыль/капитал"

целевая прибыльная маржа должна составлять 60 базисных пунктов годовых. Наконец, премию за риск по данному заемщику банк оценивает в 90 базисных пунктов. При этом рыночный ЛИБОР по 6-месячным фондам котируется сейчас как 7% годовых. Основываясь на приведенных данных, рассчитайте соответствующие процентные ставки за кредит. Какой формуле вы отдадите предпочтение?

Глава 16. Международные некредитные банковские услуги

ЦЕЛИ

- Охарактеризовать шесть агрегированных категории международных банковских услуг и основных типов банковских учреждений, предоставляющих данные услуги.
- Классифицировать международные банковские услуги в рамках банковской матрицы "продукт-клиент" по активным, пассивным и внебалансовым операциям.
- Описать такие важные виды современных некредитных международных банковских услуг, как информационные и электронные банковские услуги, а также услуги по менеджменту корпоративных клиентских денежных средств.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Инвестиционные банковские функции
Информационные и электронные банковские услуги
Международные банковские услуги, базирующиеся на обязательствах
Международные банковские услуги, основанные на внебалансовых операциях
Международные услуги банков, базирующиеся на активах

Международные "финансовые супермаркеты"
Некредитные финансовые международные услуги и инструменты
Отечественные банки, работающие через международную корреспондентскую сеть
Услуги по менеджменту валютных средств корпораций
Финансовые инновации
"Финансовый бутик"

При осуществлении международной деятельности коммерческие банки, помимо валютного кредитования, предлагают много других некредитных финансовых международных услуг и инструментов. В данной главе мы рассмотрим структуру и классификацию международных банковских услуг. Далее мы охарактеризуем такие важные международные услуги, предоставляемые банками, как информационное обслуживание, электронные банковские услуги, а также услуги по менеджменту валютных средств корпораций.

1. СТРУКТУРА МЕЖДУНАРОДНЫХ БАНКОВСКИХ УСЛУГ

Международные коммерческие банковские услуги весьма похожи на услуги, предоставляемые банками на отечественных рынках. Вместе с тем существуют значительные отличия международных коммерческих банковских услуг. Последние могут быть подразделены минимум на семь агрегированных "продуктовых" категорий, в том числе:

- а) принятие депозитов на оншорных рынках за границей и на оффшорных (евровалютных) рынках;
- б) осуществление международных дилинговых операций с иностранной валютой, межбанковскими депозитами, драгоценными металлами, краткосрочными бумагами международного денежного рынка;
- в) услуги по финансированию международной торговли и денежному менеджменту;

г) международное кредитование в разнообразных формах, в том числе евровалютные синдицированные займы, проектное финансирование, обеспеченное активами финансирование;

д) международные инвестиционные банковские услуги в форме андеррайтинга и торговли международными эмиссиями капитальных, долговых и производных ценных бумаг;

е) трастовые услуги для институциональных клиентов и для богатых физических лиц, а также розничный международный бэнкинг в различной форме, например туристских чеков или кредитных карточек.

В той или иной мере в различных разделах данного учебника мы касались характеристик перечисленных типов банковских продуктов. В целом разнообразие и сложность различных типов международных финансовых услуг достаточно впечатляющи. Не менее разнообразны и типы финансовых институтов, которые их предлагают. Они подразделяются на:

а) международные "финансовые супермаркеты";

б) "финансовые бутики";

в) отечественные банки, работающие через международную корреспондентскую сеть.

Так, гигантские частные и государственные "финансовые супермаркеты" продают практически полный ряд международных банковских продуктов по самой широкой шкале. Малые специализированные финансовые дома (или "бутики") создают позицию на международных рынках лишь по ограниченному ряду услуг. Финансовые институты, преимущественно занимающиеся отечественными операциями, часто осуществляют существенный по объемам и весьма прибыльный международный бизнес через корреспондентские отношения с зарубежными институтами. При этом на международных финансовых рынках конкуренция часто предельно интенсивна. Однако здесь, вероятно, даже более чем в других сферах бизнеса поддерживается существенный уровень кооперации между участниками рынка, особенно при осуществлении огромных и сложных по технике операций.

Предоставление ранее перечисленных услуг имеет для различных типов клиентов банка свою специфику. Классифицируем международные банковские услуги под этим углом зрения.

2. КЛАССИФИКАЦИЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ БАНКОВСКИХ УСЛУГ

В табл. 16.1 представлена классификация международных банковских услуг в виде матрицы "продукт-клиент".

Таблица 16.1. Классификация международных банковских услуг в виде матрицы "продукт-клиент".

Вид услуги	Тип клиентов			
	Правительства	Финансовые институты	Корпорации	Физические лица
	(1)	(2)	(3)	(4)
Услуги, базирующиеся на обязательствах (1)	У11	У12	У13	У14
Услуги, базирующиеся на активах (2)	У21	У22	У23	У24
Услуги, базирующиеся на внебалансовых позициях (3)	У31	У32	У33	У34

По этой классификации международные банковские услуги, базирующиеся на обязательствах, представляют собой источники фондов для кредитного института. Банки принимают депозиты в различных формах и из различных источников, в том числе:

а) официальные валютные резервы иностранных правительств на текущих и срочных счетах (У11);

б) валютные остатки на счетах "лоро", принадлежащие иностранным банкам-корреспондентам (У12);

в) операционные остатки (текущие счета), срочные депозиты корпораций, соглашения о перекупке с корпоративными клиентами (У13);

г) операционные остатки, срочные депозиты и сберегательные вклады, принадлежащие населению (У14).

При этом заметим, что при осуществлении международной деятельности банки в большой степени опираются на межбанковские срочные депозиты и эмиссии нот с плавающей ставкой как на главные источники фондирования. Последние повышено чувствительны к колебаниям процентных ставок, т.е. в значительной степени подвержены процентному риску, что требует проведения операций по хеджированию этого типа риска.

Международные услуги банков, базирующиеся на активах, представляют собой направления использования фондов. При этом банки распределяют свои финансовые ресурсы также в различных формах и различным клиентам. Так, осуществляя международную банковскую деятельность, банки активны, в частности:

а) в предоставлении синдицированных займов иностранным правительствам (У21);

б) в межбанковском размещении депозитов и предоставлении овердрафта для иностранных корреспондентских банков (У22);

в) в предоставлении краткосрочных займов для финансирования оборотного капитала, в торговом и проектном финансировании корпораций (У23);

г) в потребительском кредитовании (У24).

При этом, фундируясь под плавающую ставку процента на межбанковском рынке, банки склонны устанавливать ставки на свои международные клиентские кредиты, как мы отмечали в предыдущей главе, на базисе стоимости фондов на межбанковском рынке плюс спред, т.е. определенная добавочная прибыльная маржа.

С начала 80-х гг. коммерческие банки стали проявлять повышенный интерес к международным банковским услугам, основанным на внебалансовых операциях, в первую очередь, из-за долгового кризиса стран третьего мира, а также потребностей банков улучшить свои коэффициенты достаточности капитала. Внебалансовые услуги, предоставляемые банками, называют также комиссионными услугами, подчеркивая их отличие от балансовых (кредитно-депозитных) услуг, которые относят к процентным услугам. Международные внебалансовые банковские услуги представлены, например:

а) трастовыми услугами, услугами по менеджменту свопов для иностранных правительств (У31);

б) инкассированием и трансферами международных фондов для иностранных банков-корреспондентов (У32);

в) аккредитивами "стэнд-бай", процентными свопами, услугами по денежному менеджменту, по менеджменту валютного риска, портфельному менеджменту для корпоративных клиентов (У33);

г) услугами по менеджменту международных инвестиций для индивидуальных инвесторов (У34).

Кроме того, банки постоянно находятся в состоянии поиска финансовых инноваций, создавая новые (в том числе международные) банковские продукты (услуги). Более детальный перечень международных банковских услуг представлен далее.

Субклассификация международных финансовых продуктов (услуг)

1. Принятие депозитов

Депозиты до востребования
(текущие счета)

Срочные депозиты

Сберегательные депозиты и
счета денежного рынка

Другие

3. Продажа ценных бумаг банка

Депозитные сертификаты

2. Валютный и денежный дилинг

Инструменты денежного рынка

Ценные бумаги фондового
рынка

Форекс (валютный спот- и
форвард-рынок)

Валютные и процентные свопы

Деривативные инструменты
(фьючерсы, опционы)

Другие

4. Кредиты (в отечественной и иностранной валюте)

Обыкновенные акции
Привилегированные акции
Ноты с плавающей ставкой
(еврооблигации)

5. Специализированная деятельность по финансированию

Финансирование, базированное на активах
Финансирование акционерного капитала
Экспортное финансирование
Проектное финансирование
Финансирование венчурного капитала
Финансирование недвижимости
Финансирование слияний и поглощений

7. Первичное распределение ценных бумаг

Отечественные и международные
С фиксированным доходом
(прямые облигации)
Акции
Другие

9. Потребительские услуги

Кредитные карточки
Туристские чеки
Другие потребительские услуги

Правительствам
Корпорациям
Местным крупным фирмам
Подразделениям международных компаний
Государственным фирмам
Местным средним фирмам
Иностранным средним фирмам
Банкам-корреспондентам
Местным банкам
Иностранным банкам
Физическим лицам
Владельцам крупной недвижимости
Лицам с высокими доходами
Розничные (потребительские, ипотечные)

6. Андеррайтинг ценных бумаг

Правительственные облигации.
Облигации правительственных агентств
Муниципальные облигации
Ценные бумаги, поддерживаемые недвижимостью (ипотеки)
Страховки
Акции
Другие

8. Консалтинговые услуги

Денежный менеджмент для корпораций
Финансовое (налоговое) планирование для корпораций
Общие услуги по финансированию корпораций
Консалтинг по недвижимости
Слияния и поглощения
Услуги по менеджменту риска
Процентный риск
Инвалютный риск
Страновой риск
Другие
Консалтинговые услуги по международной торговле
Планирование траста и недвижимости
Консалтинговые услуги по юридическим вопросам и инвестициям
Консалтинговые услуги по налогообложению
Общий финансовый консалтинг

10. Услуги по менеджменту активов

Для физических лиц

Фидуциарная деятельность
Услуги по сейфам/почтовым ящикам
Взаимные фонды

Для корпораций и банков-корреспондентов
Услуги по сейфам/почтовым ящикам Ме-
неджмент пенсионного фонда
Взаимные фонды

11. Брокерские услуги

Денежный рынок
Евровалюты/форекс
(инвалютный рынок)
Бумаги с фиксированным доходом
(правительств и корпораций)
Акции
Финансовые фьючерсы
Опционы
Товары
Золото
Страхование

13. Услуги, близкие к страхованию

Аккредитивы "стэнд-бай"
Программы эмиссии евронот
(NIF, RUF & MOFF)
Револьверные кредиты
Страхование жизни
Имущество
Другие

12. Платежные механизмы

Трансфер отечественных фондов
Трансфер международных фондов

14. Услуги по международной торговле

Международное инкассо
Документарные аккредитивы
Банковские акцепты
Компенсационная торговля
Исследования рынков

Здесь мы опишем некоторые некредитные услуги, которые в последние десятилетия стали играть важную роль в общей деятельности международного банка.

3. ИНФОРМАЦИОННЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ УСЛУГИ

Инвестиционные банки традиционно специализировались и специализируются в предоставлении информационных услуг для корпоративных и правительственных клиентов (в том числе занимающихся международными финансовыми операциями). Такие же услуги предоставляют и коммерческие банки. В целом международные информационные финансовые услуги в современных условиях ранжируются по достаточно широкой шкале:

а) от "классического" инвестиционно-банковского консалтинга относительно новых эмиссий ценных бумаг (как капитальных, так и долговых) и схем организации слияний и поглощений всех типов до

б) более традиционных коммерческих банковских услуг, таких, как поиск для корпораций наиболее доходных депозитных счетов или инструментов денежного менеджмента в различных валютах, а также консультаций корпоративных клиентов относительно денежного менеджмента.

Дополнительно к этим услугам международные банки часто предлагают своим корпоративным клиентам специальные руководства по оценке странового риска и по макроэкономическому прогнозированию. Кроме того, поскольку регулятивная среда в мире с конца 80-х гг. стала более открытой, коммерческие банки (особенно это касается американских банков) в возрастающей степени начинают выполнять прямо инвестиционные банковские функции. В итоге информационные услуги, предлагаемые коммерческими банками своим корпоративным клиентам, сейчас включают консалтинг и информационное обеспечение практически по полному ряду финансовых услуг, требуемых этими клиентами.

4. ЭЛЕКТРОННЫЕ БАНКОВСКИЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ УСЛУГИ

Международные банки (особенно в последние два десятилетия) создали много новых электронных услуг, которые могут быть предоставлены клиентам. Это явилось результатом развития

коммерческими банками компьютеризованных информационных и операционных сетей, которые эти банки инсталлировали в своих филиальных, агентских и дочерних офисах во многих странах мира.

В целом для международных банков, которые оперируют через филиалы или другие "аффилиаты" (т.е. родственные подразделения) в нескольких странах, электронные банковские услуги включают такие операции, как:

- а) "передвижение" фондов для клиентов из одного офиса банка в одной стране к другому офису банка (или к другому банку - дочернему) в другой стране;
- б) предоставление клиентам одновременного доступа к возможностям поместить деньги на депозиты или в инструменты денежного рынка, а также получить финансирование в различных странах посредством операций по торговле на денежном рынке;
- в) осуществление клиринга иностранных чеков в различных зарубежных государствах;
- г) обеспечение информации о счете клиента в иных офисах банка в других странах.

При этом большая часть электронных банковских услуг, из числа ранее перечисленных, касается информации относительно состояния и перспектив развития валютно-финансовых рынков в различных странах, а также относительно состояния клиентских счетов в различных офисах банка.

В то же время крупнейшие международные банки интенсивно развивают дополнительные новые инновационные электронные услуги, такие, как:

- а) клиринг международных чеков;
- б) организация валютных свопов активов и обязательств для клиентов из различных стран;
- в) услуги по управлению корпоративными текущими валютными средствами (денежный менеджмент).

Кратко охарактеризуем последний из указанных типов относительно новых международных банковских некредитных услуг - услуги, предоставляемые банками своим корпоративным клиентам по менеджменту текущих валютных средств.

5. УСЛУГИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ ПО МЕНЕДЖМЕНТУ ВАЛЮТНЫХ СРЕДСТВ КОРПОРАЦИЙ

Так, важным источником комиссионных доходов для многих крупных коммерческих банков стали в последние десятилетия доходы от трансферов клиентских фондов между странами, а также управление депозитами компаний для увеличения процентных доходов этих корпоративных клиентов. Клиенты, осуществляющие валютно-финансовые операции в различных странах и в различных валютах, в целом нуждаются в быстрых и эффективных методах "передвижения" фондов между ними. Международные банки могут предоставлять услуги по трансферу фондов через свои собственные сети филиалов и "аффилиатов", а также осуществляя дилинг с другими банками. Очевидно, что издержки (как денег, так и времени) для клиента будут наименьшими, если банк может предложить такие услуги, переводя валютные средства внутри собственной сети филиалов, а не обращаясь к другим банкам (корреспондентам) для осуществления трансферов.

Кроме функции трансфера фондов, международные банки предоставляют услуги по международному менеджменту депозитов (временно избыточных средств) клиентов, которые стремятся к наивысшим из возможных доходам при использовании своих фондов. Такие операции банки осуществляют в соответствии с выраженными рисковыми и ликвидными предпочтениями клиентов. Инструментами, в которые банки помещают при этом временно свободные клиентские средства, могут быть:

- а) евродолларовые депозиты в различных странах;
- б) инвалютные депозиты в различных валютах;
- в) инвестиции в такие инструменты иностранных денежных рынков, как правительственные ценные бумаги, коммерческие бумаги, депозитные сертификаты;
- г) инвестиции в обращающиеся инструменты еврорыночного рынка, такие, как евроноты и евродепозитные сертификаты.

Понятно, что предоставление таких услуг коммерческими банками клиентам ограничено в тех странах, которые вводят многообразные типы рестрикций на доступ к форексу и на международные переводы фондов. Однако ценность услуг коммерческого банка для клиентов состоит, в частности, в его способности проконсультировать фирму относительно возможных (и доступных)

путей обхода барьеров, воздвигаемых мерами валютного контроля в различных странах, а также предоставить для этого соответствующие схемы трансфера валютных фондов и схемы финансирования или инвестирования.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

- 1) Перечислите шесть основных категорий международных банковских продуктов. Дайте им краткую характеристику.
- 2) Расскажите, чем отличаются международные "финансовые супермаркеты" от "финансовых бутиков" и отечественных банков, работающих через сеть зарубежных банков-корреспондентов.
- 3) Какие международные банковские услуги вы отнесете к финансовым услугам, базирующимся на внебалансовых операциях, какие - к базирующимся на обязательствах, какие - к базирующимся на активах?
- 4) В чем сходства и различия между международными банковскими информационными и электронными услугами, а также услугами по менеджменту клиентских денежных средств?
- 5) Какие виды международных финансовых инновационных продуктов, появившихся в 80-90-е гг., вы могли бы перечислить?

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Ачкасов А.И.* Типы валютных операции и другие виды сделок на международных денежных рынках. Сер. Международный банковский бизнес. - М.: Консалтбанк, 1994.
- Балабанов И.Т.* Валютный рынок и валютные операции в "России". - М.: Финансы и статистика, 1994.
- Банковское дело / Под. ред. О.И. Лаврушина. - М.: Банковский и биржевой научно-консультационный центр, 1992.
- Банковское дело: Учебник / Под ред. В.И. Колесникова, Л.П. Кроливецкой. - М.: Финансы и статистика, 1996.
- Банковское дело в России. - Т. 6. - Внешнеэкономическая деятельность. - М.: Московское финансовое объединение - Вече, 1994.
- Бункина М.К.* Валютный рынок. - М.: Дис, 1995.
- Валютный портфель / Ред. колл. Ю.Б.Рубин, Е.Д.Платонов. - М.: СО-МИНТЭК, 1995.
- Валютное регулирование в России: Сборник основных нормативных актов по вопросам валютного регулирования и валютного контроля / Под ред. Т.П. Базаровой. - М.: ИО ЮНИТИ, 1996.
- Доллан Э. Дж.* Деньги, банковская деятельность и кредитно-денежная политика: Пер. с англ. - СПб.: Санкт-Петербургский Оркестр, 1994.
- Котелкин С.В., Тумарова Т.Г.* Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: Учеб. пособие. - СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского УЭФ, 1997.
- Международные валютно-финансовые и кредитные отношения: Учебник / Под ред. Л.Н. Красавиной. - М.: Финансы и статистика, 1994.
- Международные расчеты по коммерческим операциям. - М.: Консалтбанк, 1994.
- Настольная книга валютного дилера. - М.: Верба, 1992.
- Носкова И.Я.* Международные валютно-кредитные отношения. - М.: ИО ЮНИТИ, 1995.
- Пebro М.* Международные экономические, валютные и финансовые отношения: Пер. с франц. / Общ. ред. Н.С. Бабинцевой. - М.: Прогресс-Универс, 1994.
- Пискулов Д.Ю.* Теория и практика валютного дилинга: Прикладное пособие. - М.: ИНФРА-М, 1995.
- Роуз П. С.* Банковский менеджмент: Пер. с англ. - М.: Дело Лтд, 1995.
- Рынок ценных бумаг и его финансовые институты.: Учеб. пособие / Под ред. В.С. Торкановского. - СПб.: АО "Комплект", 1994.
- Севрук В.Т.* Банковские риски. - М.: Дело Лтд, 1995.

- Синки Д.Ф. Управление финансами в коммерческих банках: Пер. с англ. - М.: Catallaxy, 1994.
- Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции. - М.: Все для Вас, 1993.
- Финансово-кредитный механизм и банковские операции / Под ред. В.И. Букато, М.Х. Лапидуса. - М.: Финансы и статистика, 1991.
- Хэррис Дж. Мэнвилл. Международные финансы: Пер. с англ. - М.: Филинь, 1996. International Banking Handbook. Ed. by W.H.Baughn, D.R.Mandich. - Homewood: Dow Jones-Irwin, 1993. Melvin M. International money & finance, 4th ed. - Harper Collins, N.Y.C., 1994.

ЧАСТЬ IV. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПУБЛИЧНЫЕ ФИНАНСЫ

Проблема деятельности финансово-кредитных институтов в международных отношениях имеет политические, экономические, социальные, юридические и иные аспекты. Так, большое количество национальных банков и кредитных институтов осуществляют операции в валюте более чем 200 государств, а также в международных счетных единицах. Деятельность национальных кредитных институтов распространяется не только на территорию национальных государств, где они зарегистрированы, но и на территории иностранных государств. Данная деятельность будет регламентироваться как нормами национального права, так и нормами международного и иностранного права (публичного и (или) частного). Однако к субъектам международных финансов относятся не только субъекты, занимающиеся коммерческой деятельностью в сфере национальных и иностранных отношений юридических и физических лиц, но и субъекты, традиционно оперирующие в области международных публичных финансов.

Субъектами международных публичных финансов являются лица, признанные таковыми согласно нормам международного (публичного) права, а именно суверенные государства; нации и народы, борющиеся за создание самостоятельного государства; межгосударственные организации; государственноподобные образования (например, Ватикан); вольный город.

В отличие от международных публичных финансов субъектами, деятельность которых осуществляется в области национальных финансовых и кредитных отношений, согласно нормам национального права, являются физические и юридические лица, органы государства, в том числе органы местной государственной власти.

В сфере отношений международных частных финансов основными субъектами являются национальные и иностранные физические и юридические лица, государства (и их органы), иные субъекты международного публичного права, а также лица, образованные субъектами международного публичного и частного права (например, при предоставлении синдицированных кредитов).

В данной части учебника рассматриваются проблемы деятельности публичных институтов в системе международных валютно-кредитных отношений. Взаимодействуя с коммерческими институтами на мировых финансовых рынках, международные публичные институты имеют при этом специфический статус, связанный с юрисдикционным иммунитетом при осуществлении операций в сфере публичных финансов. Субъекты международных публичных финансовых отношений посредством правового регулирования оказывают позитивное влияние на состояние региональных, национальных и международных финансово-кредитных рынков.

В разделе VIII рассматриваются статус государств в международной публичной сфере; вопросы правопреемства государства в отношении госсобственности, госархивов и госдолгов; проблемы, связанные с иммунитетом государства и его органов от действия иностранных властей; права государств в сфере международных финансов; основные принципы сотрудничества государств в публичной финансовой сфере; межгосударственные кредиты и межправительственные займы в историческом развитии системы международных публичных финансов; международное финансирование и кредитование развивающихся государств; кризисы платежеспособности и международные механизмы урегулирования внешних долгов государств; факторы, связанные с образованием, трансформацией и погашением внешнего долга СССР (России); валютные клиринги и платежные союзы; положение центральных банков государств при осуществлении различных видов деятельности на международном и национальных финансовых рынках; соотношение норм

международного публичного и частного финансового права, эффективность их действия; судебная практика в области международных публичных финансов.

Международные организации (как межправительственные, так и неправительственные) оказывают влияние на развитие международных финансовых рынков. Выражая волю государств, межгосударственные организации в пределах полномочий, выраженных в учредительных документах, наряду с государствами регламентируют статус субъектов мировых финансовых рынков и регулируют международные валютно-кредитные отношения.

Здесь же характеризуется правовая система, регулирующая отношения в области международных публичных финансов. Кроме того, дается определение нормы международного права, производится сравнение международного публичного и частного права, анализируется эффективность действия норм международного и национального права. Также дается характеристика международного обычая и договора, проводится классификация международных договоров в зависимости от отношений, регулируемых ими в области международных публичных финансов, рассматривается судебная практика в области международных публичных финансов.

В разделе IX рассматриваются статус международных финансовых организаций и проблемы, связанные с их деятельностью в области международных публичных финансов; нормативные акты международных финансовых организаций, их юридическая сила, соотношение с нормами национального и международного права; роль МВФ и МБРР; взаимодействие России и международных финансовых организаций.

РАЗДЕЛ VIII. СОТРУДНИЧЕСТВО ГОСУДАРСТВ В ОБЛАСТИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПУБЛИЧНЫХ ФИНАНСОВ

Государство и его органы, а также международные организации являются основными субъектами, участвующими в реализации международных валютно-кредитных отношений. Взаимодействуя с коммерческими институтами на мировых финансовых рынках, международные публичные институты имеют при этом специфический статус, связанный с юрисдикционным иммунитетом при осуществлении операций в сфере публичных финансов. Субъекты международных публичных финансовых отношений посредством правового регулирования оказывают позитивное влияние на состояние региональных, национальных и международных финансово-кредитных рынков.

Глава 17. Государство как субъект международных публичных финансов

ЦЕЛИ

- Определить правовое положение государства в международной публичной сфере.
- Дефинировать иммунитет государств.
- Определить процедуры правопреемства в отношении государственной собственности, госархивов и госдолгов.
- Регламентировать права и обязанности государств в области международных финансов.
- Определить принципы сотрудничества государств в сфере международных финансов.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Права и обязанности государств в финансовой сфере
Правопреемство государств в отношении договоров, госсобственности и госдолгов

Правосубъектность государства
Основные принципы сотрудничества государств
Юрисдикционный иммунитет

1. ГОСУДАРСТВО - СУБЪЕКТ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ОТНОШЕНИЙ

Суверенное государство является основным субъектом международного права, функционирующим в области международных публичных финансов, и представляет собой страну в меж-

дународных отношениях (в том числе экономических и финансовых), обладающую способностью осуществлять международные права и обязанности.

К основным критериям, характеризующим государство как субъект международного публичного права (и международных публичных финансов), относятся следующие: территория, население, публичная власть и способность вступать в отношения с другими государствами и субъектами международного права.

Правосубъектность государства согласно нормам международного права включает правоспособность (способность иметь права и обязанности) и дееспособность (способность независимо от иных субъектов осуществлять права и обязанности). Международная правоспособность и дееспособность государства неразделимы, однако в истории международных отношений были случаи, когда государство, сохраняя статус субъекта международного права, было полностью или частично недееспособным (например в период второй мировой войны государства, оккупированные Германией, сохраняли свою правоспособность, однако дееспособность в ограниченной мере осуществлялась эмигрировавшими правительствами; подобная ситуация наблюдалась и в период оккупации Кувейта Ираком).

Права и обязанности различных государств одинаковы независимо от их размеров, экономического и военного могущества и иных различий; они обусловлены природой государства и характером международного сообщества на определенный исторический период развития и взаимосвязаны. Основные права государств связаны с суверенитетом, что их существенно отличает от иных субъектов международного публичного или частного права. Права государств соответственно ограничены правами других государств и должны использоваться в соответствии с основными принципами и нормами международного права.

Иммунитет государства. Участникам международных публичных и частных финансовых отношений следует учесть, что юрисдикция государства должна осуществляться с соблюдением иммунитетов, признанных международным правом. Иммунитет происходит из принципа суверенного равенства, т.е. равный над равным власти не имеет (*par in parem imperium non habet*).

Исторически иммунитет был абсолютным и являлся необходимостью взаимодействия суверенных государств на территории друг друга (постоянные дипломатические представительства, миссии, делегации и т.п.). Абсолютный иммунитет действовал как в публичной, так и в частной сфере. С течением времени государство кроме публичных функций стало развивать функции коммерческого и частноправового характера (торговля, приобретение товаров, движимого и недвижимого имущества, участие в финансовых операциях и т.д.). В настоящее время признается концепция не абсолютного, а ограниченного иммунитета, т.е. иммунитет ограничивается лишь теми отношениями, в которых государство выступает как носитель суверенной (публичной) власти, а также действиями, совершаемыми в силу (и в интересах) государственной власти (*jure imperii*); государство не обладает иммунитетом в правоотношениях коммерческого (непубличного) характера (*jure gestionis*), так как юридические и физические лица, вступающие с иностранным государством в такого рода отношения, не могут быть лишены правовой защиты согласно нормам национального (гражданского, финансового, банковского и т.д.) и международного частного права.

Таким образом, иностранное государство осуществляет свою юрисдикцию с соблюдением юрисдикционного иммунитета государств.

Правопреемство государств. При осуществлении операций на международных, региональных и национальных валютно-кредитных рынках каждому лицу, участвующему в сделках, необходимо помнить, что сторона сделки - государство - может быть заменена (или выбыть из сделки) в результате правопреемства. Безусловно, это может повлиять на эффективное исполнение обязательств сторонами, реализацию прав и объем ответственности.

Правопреемство - это переход прав и обязанностей в результате смены одного государства другим относительно ответственности за международные отношения какой-либо территории (например, при разделении одного государства на два и более; при образовании нового государства на части территории; при переходе части территории от одного государства к другому).

Нормы международного права в отношении правопреемства содержатся в Венской конвенции о правопреемстве государств в отношении договоров 1978 г. и Венской конвенции о правопреемстве государств в отношении государственной собственности, государственных архивов и государственных долгов 1983 г., которые касаются только случаев правомерного правопреемства, осуществляемого в соответствии с международным правом.

Правопреемство в отношении договоров. Правопреемство не затрагивает договоров, установивших границы и их режим, а также обязательств относительно пользования любой территорией, установленных в пользу иностранного государства. При переходе части территории от одного государства к другому государству действует принцип подвижности границ, в соответствии с которым пределы действия договора сокращаются или расширяются вместе с границами государства.

При объединении государств все их договоры сохраняют силу, но применяются лишь в отношении той части территории объединенного государства, в отношении которой они находились в силе в момент правопреемства. При объединении Сирии и Египта в Объединенную Арабскую Республику (ОАР) это положение было закреплено во Временной конституции ОАР 1958 г. Правомерность такого решения была признана другими государствами, вместе с тем в 1960 г. между СССР и ОАР был заключен протокол по вопросам осуществления советско-сирийского соглашения об экономическом и техническом сотрудничестве (т.е. некоторые государства в подобных случаях имеют практику урегулирования отношений в области экономики, финансов и в иных областях посредством специальных соглашений).

Приведенные правила применяются и при присоединении одного государства к другому, которое сохраняет свою правосубъектность. Исключением является вхождение ГДР в ФРГ: ГДР утратила свою правосубъектность, ФРГ - сохранила (проблема состояла в том, что общественно-политические, финансовые и правовые системы этих государств, а также их международные обязательства существенно отличались). По согласованию между государствами договоры с участием ГДР подлежали сохранению, пересмотру или аннулированию в зависимости от обеспечения доверия, интересов участвующих государств и договорных обязательств ФРГ, а также с учетом интересов государств-членов ЕС, соответствия принципам свободного, демократического и правового государственного устройства. Международные договоры с участием ФРГ сохранили свою силу и распространили свое действие на территорию бывшей ГДР, что было закреплено в договоре об объединении Германии в 1990 г.

Если при разделении государства одна из его частей продолжает существовать как государство-предшественник, то в его договорных отношениях не происходит изменений, за исключением тех договоров, которые непосредственно связаны с отошедшей территорией (что относится как к членству в ООН, так и в отношении членских взносов и иных финансовых обязательств).

Относительно государства, образовавшегося на отделившейся территории, имеются две различные концепции.

1) Новое государство не несет обязательств по договорам государства-предшественника. В 1947 г. при отделении Пакистана от Индии Секретариат ООН заявил, что в "международном статусе Индии нет изменения и она продолжает существовать как государство со всеми договорными правами и обязанностями и, следовательно, со всеми правами и обязанностями члена ООН. Пакистан будет новым государством и не будет обладать правами и обязанностями прежнего государства и, разумеется, не будет членом ООН".

2) Договоры государства-предшественника сохраняют свою силу и для государств-преемников (ст. 34 п. 1 Венской конвенции о правопреемстве в отношении договоров).

Роль политических факторов в решении вопросов правопреемства является существенной. После распада Югославии вновь образованные государства были приняты в члены ООН. Вместе с тем в резолюции Совета Безопасности ООН от 30 мая 1992 г. говорилось о том, что "претензия Федеративной Республики Югославия (Сербия и Черногория) на автоматическое продолжение членства СФРЮ в ООН не является общепринятой". В другой резолюции Совет Безопасности ООН указал, что "государство СФРЮ прекратило свое существование".

Распад СССР, закрепленный рядом нормативных документов, является специфическим правопреемством. Например, в Алма-Атинской декларации стран СНГ 1991 г. указано: "С образованием Содружества Независимых Государств СССР прекращает свое существование"; участники СНГ гарантируют "...выполнение международных обязательств, вытекающих из договоров и соглашений бывшего СССР". Однако на практике генеральным правопреемником СССР, согласно концепции, признанной большинством государств, стала Россия, и именно на нее была возложена ответственность за выполнение международных обязательств СССР. Все правопреемники СССР становятся участниками заключенных им многосторонних договоров. Двусторонние договоры со-

храняются за Россией (исключение составляют те договоры, которые непосредственно связаны с территорией государства-правопреемника).

Новое независимое государство (территория которого являлась зависимой территорией) не обязано соблюдать какой-либо договор государства-предшественника, который в момент правопреемства имел силу в отношении его территории. Венская конвенция о правопреемстве в отношении договоров 1978 г. определила право нового независимого государства путем уведомления определять свой статус в отношении многосторонних договоров (в договорах с ограниченным числом участников новое независимое государство может стать участником договора только с согласия всех участников договора). Двусторонние договоры остаются в силе только в случае согласия как новой стороны по договору, так и прежнего участника.

На практике новые независимые государства заявляют о полном правопреемстве в отношении договоров, чтобы не оказаться в экономико-правовом вакууме.

Следует отметить, что международное право связывает правопреемство только с изменением территории. Конституционные и даже неконституционные перемены в форме правления (монархия - республика), перемены в форме государственного устройства (федерация - унитарное государство) не влияют на обязательную силу международных обязательств государства. Вместе с тем другая сторона международного договора вправе отказаться от продолжения отношений по договору, ссылаясь на норму относительно коренного изменения обстоятельств как основание для прекращения договора ("наличие таких обстоятельств составляло существенное основание согласия участников на обязательность для них договора" - ст. 62, п. 1 Венской конвенции о правопреемстве в отношении договоров).

Правопреемство в отношении государственной собственности и государственных архивов. Государственная собственность может выступать объектом, обеспечивающим международные обязательства (в том числе финансовые) государства. Нормы международного права по данному вопросу содержатся в Венской конвенции о правопреемстве государств в отношении государственной собственности, государственных архивов и государственных долгов 1983 г. и касаются только государственной собственности государства-предшественника. Режим правопреемства не распространяется на права и обязательства юридических и физических лиц. Государственная собственность государства-предшественника, согласно ст. 8 Конвенции, - это "имущество, права и интересы, которые на момент правопреемства государств принадлежали, согласно внутреннему праву государства-предшественника, этому государству". Согласно общему правилу, переход государственной собственности осуществляется без компенсации, если стороны не договорились об ином (ст. 11).

Собственность объединяющихся государств переходит к объединенному государству. При передаче части территории государства недвижимая собственность государства-предшественника, являющаяся объектом правопреемства, переходит к государству-правопреемнику; движимая собственность (например, самолеты, автомобили, подвижной состав железных дорог, другие транспортные средства, оружие) переходит к государству-правопреемнику, если собственность была связана с деятельностью государства-предшественника в отношении передаваемой территории (ст. 14). Аналогичные правила применяются и в других случаях: при отделении части территории и образовании на ней государства, а также при разделении государства. Закрепление имущества производится посредством специальных соглашений. Движимая и недвижимая собственность государства-предшественника, находящаяся за границей государства, переходит к государствам-преемникам на основе справедливости или на компенсационной основе.

Архивы представляют большую ценность для организации государства (в том числе при организации денежно-кредитной системы в национальных или международных отношениях), а также для исполнения обязательств при возникновении споров. Государственные архивы - это совокупность документов любой давности, произведенных или приобретенных государством-предшественником, которые принадлежат ему согласно его внутреннему праву и хранятся им. По общему правилу, переход архивов не сопровождается компенсацией (ст. 23). Правопреемство не касается архивов, которые находятся на территории государства-предшественника, но принадлежат третьему государству, согласно внутреннему праву государства-предшественника. Не подлежат правопреемству архивы третьих стран, являющиеся предметом международного договора. При правопреемстве соблюдается принцип целостности архивов. При объединении государств архивы переходят к объединенному государству. Для иных ситуаций часть архивов государства-

предшественника, которая должна находиться на территории государства-преемника в интересах нормального управления его территорией, переходит к этому преемнику; часть архивов, имеющая непосредственное отношение к территории государства-преемника, также переходит к последнему.

Правопреемство в отношении государственных долгов. Венская конвенция 1983 г. регламентирует отношения, связанные с государственными долгами, к которым отнесены любые финансовые обязательства государства-предшественника в отношении другого субъекта международного публичного права, возникшие в соответствии с международным публичным правом. Финансовые обязательства государства в отношении физических и юридических лиц, возникшие при взаимодействии на международных, региональных и национальном финансовых рынках, остаются вне сферы предмета Конвенции и регламентируются нормами национального (гражданского, финансового, банковского и т.п.) и международного частного права. Вместе с тем и такие долги являются предметом правопреемства.

Решение проблем внутреннего долга бывшего СССР было определено специальным соглашением 1992 г. Участники приняли на себя обязательства по погашению государственного долга СССР перед населением в суммах пропорционально остатку задолженности, числящейся на балансах учреждений Сбербанка СССР на территории каждого из них. Остальная задолженность Госбанку СССР, Госстраху СССР и т.д. должна быть возвращена из соответствующей доли каждого участника в произведенном национальном доходе и использованном объеме капитальных вложений из союзного бюджета.

Основным принципом Венской конвенции стал следующий: "Правопреемство государств ...не затрагивает прав и обязательств кредиторов" (ст. 36). Общее правило правопреемства: долг государства-предшественника переходит к правопреемникам в справедливой доле, определяемой на основе учета имущества, прав и интересов, которые переходят к соответствующему государству-правопреемнику в связи с данным государственным долгом. (По поводу государственных долгов СССР между союзными республиками был заключен многосторонний Договор о правопреемстве в отношении внешнего долга и активов СССР 1991 г., который определил понятие внешнего государственного долга и активов, однако долг не был распределен пропорционально, что обострило отношения с иностранными государствами и международными организациями. Россия предложила (постановление Правительства от 17 мая 1993 г.), чтобы доли бывших союзных республик определялись с учетом фактического количества государств, подписавших Договор 1991 г.; доли неучаствующих государств перераспределяются между участниками; республики передают России обязательства по выплате доли этих государств; в целях компенсации республики передают России свои доли в активах бывшего СССР.)

Венская конвенция 1983 г. установила, что никакой государственный долг государства-предшественника не переходит к новому независимому государству, если не имеется специального согласия последнего, выраженного в договоре.

Таким образом, субъекты международных публичных финансов обязаны учитывать нормы и практику, касающиеся правопреемства государств в отношении договоров (связанных, например, с международными кредитами и займами), собственности, архивов и государственных долгов при операциях на международных финансовых рынках.

2. ПРАВА ГОСУДАРСТВ В СФЕРЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВ

В области международных публичных финансов государство в лице государственных органов (например, Правительство, Министерство иностранных дел, Министерство внешнеэкономических связей, Министерство торговли, Министерство финансов, Центральный банк и т.д.) и официальных должностных лиц (президент, премьер-министр) имеет право осуществлять следующие виды деятельности: участвовать в международных экономических и финансовых конференциях; участвовать в деятельности международных (межгосударственных) организаций; заключать межгосударственные договоры в отношении экспорта-импорта товаров и услуг; участвовать в клиринговых, платежных и валютных соглашениях; заключать межгосударственные договоры аренды движимого и недвижимого имущества, залога, ипотеки и т.п.; заключать межгосударственные договоры, в том числе по предоставлению (получению) кредитов, займов, инвестированию, финансированию; осуществлять операции с золотом и драгоценными металлами; эмитировать государ-

ственные казначейские обязательства, ценные бумаги; обеспечивать финансовыми и иными гарантиями сделки различных юридических и иных лиц; предоставлять безвозмездную финансовую помощь и т.д.

Таким образом, государство осуществляет любые виды деятельности при осуществлении операций на национальном, иностранных, региональных и международном финансовых рынках.

РЕЗЮМЕ

Государство является основным субъектом международных валютно-кредитных отношений. Государство и его органы имеют юрисдикционный иммунитет от действий иностранных властей, если их функции исполняются в публичной сфере. Государства имеют неограниченные права как в публичной, так и в частной области в сфере международных финансов. Взаимовыгодное сотрудничество государств в международной публичной сфере осуществляется на основе принципов международного права.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Какие права имеет государство в сфере международных финансов?
- 2) Раскройте сущность основных принципов сотрудничества государств в сфере международных публичных финансов.
- 3) Как вы понимаете юрисдикционный иммунитет государства?
- 4) Какие виды правопреимства государств вы знаете?

Глава 18. Центральные банки в системе международных финансов

ЦЕЛИ

- Изучить правовое положение центрального банка государства.
- Проанализировать функции центрального банка при осуществлении различных видов деятельности на международном и национальных финансовых рынках.
- Рассмотреть международные стандарты банковской деятельности.

1. СТАТУС ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Традиционно в системе международных экономических отношений центральные банки государств действовали и в основном действуют согласно нормам национального права, которые, как правило, выражены в форме законов, например, Федеральный закон от 26 апреля 1995 г. № 65-ФЗ "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)"; Закон о Федеральной резервной системе США; Закон Ирландии 1989 г. "О Центральном банке"; Закон Австралии 1959 г. "О Резервном банке"; Закон Германии 1957 г. "О Федеральном банке" и т.д.

Организационная структура государственных органов, выполняющих функцию банковского контроля и надзора, характеризуется значительным разнообразием, однако, как правило, центральное место в ней занимает именно национальный банк страны. В Великобритании, Италии и Нидерландах контроль и надзор за деятельностью коммерческих банков непосредственно осуществляют национальные центральные банки (в России функции надзора выполняет Контрольно-ревизионное управление Центрального банка Российской Федерации, осуществляющее ревизии главных территориальных управлений Центрального банка, Департамент банковского надзора и Управление инспектирования коммерческих банков). В Германии, США и Японии существует смешанная система, при которой центральные банки разделяют обязанности по контролю и надзору с иными органами государства. Только в Канаде и Швейцарии государственные органы контроля и надзора за деятельностью финансово-кредитных институтов на территории государства отделены от центральных банков.

Будучи "банком банков", каждый национальный банк имеет следующие цели:

- защита и обеспечение устойчивости национальной валюты, в том числе ее покупательной способности и курса по отношению к иностранным валютам;

- развитие и укрепление финансово-кредитной системы национального государства;
- обеспечение эффективного и бесперебойного функционирования системы расчетов;
- регулирование, контроль и надзор за деятельностью национальных и иностранных финансово-кредитных институтов.

Национальный банк является юридическим лицом, находится в государственной собственности и в соответствии с уставными целями осуществляет полномочия по владению, пользованию и распоряжению имуществом Банка. Изъятие и обременение обязательствами имущества национального банка без его согласия не допускаются. Банк осуществляет свои расходы за счет собственных доходов. Как правило, центральный банк подотчетен парламенту.

Центральный банк выполняет следующие функции:

1) во взаимодействии с правительством разрабатывает и проводит единую государственную денежно-кредитную политику, направленную на защиту и обеспечение устойчивости национальной валюты;

2) монопольно осуществляет эмиссию наличных денег и организует их обращение;

3) является кредитором в последней инстанции для кредитных организаций, организует систему рефинансирования;

4) устанавливает правила осуществления расчетов;

5) устанавливает правила проведения банковских операций, бухгалтерского учета и отчетности для банковской системы;

6) осуществляет государственную регистрацию кредитных организаций; выдает и отзывает лицензии кредитных организаций и организаций, занимающихся их аудитом;

7) осуществляет надзор за деятельностью кредитных организаций;

8) регистрирует эмиссию ценных бумаг кредитными организациями в соответствии с федеральными законами;

9) осуществляет самостоятельно или по поручению все виды банковских операций, необходимых для выполнения основных задач Банка;

10) осуществляет валютное регулирование, включая операции по покупке и продаже иностранной валюты; определяет порядок осуществления расчетов с иностранными государствами;

11) организует и осуществляет валютный контроль;

12) принимает участие в составлении платежного баланса;

13) проводит анализ и прогнозирование состояния национальной экономики в целом и по регионам, прежде всего денежно-кредитных, валютно-финансовых и ценовых отношений; публикует соответствующие материалы и статистические данные.

Центральный банк по вопросам, отнесенным к его компетенции, издает нормативные акты, обязательные для органов государственной власти, всех юридических и физических лиц. Для осуществления своих функций центральный банк имеет право запрашивать и получать у кредитных организаций и федеральных органов исполнительной власти необходимую информацию.

Центральный банк имеет право участвовать в капиталах и деятельности международных организаций, которые занимаются развитием сотрудничества в денежно-кредитной, валютной, банковской сферах, в том числе между центральными банками иностранных государств. Взаимоотношения центрального банка с кредитными организациями иностранных государств осуществляются в соответствии с международными договорами, национальным правом, а также межбанковскими соглашениями.

Центральный банк представляет интересы государства во взаимоотношениях с центральными банками иностранных государств, а также в международных банках и иных международных валютно-финансовых организациях.

Центральный банк выдает разрешения на создание банков с участием иностранного капитала и филиалов иностранных банков, а также осуществляет аккредитацию представительств кредитных организаций иностранных государств на национальной территории в соответствии с порядком, установленным национальным правом.

Центральный банк устанавливает и публикует официальные котировки иностранных валют по отношению к национальной валюте, является органом государственного валютного регулирования и валютного контроля (Банк России осуществляет эту функцию в соответствии с Законом Российской Федерации "О валютном регулировании и валютном контроле" 1991 г. и федеральными законами).

Для осуществления международных функций центральный банк имеет право открывать представительства за границей.

Центральный банк является органом банковского регулирования и надзора за деятельностью кредитных организаций и осуществляет постоянный надзор за соблюдением кредитными организациями банковского законодательства и нормативных актов.

Главная цель банковского регулирования и надзора - поддержание стабильности банковской системы, защита интересов вкладчиков и кредиторов. Центральный банк, как правило, не вмешивается в оперативную деятельность кредитных организаций.

Надзор и контроль центрального банка осуществляется в виде лицензирования, регулирования и контроля за экономическими нормативами, инспекции и ревизии деятельности коммерческих банков.

Центральный банк устанавливает обязательные для кредитных организаций правила проведения банковских операций, ведения бухгалтерского учета, составления и представления бухгалтерской и статистической отчетности.

В целях обеспечения устойчивости кредитных организаций центральный банк может устанавливать им следующие обязательные нормативы:

- минимальный размер уставного капитала для вновь создаваемых кредитных организаций, минимальный размер собственных средств (капитала) для действующих кредитных организаций;
- предельный размер неденежной части уставного капитала;
- максимальный размер риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков;
- максимальный размер крупных кредитных рисков;
- максимальный размер риска на одного кредитора (вкладчика);
- нормативы ликвидности кредитной организации;
- нормативы достаточности капитала;
- максимальный размер привлеченных денежных вкладов (депозитов) населения;
- размеры валютного, процентного и иных видов риска;
- минимальный размер резервов, создаваемых под высокорисковые активы;
- нормативы использования собственных средств банков для приобретения долей (акций) других юридических лиц;
- максимальный размер кредитов, гарантий и поручительств, предоставленных банком своим участникам (акционерам).

В случае нарушения кредитной организацией законов, нормативных актов и предписаний центрального банка, непредоставления информации, предоставления неполной или недостоверной информации центральный банк имеет право требовать от кредитной организации устранения выявленных нарушений и применить санкции (например, ограничить проведение отдельных операций на определенный срок; реорганизовать кредитную организацию или изменить для нее обязательные нормативы; назначить временную администрацию по управлению кредитной организацией; отозвать лицензию на осуществление банковских операций).

На центральный банк также возложены контроль и ответственность за нарушения правил коммерческими банками, которые вызвали кризис ликвидности или кризис международной банковской системы. Банком международных расчетов был утвержден принцип индивидуальной и коллективной ответственности центральных банков за финансирование банков, производящих операции на евроборсах, однако для таких интервенций не была предусмотрена автоматичность: финансовую помощь центральные банки могли предоставлять только банкам, ставшим банкротами объективно в результате ухудшения рыночной ситуации, в отличие от тех банков, которые стали банкротами по субъективным причинам - в результате активных спекулятивных операций (например, банк "Herstatt") на мировых финансовых рынках. Данный принцип был применен на практике: Федеральная резервная система США привлекла государственные фонды, чтобы банкротство "Continental Illinois", восьмого американского банка, произошедшее в апреле 1984 г., не поставило в затруднительное положение международные банки, обеспечивающие значительную часть его финансирования; Банк Франции и французские банки в 1988 г. решили организовать спасение размещавшегося в Париже иностранного банка "Al Saudi Bank" для того, чтобы избежать проблем возврата кредитов, предоставленных этому банку из иностранных финансовых центров.

Центральные банки ответственны за общий риск ликвидности банков в их национальной валюте. Например, в 1987 г. национальные центральные банки промышленно развитых государств предоставили достаточные ликвидные средства для ликвидации биржевого кризиса.

Таким образом, при выполнении функций по контролю и надзору центральные банки осуществляют нормативное регулирование и финансовое обеспечение национальных и международных финансово-кредитных отношений, т.е. центральный банк государства осуществляет властное волевое воздействие по отношению ко всем субъектам, связанным с национальной финансово-кредитной системой.

Коммерческая деятельность центральных банков. Несмотря на перечисленные функции по контролю и надзору за банковской деятельностью, при реализации которых национальные банки выступают в качестве органа государства, центральные банки имеют право осуществлять коммерческие операции. Клиентами центральных банков являются национальное и иностранные правительства, коммерческие банки, международные организации и иные лица.

При осуществлении коммерческих операций центральный банк получает прибыль (только в 1985 г. прибыль Банка Англии составила около 106 млн. ф. ст.). Получение прибыли не является целью деятельности центрального банка (банк не является налогоплательщиком), как правило, она направляется в федеральный бюджет (согласно Федеральному закону от 05.06.96 № 62-ФЗ "О перечислении прибыли Центрального банка РФ" прибыль Центрального банка РФ (уставный капитал - 3 млрд. руб.) за 1994 г. в размере 5,0 трлн. руб. была направлена в федеральный бюджет).

Центральные банки оказывают примерно те же услуги своим клиентам, что и коммерческие банки и финансово-кредитные институты (предоставление кредитов, займов, проведение консультаций и т.д.), например, Банк России имеет право осуществлять следующие операции с российскими и иностранными кредитными организациями:

- 1) предоставлять кредиты на срок не более 1 года под обеспечение ценными бумагами и другими активами, если иное не установлено Федеральным законом о федеральном бюджете;
- 2) покупать и продавать чеки, простые и переводные векселя, имеющие, как правило, товарное происхождение, со сроками погашения не более 6 месяцев;
- 3) покупать и продавать государственные ценные бумаги на открытом рынке;
- 4) покупать и продавать облигации, депозитные сертификаты и иные ценные бумаги со сроками погашения не более 1 года;
- 5) покупать и продавать иностранную валюту, а также платежные документы и обязательства в иностранной валюте, выставленные российскими и иностранными кредитными организациями;
- 6) покупать, хранить, продавать драгоценные металлы и иные виды валютных ценностей;
- 7) проводить расчетные, кассовые и депозитные операции, принимать на хранение и в управление ценные бумаги и иные ценности;
- 8) выдавать гарантии и поручительства;
- 9) осуществлять операции с финансовыми инструментами, используемыми для управления финансовыми рисками;
- 10) открывать счета в российских и иностранных кредитных организациях на территории Российской Федерации и иностранных государств;
- 11) выставять чеки и векселя в любой валюте;
- 12) осуществлять другие банковские операции от своего имени, если это не запрещено законом.

При этом Банк России имеет право осуществлять операции на комиссионной основе, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами.

Обеспечением для кредитов Центрального банка могут выступать золото и другие драгоценные металлы в различной форме; иностранная валюта; векселя в российской и иностранной валюте со сроками погашения до 6 месяцев; государственные ценные бумаги; иные ценности, а также гарантии и поручительства.

Кроме основных операций по предоставлению кредитов и займов, в настоящее время центральные банки осуществляют и новые операции, которые были легализованы на рынках евровалют.

2. МЕЖДУНАРОДНАЯ ПОЗИЦИЯ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

Изменяется ли статус центрального банка, если он осуществляет свою деятельность на международных финансово-кредитных рынках за пределами юрисдикции национального государства (и иногда вне сферы юрисдикции иностранного государства)?

Предметом отношений, возникающих в результате международной деятельности как центральных, так и коммерческих банков, являются: национальная или иностранная валюты, коллективная валюта (к основным относятся: международная - СДР и европейская - ЭКЮ, евро), золото и иные драгоценные металлы; платежные документы (аккредитивы, векселя и т.д.) и ценные бумаги (акции, облигации и т.п.) в иностранной или коллективной валютах и иные ценности, функционирующие в международных валютно-кредитных операциях и международных расчетах.

Таким образом, происхождение предмета отношений международной банковской деятельности не связано непосредственно с функционированием конкретного центрального банка какого-либо государства. Судьба предмета отношений международной банковской деятельности зависит от совокупных действий всех лиц мирового финансово-кредитного рынка, и в первую очередь от эмитентов, как правило, центральных банков или международных организаций.

В результате анализа развития мировых финансовых рынков можно прийти к выводу о том, что участниками валютно-кредитных, расчетных и иных отношений, возникающих в результате функционирования мирового хозяйства, являются субъекты как международного публичного права (национальные государства в лице различных государственных органов (в том числе центральные банки) и межгосударственные (международные, региональные и иные) организации, так и субъекты международного частного права (национальные и иностранные юридические лица (финансово-кредитные институты, коммерческие банки, транснациональные корпорации, биржи и т.п.) и физические лица.

Казалось бы, что статус указанных субъектов достаточно точно определен приведенными подсистемами международного права. Однако некоторые ученые, в частности Г.К. Дмитриева, выделяют особенные "предприятия", возникающие в силу международного договора (Международный банк реконструкции и развития - МБРР) или на основании внутреннего закона одного или двух государств, принятого в соответствии с международным договором (Банк международных расчетов - БМР), определяя их как международные юридические лица.

Данная позиция заслуживает особого внимания: МБРР и БМР, а также иные подобные им образования (например, Европейский фонд валютно-экономического сотрудничества - ЕФВЭС) имеют основные элементы, которые могли бы в некоторой мере определять новый вид субъекта международного права (соответственно, международных публичных финансов), - международное юридическое лицо. Это объясняется, во-первых, тем, что они созданы на основе норм международного публичного и международного частного права; во-вторых, указанные лица не имеют национальности (они не имеют одного государства регистрации, согласно которому можно было бы определить национальность и личный статут образованного лица); в-третьих, их деятельность на международных финансовых рынках имеет международный характер, хотя и в определенной мере учитывает интересы национальных государств; в-четвертых, функционирование международных юридических лиц регламентировано нормами как международного (публичного и частного) права, так и нормами национального права различных государств и обусловлено экономической целесообразностью.

Как видим, международные юридические лица, часто учрежденные национальными центральными банками государств и иными лицами (например, учредителями БМР являются не правительства, а центральные банки Великобритании, Бельгии, Германии, Италии, Японии и американские частные кредитные институты "J.P. Morgan", "First National Bank of Chicago", "Bank of New York"), имеют ограниченные свойства и способности (правосубъектность) субъектов международного публичного права (в основном равные правам международных экономических организаций: очевидно, например, право Европейского фонда валютно-экономического сотрудничества (прообраза будущего Европейского центрального банка) на заключение международных соглашений по поводу регулирования европейской валютной системы, соглашений об организации и принципах сотрудничества с государствами, не являющимися членами ЕС, соглашений с государствами-членами ЕС относительно управления специальными фондами, издание рекомендательных и обязательных для исполнения различными субъектами, в том числе государствами, международных нормативных актов и т.д.), а также уникальные (универсальные) правоспособность и де-

способность юридических лиц субъектов международного частного права (в некоторой степени национального гражданского и финансового права).

Вместе с тем представляется несколько односторонней позиция А.Б. Альтшулера, которая состоит в том, что только материальные и процессуальные нормы национального гражданского права могут регламентировать поведение рассматриваемых международных юридических лиц на международных финансовых рынках. Этого в настоящее время недостаточно, так как регулирование различных видов международных экономико-правовых отношений, в первую очередь на европейском рынке (регламентация валютных курсов, валютная интервенция, правила предоставления синдицированных кредитов и т.д.), регламентируется как нормами национального (гражданского, государственного, валютного и административного) права государств-членов ЕС, так и нормами общего международного и европейского права публично- и частноправового характера.

Исследуя данную проблему, можно сделать заключение о том, что отношения, возникающие между указанными ранее субъектами, включают в себя совокупность как экономических, так и правовых отношений, а именно национальных и международных экономических отношений (отношений в системе мирового хозяйства, международных финансов, денежного обращения, кредита и др.), а также национальных и международных правоотношений, регламентирующих развитие системы мирового хозяйства (гражданско-правовых, государственно-правовых, валютно-правовых, административно-правовых и международно-правовых отношений).

Резюмируя данный тезис, следует подчеркнуть, что источниками регулирования указанных отношений будут не только нормы международного публичного и частного права, выраженные в форме международных договоров, обычаев, единообразных международных законов, кодексов поведения и т.д. (включая в определенных случаях и коллизионные нормы), но и объективные законы и принципы экономического развития системы мирового хозяйства (последние Е.П. Андреев несколько неточно называет, определяя их как "нормы объективного права"), которые могут быть отражены в нормативных актах международных организаций, регламентирующих деятельность центральных банков государств на международных финансовых рынках.

Таким образом, существование международных юридических лиц, образуемых центральными банками, объективно предполагает, что они по своей природе являются субъектами общей системы международного права (в которой основными равноправными подсистемами являются международное публичное право и международное частное право), объективно и многосторонне регламентирующей прогрессивное развитие международных экономических отношений, в том числе отношений, возникающих в сфере международных публичных финансов.

3. МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

С конца 60-х гг. эксперты центральных банков предлагали создать систему международного контроля за международными финансовыми рынками, поскольку деятельность коммерческих банков подрывала валютную политику центральных банков и органов валютного контроля.

Однако введение системы международного контроля противоречило бы принципам Бреттон-Вудских соглашений или ОЭСР в части свободы международного движения капиталов.

С начала 80-х гг. в международных финансовых центрах (Гонконг, Сингапур, Каймановы острова и др.) самопроизвольно начался процесс дерегламентации, который сопровождался постепенной отменой национальных норм в сфере валютного контроля.

Идея международного контроля трансформировалась в согласованные действия центральных банков, производимые на консультационной основе. Центральные банки стали укреплять устойчивость международной банковской системы не посредством международного кодекса контроля, а посредством систематизации национальных правил и практики в форме рекомендаций.

До этого времени усилия центральных банков были сконцентрированы на повышении степени прозрачности рынков; приспособлении техники и сферы предварительного наблюдения за рынками и банками для того, чтобы обеспечить эффективность на международном уровне; укреплении балансов кредитных учреждений (особенно собственных средств); уменьшении на национальном уровне рисков кризиса, которые могли быть следствием неплатежеспособности банков или недостаточной ликвидности рынка,

С 1965 г. БМР по поручению центральных банков наблюдал за статистикой эволюции международных рынков капитала. Ежеквартальные отчеты БМР и необходимость осуществления эф-

фективного контроля способствовали унификации национальных правил бухгалтерского учета и статистической отчетности в финансово-кредитной сфере.

В 1974 г., после срыва в работе трех крупных банков, - "Herstatt" (Германия), "Banca Privata Italiana" (Италия) и "Franklin National Bank" (США), - был создан Наблюдательный комитет (объединяющий экспертов центральных банков основных промышленно развитых стран), который выработал "принципы для контроля за банковскими учреждениями за границей" - Базельский конкордат (1975 г.).

Целью Базельского конкордата было усиление контроля за деятельностью банков путем организации распределения задач между центральными банками таким образом, чтобы ни одно заграничное отделение крупного международного банка не могло избежать соответствующего контроля со стороны хотя бы одного эмиссионного института. На практике центральным банкам рекомендуется распространять наблюдение за платежеспособностью своих национальных банков и на их иностранные отделения, в особенности с использованием консолидированных бухгалтерских документов. Кроме того, контроль за ликвидностью отделений и филиалов иностранных банков следует осуществлять, в первую очередь, центральным банкам по месту нахождения иностранных отделений и филиалов коммерческих банков.

Эти рекомендации были дополнены в 80-е гг. Наблюдательный комитет рекомендовал центральным банкам наблюдать за эволюцией забалансовых операций банков, подверженных особым рискам; предложил систему классификации, позволяющую оценивать новые риски банковских операций, и рекомендовал национальным центральным банкам наблюдать за этими операциями на мировых финансовых рынках.

Основное достижение Наблюдательного комитета состоит в том, что при его содействии и участии центральных банков промышленно развитых стран было заключено Базельское соглашение 1988 г.

Соглашение предусматривает, что все международные банки . будут действовать в одном режиме (это касается их собственного капитала). Соглашение дает определение собственного капитала, который должен формироваться наполовину из капитала и резервов, отображенных в финансовых отчетах, возможного сальдо скрытых резервов, некоторых резервов на покрытие долгов и смешанных финансово-долговых инструментов. Соглашение определяет рисковые активы (все банковские активы, в том числе забалансовые обязательства, при этом каждый тип активов взвешен в соответствии с уровнем риска), а также формулирует минимальный коэффициент рискованных активов для кредитных учреждений: собственные средства каждого учреждения должны составлять (с 1991 г.) по меньшей мере 8% от активов, взвешенных в соответствии с уровнем риска, причем рассчитывать эти коэффициенты по каждому банку было поручено национальным центральным банкам. Соглашение указывает, что центральные банки, соблюдая установленные минимумы, будут использовать определенные в нем правила в международной и национальной практике и имплементировать их в национальную систему права.

Базельское соглашение знаменует собой основной этап в международной финансовой и банковской системах: впервые стали применяться идентичные правила минимальной платежеспособности ко всем крупным международным банкам.

В настоящее время Наблюдательный комитет занимается также иными проблемами банковской практики: методами формирования резервов для покрытия долгов, правилами бухгалтерского учета рисков по свопам, контролем ликвидности и т.д.

Таким образом, центральные банки при содействии международных организаций внедряют в национальную практику международные правила, сформированные на основе согласованных координационных действий центральных банков на международном уровне.

РЕЗЮМЕ

Государство активно регламентирует предоставление международных кредитов и займов, используя при этом различные формы. Развивается тенденция предоставления международных кредитов по линии международных организаций (МВФ, МБРР и т.д.) с использованием финансовых средств мировых финансовых рынков. Межгосударственное сотрудничество в сфере многосторонних клиринговых, платежных и валютных союзов позволяет государствам на коллективной основе позитивно решать проблемы в международной валютной и финансовой областях.

Центральные банки, образованные согласно нормам национального права, являются основным звеном управления международными, региональными и финансовыми рынками, несмотря на существование иных субъектов международного права, влияющих на их развитие. В международных финансах статус каждого центрального банка должен отражать определенную независимость от иных лиц в целях выполнения функций по обеспечению стабильного развития международной, региональных и национальных валютных систем. Статус центральных банков будет изменяться и уже изменяется, о чем свидетельствует эффективная деятельность ЕФВЭС, интегрирующего деятельность европейской системы центральных банков.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Определите статус центрального банка на основе норм национального и международного права.
- 2) Опишите особенности коммерческой деятельности центральных банков.
- 3) Что включают в себя международные стандарты банковской деятельности?

Глава 19. Правовое регулирование международных валютно-кредитных отношений

ЦЕЛИ

- Дефинировать нормы международного права.
- Определить соотношения международного публичного и частного права.
- Регламентировать принципы сотрудничества государств в публичной финансовой сфере.
- Объяснить понятия "международный обычай" и "конвенция", классифицировать международные договоры в зависимости от отношений, регулируемых ими в области международных публичных финансов.
- Обобщить соотношения действия норм международного и национального права.
- Изучить судебную практику в области международных публичных финансов и применение "доктрины политического вопроса".

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Доктрина политического
вопроса
Императивные нормы и
диспозитивные нормы

Источник международного
права
Международная конвенция
Международный обычай
Международное право
Норма международного права

1. СОВРЕМЕННОЕ МЕЖДУНАРОДНОЕ ПРАВО

Международное право является особой системой права, существенно отличающейся от национальных систем права: в ней не имеется высшей власти, которой были бы подчинены все лица и субъекты национального или международного права, не имеется законодательных, исполнительных и судебных органов, подобных тем, которые существуют в отдельных государствах. Международное право отличается от национального права по социальной сущности, по субъектам, способу образования норм, по объектам регулирования, по способам функционирования и т.д.

Международное право по социальной сущности имеет общедемократический характер, поскольку его нормы создаются путем согласования воли субъектов международного права и не зависят от социальной сущности государств.

Субъектами международного (публичного) права являются суверенные государства; нации и народы, борющиеся за создание самостоятельного государства; межгосударственные организации и некоторые государственноподобные образования, в частности Ватикан. В отличие от этого

субъектами национального права являются физические и юридические лица, а также государственные органы.

Международное право регулирует отношения международного характера и оказывает косвенное влияние на регламентацию отношений внутри государств, если последние не выразили согласия по поводу прямого регулирования указанных отношений. Национальное право распространяет свое действие только в пределах юрисдикции национального государства; национальное право посредством норм может регламентировать только поведение субъектов национального права в межгосударственной системе (однако такие нормы национального права не являются нормами международного права).

Исходя из изложенного, международное (публичное) право можно определить как систему правовых норм, которая создается субъектами международного права в процессе согласования их воли, регулирующих международные отношения. Соблюдение этих норм обеспечивается в случае необходимости принуждением, осуществляемым субъектами международного права, как правило, государствами и (или) межгосударственными организациями.

В отличие от международного публичного права (обычно именуемого международным правом), международное частное право находится в основном вне межгосударственной системы отношений, его нормы регулируют гражданско-правовые, финансовые, имущественные, семейные, трудовые и иные частноправовые отношения с участием как национальных, так и иностранных или международных лиц.

Деятельность различных видов государственных и негосударственных финансово-кредитных институтов связана с публичными и частными персоналиями, поэтому на развитие их деятельности оказывают влияние и международное публичное право, и международное частное право, являющиеся подсистемами специфической системы права - международного права.

2. НОРМЫ И ИСТОЧНИКИ МЕЖДУНАРОДНОГО ПРАВА В СФЕРЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПУБЛИЧНЫХ ФИНАНСОВ

В теории права правовая норма дефинируется как обобщенное правило поведения. Норма международного права - это правило поведения, которое регулирует отношения на международном, региональном или локальном уровнях определенных субъектов международного права.

Нормы международного права, как и национального права, являются юридически обязательными, в этом состоит их главное отличие от норм социальных, моральных, религиозных и иных, функционирующих в международных и национальных отношениях. Они подразделяются на диспозитивные (нормы, от которых субъекты международного права могут отступать по взаимному согласию) и императивные или *jus cogens*.

Таким образом, при установлении, изменении и реализации диспозитивных норм субъекты международного права не становятся правонарушителями международного права, несмотря на то, что по предмету их регулирования могут действовать иные нормы международного права. Когда устанавливаются или реализуются императивные нормы международного права, то последние не должны противоречить уже имеющимся нормам *jus cogens*, иначе субъекты, их устанавливающие или реализующие, будут признаны правонарушителями.

Впервые положения относительно императивных международно-правовых норм были зафиксированы в Венской конвенции о праве международных договоров 1969 г., в ст. 53 которой сказано: "Договор является ничтожным, если в момент заключения он противоречит императивной норме общего международного права... императивная норма общего международного права является нормой, которая принимается и признается международным сообществом государств в целом как норма, отклонение от которой недопустимо и которая может быть изменена только последующей нормой общего международного права, носящей такой же характер".

Для обеспечения реализации норм международного права существуют санкции. Применение санкций - весьма слабое место в международном праве, поскольку в межгосударственных отношениях нет таких институтов (идентичных внутригосударственным), которые могли бы (адекватно внутренним действиям государств) гарантировать осуществление международных норм. Международное право предусматривает применение санкций самими государствами индивидуально или коллективно, а также международными организациями, которые наделяются все более значительными полномочиями в указанной сфере. Количество видов санкций, которые могут

применяться субъектами международного права, постоянно уменьшается, но вместе с тем государства имеют право применять различные действия дипломатического характера, включая разрыв дипломатических отношений, ограничения экономических, финансовых, научно-технических и иных связей, а также частичный или полный отказ от предоставления информации о деятельности государства, ограничения по поводу доступа к информации и ее использованию и т.д.

Нормы международного права существуют в различных международно-правовых источниках. Несмотря на различие теоретических концепций относительно видов и статуса источников международного права, по этому вопросу имеется международное соглашение, участниками которого являются большинство государств. В ст.38 Статута Международного суда прямо указано, что: "... Суд, который обязан решать переданные ему споры на основании международного права, применяет:

- общие принципы права, признанные цивилизованными нациями;
- международные конвенции, как общие, так и специальные, устанавливающие правила, определенно признанные спорящими государствами;
- международный обычай как доказательство всеобщей практики, признанной в качестве правовой нормы;
- с оговоркой, указанной в ст.59, судебные решения и доктрины наиболее квалифицированных специалистов по публичному праву различных наций в качестве вспомогательного средства для определения правовых норм".

Основные принципы международного права можно определить как общепризнанные нормы, имеющие существенное, наиболее важное значение для обеспечения нормального функционирования межгосударственной системы отношений. В Декларации о принципах международного права 1970 г., в которой упоминается о действии семи принципов международного права, указывается, что "добросовестное соблюдение принципов международного права, касающихся дружественных отношений и сотрудничества между государствами, и добросовестное исполнение государствами обязательств, принятых в соответствии с Уставом, имеют важнейшее значение для поддержания международного мира и безопасности и для достижения других целей Организации Объединенных Наций".

Кроме Устава ООН и Декларации о принципах международного права 1970 г., основные принципы международного права содержатся также в Заключительном акте Хельсинкского совещания по безопасности и сотрудничеству в Европе от 1 августа 1975 г.

Основные принципы международного права можно условно классифицировать на три группы:

- 1) принцип мирного сосуществования государств независимо от их экономических, социальных и политических систем;
- 2) принципы, непосредственно относящиеся к поддержанию международного мира и безопасности: принцип неприменения силы или угрозы силой; принцип мирного разрешения международных споров; принцип территориальной целостности государств; принцип нерушимости послевоенных границ;
- 3) общие принципы международного сотрудничества: принцип суверенного равенства государств; принцип невмешательства; принцип равноправия и самоопределения народов; принцип сотрудничества государств; принцип уважения прав человека; принцип добросовестного выполнения обязательств.

Субъекты международного права, а также все лица, осуществляющие международную финансовую и денежно-кредитную деятельность, безусловно обязаны соблюдать основные принципы международного права.

Международные конвенции (договоры) - это явно выраженные соглашения между субъектами международного права, призванные регулировать их отношения посредством создания взаимных прав и обязанностей. В зависимости от уровня, на котором заключен договор, заключаются договоры межгосударственные, межправительственные и межведомственные. В зависимости от количества участников различают двусторонние и многосторонние договоры (среди последних договоры с ограниченным кругом участников и общие (универсальные) договоры). Ограничения по поводу участия в универсальном международном договоре недопустимы, за исключением (в некоторых случаях) участия международных организаций (например, в Венской конвенции о праве договоров 1986 г. указывается, что к ней может присоединиться любая международная органи-

зация, которая обладает правоспособностью заключать международные договоры, о чем должно быть указано в самом договоре).

В зависимости от объекта международные договоры подразделяются на политические (Устав ООН), экономические (Римский договор о создании ЕЭС в 1957 г.) и по специальным вопросам в области финансов, транспорта, связи, информации, образования, научного сотрудничества, правовой помощи, социального обеспечения и т.д. Объектами договоров между международными организациями являются, как правило, специальные вопросы, входящие в компетенцию международных организаций согласно их учредительным документам.

В связи с тем что предметы многосторонних конвенций в области международных валютно-кредитных отношений существенно дифференцированы, следует произвести их классификацию. Систему международных договоров, касающихся международной финансовой деятельности, можно определить следующим образом.

I. Соглашения о создании международных (региональных) организаций, основным предметом деятельности которых является обеспечение международных валютно-кредитных отношений (включая нормы, изложенные в уставах указанных организаций):

1) межгосударственных международных и региональных организаций:

- Договор о создании Международного валютного фонда (1944);

- Договор об учреждении Европейского экономического сообщества (1957), Договор об учреждении Европейского фонда валютного сотрудничества (1973), Единый Европейский акт (1985);

Договор о Европейском союзе (1993);

- Договор о создании Арабского валютного фонда (1977);

- Договор об учреждении Валютного союза Центральной Африки (1972) и др.

2) международных (региональных) межгосударственных банков:

- Договор о создании Международного банка реконструкции и развития (1944);

- Договор о создании Банка международных расчетов (1930);

- договоры о создании Азиатского банка развития (1965), Арабско-Африканского международного банка (1964), Арабо-латиноамериканского банка (1977), Арабского банка экономического развития Африки (1973), Африканского банка развития (1963), Банка развития государств Центральной Африки (1975), Западноафриканского банка развития (1973), Западноафриканской клиринговой палаты (1975), Европейского инвестиционного банка (1957), Европейского банка реконструкции и развития (1989), Исламского банка развития (1974), Карибского банка развития (1969), Межамериканского банка развития (1959), Центральноамериканского банка экономической интеграции (1960), Черноморского банка торговли и развития (1994) и др.

II. Соглашения о международных расчетах, т.е. о порядке осуществления расчетов за торговые и неторговые операции в сфере международных экономических отношений:

1) платежные соглашения, в которых государства выражают свою волю относительно платежей в свободно или ограниченно конвертируемых валютах в соответствии с законодательством, действующим в странах - участницах соглашений:

- Договор о товарообороте и платежах между СССР (Россией) и Японией (1991), Финляндией (1989), Болгарией (1990);

- Протокол об урегулировании расчетов и платежей между Россией и КНР (1990);

2) клиринговые соглашения, предусматривающие взаимный зачет долгов и требований по внешнеэкономическим операциям между договаривающимися государствами без перевода валюты: договоры СССР с некоторыми государствами Европы, например, с Италией (до 1957 г.), с Францией (до 1960 г.), с Норвегией и Швецией (до 1965 г.) и др.;

3) платежно-клиринговые соглашения:

- Договор о товарообороте и платежах между СССР и Финляндией (1979 г.);

- Договор о товарообороте и платежах между Россией и Японией (1991 г.) и др.

III. Международные кредитные соглашения, т.е. межгосударственные договоры о предоставлении кредита (в том числе соглашения о синдицированном кредите) в определенной валюте или международной счетной единице (ЭКЮ, СРД), или о поставке товара в кредит:

- Соглашение об урегулировании задолженности государства Камбоджа перед СССР (Россией) по государственным кредитам (1991);

- Соглашение об урегулировании задолженности государства Лаос перед СССР (Россией) по государственным кредитам (1991);

- Соглашение о государственном кредите для поставок из КНР в СССР (Россию) товаров (1991);

- Соглашение в форме обмена письмами о кредитной гарантии для экспорта сельскохозяйственных товаров и продовольствия из Европейского сообщества в Советский Союз (1991) и др.

IV. Межгосударственные соглашения об инвестициях (капиталовложениях):

- Соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений, заключенные между СССР (Россией) и государствами: Испания (1990), Великобритания (1989), КНР (1990), Канада (1989), Нидерланды (1989), Финляндия (1989), Франция (1989), Германия (1989) и др.;

- Единый инвестиционный кодекс Андской группы стран;

- Сеульская конвенция об учреждении Международного агентства по гарантиям иностранных инвестиций (1985).

V. Международные соглашения об обеспечении финансовых обязательств субъектов международной финансовой деятельности:

- Конвенция ООН о международных переводных векселях и международных простых векселях (1988);

- Женевская конвенция об единообразном законе о переводном и простом векселе (1930);

- Женевская конвенция, разрешающая коллизии законов о переводных и простых векселях (1930);

- Женевская конвенция об единообразном законе о чеках (1931);

- Женевская конвенция о гербовом сборе в отношении переводных и простых векселей (1930);

- Брюссельская конвенция об унификации некоторых правил о коносаменте (1924);

- Брюссельский протокол к Брюссельской конвенции об унификации некоторых правил о коносаменте 1924 г. (1968);

- Конвенция о международной финансовой аренде (лизинге) (1988);

- Конвенция о международном финансовом представительстве (факторинге) (1990) и др.

VI. Межгосударственные налоговые соглашения, систематизирующие налогообложение субъектов международной деятельности и исключаяющие двойное налогообложение:

- Соглашение об избежании двойного налогообложения доходов и имущества между СССР (Россией) и Бельгией (1987) и др.

VII. Международные соглашения об экономическом сотрудничестве:

- Соглашение о партнерстве и сотрудничестве между Российской Федерацией и Европейским сообществом и его государствами-членами (1989);

- Соглашения о торговле и экономическом сотрудничестве между Российской Федерацией и государствами Гамбия (1991), Венгрия (1990), Катар (1990), ОАЭ (1990);

- Соглашение между Правительством и Центральным банком Российской Федерации и Правительством и Национальным банком Республики Казахстан о взаимных обязательствах и взаимной поддержке в связи с введением национальных денежных знаков Республикой Казахстан (1993) и др.

VIII. Иные международные соглашения об отношениях имущественного и неимущественного характера, возникающих при функционировании субъектов международной финансовой деятельности, а также о порядке рассмотрения споров между ними:

- Венская конвенция ООН о договорах международной купли-продажи товаров (1980);

- Нью-Йоркская конвенция об исковой давности в международной купле-продаже товаров (1974), Венский протокол об изменении Конвенции об исковой давности в международной купле-продаже товаров (1980);

- Типовой закон ЮНСИТРАЛ о международном торговом арбитраже (1985);

- Европейская конвенция о внешнеторговом арбитраже (1961);

- Вашингтонская конвенция о порядке разрешения инвестиционных споров между государствами и иностранными лицами . (1965);

- Арбитражный регламент ЮНСИТРАЛ (1976);

- Арбитражный регламент Европейской экономической комиссии ООН (1966);

- Гагская конвенция об облегчении международного доступа к судам (1980);

- Брюссельская конвенция о судебной подсудности и исполнении судебных решений по гражданским и торговым делам (1968);

- Гаагская конвенция о гражданском процессе (1954);
- Гаагская конвенция о предоставлении судебных и внесудебных документов (1965);
- Гаагская конвенция о доказательствах (1970);
- Нью-Йоркская конвенция о признании и приведении в исполнение арбитражных решений (1958);
- Регламент Арбитражного суда Международной торговой палаты (1975; с изменениями 1988 г.) и др.

Несмотря на то, что международные соглашения, касающиеся международной финансовой деятельности, можно гармонизировать, следует отметить наличие некоторых проблем в отношении эффективности их действия.

Во-первых, международные соглашения (даже если последние не находятся в противоречии с нормами *jus cogens*) разделяются по степени эффективного действия в зависимости от государственного органа (президент, правительство, государственные ведомства и т.д.), от имени которого исходила воля по поводу действия соглашения: в частности, в США, согласно распространенной точке зрения, ратифицированные международные договоры и не подлежащие ратификации исполнительные соглашения, подписываемые от имени президента, имеют одинаковую юридическую силу по сравнению с иными международными соглашениями. Данная точка зрения распространяется также на действие международных обычаев, которые на основании ст.38 Статута Международного суда также являются основными источниками (средствами) достижения универсальности регулирования международных экономических и финансовых отношений, поскольку восполняют пробелы конвенционного регулирования международных отношений.

Во-вторых, сфера действия международных норм может быть ограничена в зависимости от региона, в котором признано ее действие.

В-третьих, эффективность действия международных норм, на которые могут ссылаться субъекты международной финансовой деятельности, может быть ограничена их различным статусом по отношению к системе внутреннего права различных государств:

- в одних государствах (Нидерланды, Бельгия, Люксембург) международный договор имеет исключительное верховенство над национальным правом в целом, включая конституцию;
- в других государствах (Франция, Испания, Швейцария, Португалия, Греция, Болгария, Кипр, Хорватия, Словения) признается верховенство международных договоров только по отношению к национальным законам;
- в третьих государствах (Германия, Австрия, Дания, Финляндия, Венгрия, США, Ирландия, Италия, Швеция, Великобритания, Турция, Норвегия, Исландия, Лихтенштейн, Сан-Марино, Румыния, Албания, Польша, Литва) международные договоры имеют силу национального закона;
- в иных государствах (Австрия, Швеция, Дания, Ирландия, Германия, Греция) при реализации относительно важных для государства международных договоров компетентные органы государства имеют право на трансформацию международного договора в национальную систему права посредством нормативного акта, т.е. международный договор в таких случаях подчинен национальному законодательству.

В-четвертых, эффективность действия международных норм может быть снижена в результате не единообразного их образования, т.е. в том случае, если государство заявляет о каких-либо оговорках относительно действия международных норм.

В-пятых, при реализации международных договоров, особенно при рассмотрении споров, связанных с их действием, возникают вопросы политического характера, которые имеют существенное значение для субъектов международной финансовой деятельности: в частности, согласно "доктрине политического вопроса" (США), в сферу компетенции национальных судебных органов не входят функции, относящиеся к сфере деятельности законодательной и исполнительной власти национального государства (в том числе национального банка), - соответственно суды не имеют права не только рассматривать споры между субъектами международной финансовой деятельности (особенно в области публичных финансов), например по синдицированным кредитам, займам, инвестициям и т.п., но и толковать положения международных договоров, в которых участвуют государственные органы США (президент, правительство, Федеральная резервная система, государственные ведомства).

Самоограничительные функции суда существуют не только в США, но и во Франции, Германии, Англии и некоторых других странах.

Хотя "доктрина политического вопроса" связана с действием публичных норм в международном праве, все-таки не отрицается влияние этой доктрины на характер действия частных экономико-правовых норм. Об этом свидетельствует следующий пример: в 1976 г. консорциум международных банков предоставил крупный кредит банкам Коста-Рики. В связи с тем что выплата долгов не состоялась в результате введения моратория в соответствии с законодательством Коста-Рики, суд вынес решение в пользу консорциума, поскольку право штата Нью-Йорк рейшментировало кредитное соглашение. Однако апелляционный суд в 1984 г. пересмотрел решение суда первой инстанции, мотивировав это тем, что действия государства Коста-Рика по поводу запрещения платежей по иностранным долгам соответствуют праву и политике США, как последняя сформулирована президентом и правительством. В 1985 г. решение апелляционного суда было пересмотрено (отменено) на том основании, что исполнительная власть США, принявшая участие в процессе, заявила об ошибочной позиции апелляционного суда относительно истолкования политики США: теперь законы Коста-Рики стали несовместимыми с правом и политикой США.

Как видим, международному сообществу следует предпринять важные шаги к тому, чтобы именно международное право (соответственно, международные судебные органы) регламентировало очевидные противоречия в межнациональных экономико-правовых системах, поэтому, вероятно, правильно, если государства признают доминирующие позиции международных норм по сравнению с нормами национальными.

Специалисты финансово-кредитных институтов должны также помнить о том, что общепризнанные нормы и принципы международного права, а также международные договоры с участием Российской Федерации являются частью правовой системы Российской Федерации (ст. 15 Конституции 1993 г.) и могут быть использованы в судебной-арбитражной практике.

Международный обычай - это правило поведения, сложившееся в результате постоянной реализации международной практики, признанное субъектами международного права в качестве международно-правовой нормы. В сфере международных публичных финансов международные обычаи практически не используются.

РЕЗЮМЕ

Основные принципы и нормы международного права оказывают существенное влияние на функционирование международных публичных финансов. Не имеется устойчивой системы кодифицированных норм международного права, применимых к системе международных публичных финансов. В области международных валютно-кредитных отношений, как правило, применяются международные договоры и конвенции; судебная практика при возникновении международных публичных споров в финансовой сфере крайне неустойчива и нуждается в регламентации согласно нормам международного права.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Охарактеризуйте сущность современного международного права.
- 2) Опишите нормы и источники международного финансового права.
- 3) Определите систему международных договоров в области международных публичных финансов.
- 4) Какова эффективность действия международных соглашений?
- 5) Что такое "доктрина политического вопроса"?

РАЗДЕЛ IX. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПУБЛИЧНЫХ ФИНАНСОВ

Международные организации, как межправительственные, так и неправительственные, оказывают определенное влияние на развитие международных финансовых рынков. Выражая волю государств, межгосударственные организации в пределах полномочий, зафиксированных в учредительных документах, наряду с государствами регламентируют статус субъектов мировых финансовых рынков и регулируют международные валютно-кредитные отношения.

В настоящем разделе (глава 20) рассматриваются статус международных организаций, проблемы, связанные с правовым регулированием и экономическим обеспечением отношений в сфере их деятельности, и в первую очередь в области международных публичных финансов. Дается анализ нормативных актов международной организации, их юридической силы, соотношения их действия с нормами национального и международного права. Производится объяснение принципа действия нормативных актов Международной торговой палаты в международной и национальной публичных сферах.

В главе 21 определяется порядок образования и функционирования международных финансовых организаций, объясняются особенности их деятельности, констатируется роль МВФ и МБРР в системе международных публичных финансов, рассматривается позитивное взаимодействие России и международных финансовых организаций.

Глава 20. Международная организация как субъект международных валютно-кредитных отношений

ЦЕЛИ

- Дефинировать международную организацию.
- Классифицировать международные организации.
- Определить статус нормативных актов международной организации, их юридическую силу, соотношения их действия с нормами национального и международного права.
- Объяснить действие нормативных актов Международной торговой палаты в международной и национальной публичной сферах.
- Регламентировать использование международных обычаев.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

Межгосударственная организация	Международный обычай
Международная неправительственная организация	Решение (постановление, резолюция) международной организации
Международная организация	Юридическая сила решений международной организации

1. СТАТУС И КЛАССИФИКАЦИЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

Международная организация - *это объединение суверенных государств (в ЮНЕСКО наряду с суверенными государствами участвуют самоуправляемые территории, которые имеют особый правовой статус и называются ассоциированными членами), созданное на основе международного договора и устава (ЮНЕП, ЮНИДО, ЮНКТАД были созданы в порядке исключения на основе резолюции Генеральной Ассамблеи ООН) для выполнения определенных целей (цель определяет правомерность организации, ее компетенцию в определенном виде деятельности, организационный механизм), имеющее систему постоянно действующих органов, обладающее международной правосубъектностью (способность иметь права (обязанности) или приобретать их посредством своих действий: например, право на заключение договоров, вправо на привилегии и иммунитеты, право на представительство при организации государств-членов и т.д.) и учрежденное в соответствии с международным правом (т.е. учредительные документы международной организации и ее деятельность должны соответствовать общепризнанным принципам и нормам международного права, и в первую очередь принципам *jus cogens*, согласно значению, подразумеваемому ст.53 Венских конвенций о праве международных договоров 1969 и 1986 гг.).*

Классификация международных организаций может быть проведена по следующим признакам: юридическая природа организаций; масштаб деятельности организаций; предмет деятельности организаций.

Можно выделить следующие виды международных организаций.

1. Межгосударственные универсальные организации, цель и предмет деятельности которых представляют интерес для всех государств мира.

а) Организация Объединенных Наций (главные органы: Генеральная Ассамблея, Совет Безопасности, Экономический и социальный Совет (ЭКОСОС), Совет по опеке, Международный суд и Секретариат) преследует следующие цели:

- поддерживать Международный мир и безопасность и с этой целью принимать эффективные коллективные меры для предотвращения и устранения угрозы миру и подавления актов агрессии или других нарушений мира; улаживать или разрешать в соответствии с принципами справедливости и международного права международные споры или ситуации (в том числе в области международных финансов), которые могут привести к нарушению мира;

- развивать дружественные отношения между нациями на основе уважения принципа равноправия и самоопределения народов, а также принимать другие соответствующие меры для укрепления всеобщего мира;

- быть центром для согласования действий в достижении этих общих целей;

б) Специализированные учреждения ООН, являющиеся самостоятельными международными организациями. Прямое или косвенное отношение к международным валютно-кредитным отношениям имеют: Международный валютный фонд (МВФ), Международный банк реконструкции и развития (МБРР), Международная финансовая корпорация (МФК), Международная ассоциация развития (МАР).

2. Межгосударственные организации регионального характера. Создаются государствами одного географического региона по любым вопросам, в том числе вопросам экономического и финансового характера (например, Лига арабских государств, Организация африканского единства, Европейский союз и т.д.).

3. Международные неправительственные организации (МНПО). В резолюции ЭКОСОС от 27 февраля 1950 г. содержится следующее определение организаций подобного рода: "Любая международная организация, не учрежденная на основании межправительственного соглашения, считается неправительственной организацией". Международные неправительственные организации, в отличие от межгосударственных (межправительственных) организаций, не являются субъектами международного (публичного) права, однако такие организации осуществляют свою деятельность в национальной, региональной и международной системе отношений межгосударственного или иного характера и имеют статус юридического лица. Безусловно, их деятельность оказывает определенное влияние на политику государств и международных (межгосударственных) организаций в области финансовых и валютно-кредитных отношений.

К 1914 г. существовало немногим более 200 международных неправительственных организаций, в 1977 г. из 4500 международных организаций более 3500 были международными организациями неправительственного характера, в 1988 г. насчитывалось уже более 5000 международных неправительственных организаций, а в настоящее время их количество превысило 7000 (около 900 организаций имеют консультативный статус в ООН и ее специализированных учреждениях и прямо или косвенно воздействуют на процесс принятия решений, касающихся предмета их деятельности).

2. ЮРИДИЧЕСКАЯ СИЛА НОРМАТИВНЫХ АКТОВ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

К источникам международного (публичного) права также следует относить обязательные нормативные резолюции международных организаций.

Вопрос об юридической силе постановлений, принимаемых органами международной организации, устанавливается ее учредительным актом. Отдельные постановления органа международной организации могут иметь ту или иную силу для членов этой организации. Постановления, принимаемые органами организации, не одинаковы по своей природе: они обыкновенно в зависимости от их обязательной силы подразделяются на два вида - решения, обладающие обязательной юридической силой, и рекомендации.

Первые принимаются по процедурным вопросам (например, принятие правил процедуры, утверждение бюджета организации, распределение средств по направлениям деятельности, расходов между членами, прием в члены организации, исключение из членов, выборы в органы и т.п.).

Во всех международных организациях (межгосударственных и неправительственных) решения, принимаемые по таким вопросам, обязательны для государств-членов. Что же касается постановлений, которые принимаются по уставным вопросам деятельности международной организации, касающимся отношений государств-членов с организацией или государств между собой согласно предмету деятельности международной организации, их юридическая сила зависит от характера международной организации (например, рекомендации Генеральной Ассамблеи ООН в адрес ЭКОСОС, согласно ст.66 Устава ООН, имеют характер обязательных указаний), а также от волеизъявления государств по поводу признания данных постановлений международных организаций в качестве обязательных для исполнения, т.е. имеющих статус международно-правовой или иной нормы.

Юридическая обязательность резолюций международной организации может быть также зафиксирована в нормах национального права.

Рекомендации международных организаций имеют меньшую юридическую силу по сравнению с международно-правовыми или национальными нормами. Особенно это касается резолюций различных неправительственных международных организаций: постановления этих организаций имеют рекомендательный характер для субъектов международного или национального права (исключение: указанные постановления, согласно учредительным документам международной организации, могут иметь обязательную силу непосредственно для членов организации, которыми в соответствующих случаях могут быть юридические или физические лица), однако финансово-кредитные институты и даже государства и (или) межгосударственные организации могут использовать их для публичного воздействия на те органы и организации, которые препятствуют их деятельности или иным образом нарушают права, с целью принятия позитивных решений.

Несмотря на то что стандарты международных организаций в основном имеют характер рекомендаций, государства, государственные органы, должностные лица и т.д. могут быть подвергнуты моральному осуждению в случае отказа от реализации рекомендаций международных организаций. В рекомендациях органов международной организации выражается ее позиция, воля и оценка поведения государств: рекомендация, одобряющая политику определенной категории лиц, облегчает проведение этой политики; и наоборот, рекомендация, противоречащая интересам каких-либо лиц или государства, затрудняет ее проведение. Государство и должностные лица, как правило, обязаны оправдываться, почему они не выполняют рекомендаций международной организации (которые формируются под воздействием основных и специальных принципов и норм международного права).

Государство-член международной организации, а также иные лица не могут уклониться от исполнения рекомендаций международной организации, потому что они, во-первых, обычно исходят от опытных и компетентных международных организаций (в подготовке решений которых принимали участие и согласовывали свою волю большинство государств-членов в лице экспертов научно-исследовательских международных и национальных институтов и в лице уполномоченных представителей правительств, а также иные межправительственные и неправительственные международные организации); во-вторых, относятся к вопросам обеспечения и защиты национальных и международной валютно-кредитных систем, а также международного и национальных обществ.

Нормативные акты Международной торговой палаты. Следует отметить некоторые документы, в которых Международной торговой палатой (МТП) кодифицированы нормы обычного права (включая деловые обыкновения), касающиеся международной деятельности финансово-кредитных институтов и применяемые также в сфере международных публичных финансов:

- Унифицированные правила по инкассо (публикация МТП № 322; 1978);
- Унифицированные правила по договорным гарантиям (публикация МТП № 325; 1978);
- Унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов (публикация МТП № 400; 1983);
- Международные правила толкования торговых терминов (публикация МТП № 460; 1990);
- Унифицированные правила для гарантий по первому требованию (публикация МТП № 458; 1992).

Указанные нормативные акты МТП (своды единообразных правил) имеют значение лишь рекомендаций, применение которых носит факультативный характер, хотя они частным образом кодифицируют обычаи, существующие в международной финансовой и банковской практике. Ис-

ключения представляют случаи, когда стороны выразили согласие по поводу обязательности их действия. Вместе с тем следует указать, что не все приведенные своды единообразных правил имеют одинаковое действие в различных государствах. Так, отметим следующее:

- унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов применяются более чем в 175 государствах. Их юридическая сила в Италии, США, Германии и Франции признается равной непосредственно международным обычаям, даже если в договоре не имеется обязательного указания на это (исключение составляет Великобритания);

- иные унифицированные правила и обычаи имеют меньшее распространение и не вызывают сомнений относительно юридической силы их действия.

Безусловно, следует различать действие международных финансовых и банковских обычаев и нормативных актов международных организаций: первые обязательны для применения всеми субъектами международной финансовой деятельности и имеют одинаковую юридическую силу наравне с международными договорами.

Вместе с тем статус международных обычаев по отношению к нормам национального права еще более не однозначен по сравнению с международными договорами: одни государства (Германия, Италия, Сан-Марино, Греция, Швейцария, Болгария, Португалия, Албания, Словения) прямо или косвенно признают верховенство международных обычаев над всеми национальными законами; другие государства (Великобритания, США, Швеция, Финляндия, Люксембург и т.д.) предоставляют национальным законам более высокий статус, чем международным обычаям.

Рассматриваемую дилемму можно разрешить только в том случае, если регламентировать статус международного обычая в императивных нормах общего международного права.

РЕЗЮМЕ

Международная организация представляет собой межгосударственное формирование, способное выполнять функции по регулированию отношений в сфере международных публичных финансов, если нормативные акты международной организации будут нормативны. Эффективное совершенствование как самих норм, так и системы норм, регламентирующих международную финансовую деятельность, позволит снизить затраты финансово-кредитных институтов и иных субъектов международных валютно-но-кредитных отношений при осуществлении их деятельности на международных финансовых рынках, уменьшить их совокупные риски и соответственно увеличить их прибыльность. Единая регламентация международных норм в исследуемой сфере предполагает внесение стабильности в развитие международной валютной системы и международных экономических отношений.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Определите статус международной организации в сфере международных публичных финансов.
- 2) Каким образом можно классифицировать международные финансовые организации?
- 3) Приведите примеры нормативных актов международных организаций.
- 4) Какова юридическая сила нормативных актов Международной торговой палаты?

Глава 21. Международные финансовые организации

ЦЕЛИ

- Определить статус международных финансовых организаций, а также порядок их образования и функционирования.
- Объяснить особенности деятельности международных финансовых организаций.
- Регламентировать международные финансовые организации по сфере действия.
- Констатировать позитивную роль МВФ и МБРР в системе международных публичных финансов.
- Выявить объективную необходимость взаимодействия России и международных финансовых организаций.

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕРМИНЫ И КОНЦЕПЦИИ

СДР - специальные права
заимствования
Система финансирования
развития сырьевых ресурсов
Совместное финансирование
Срочная помощь

Фонд компенсационного
финансирования и финанси-
рования в случае непредви-
денных обстоятельств
Фонд системной
трансформации
Фонд структурной адаптации

Международные и региональные валютно-кредитные и финансовые организации - это институты, созданные на основе межгосударственных соглашений в целях регулирования международных экономических отношений, в том числе валютно-кредитных и финансовых. К ним относятся: Банк международных расчетов, Международный валютный фонд, Всемирный банк, Международная ассоциация развития, Международное агентство по инвестиционным гарантиям и др., а также региональные банки развития, валютно-кредитные и финансовые организации ЕС.

1. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Международный валютный фонд (МВФ; International Monetary Fund - IMF) - специализированное учреждение ООН - создан в 1945 г. после ратификации Соглашения, разработанного на Конференции Организации Объединенных Наций по валютно-финансовым вопросам в Бреттон-Вудсе (1944 г.) и вступившего в силу 27 декабря 1945 г. МВФ начал функционировать в 1946 г. Местопребывание МВФ - Вашингтон (США).

Одной из задач МВФ по упорядочению валютных курсов в соответствии с Бреттон-Вудскими соглашениями было урегулирование и поддержание устойчивости паритетов валют стран-членов, выраженных в золоте или долларах. Страны не имели права изменять паритеты своих валют более чем на 10% без санкции МВФ, а также допускать при проведении операций отклонения от паритета сверх $\pm 1\%$ (с декабря 1971 г. - сверх $\pm 2,25\%$).

Согласно Уставу МВФ, государства-члены должны были на базе фиксированных курсов валют вводить их обратимость по текущим международным операциям и проводить политику по полному устранению валютных ограничений. На практике эти положения не могли быть выполнены многими странами (валютные ограничения отменены лишь в 60 странах).

Межгосударственное регулирование валютных отношений через МВФ не смогло предотвратить нарастания противоречий Бреттон-Вудской валютной системы в начале 70-х гг., что привело к подрыву ее принципов и трансформации: в 1973 г. страны-члены МВФ отменили фиксированные паритеты и валютные курсы и ввели режим плавающих валютных курсов, юридически закреплённый серией поправок к Уставу МВФ, принятых 1 апреля 1978 г. В соответствии с изменённым Уставом МВФ был заменён порядок валютного регулирования Фонда: вместо права регулировать валютные паритеты установлено право "наблюдения" за функционированием мировой валютной системы и состоянием валютных курсов.

Устав МВФ изменялся в 1969 г. (с введением СДР), в 1976- 1978 гг. (с ликвидацией Бреттон-Вудской валютной системы и созданием Ямайской валютной системы) и в ноябре 1992 г. (с включением санкции - приостановлением права голосования - по отношению к государствам, не погасившим свою задолженность перед МВФ).

Цели МВФ:

- поощрение международного сотрудничества в области валютной политики;
- способствование сбалансированному росту в области валютной политики;
- способствование сбалансированному росту мировой торговли для стимулирования и поддержания высокого уровня занятости и реальных доходов, для развития производственного потенциала всех государств-членов в качестве главной цели экономической политики;
- поддержание стабильности валют и упорядочение валютных отношений между государствами-членами, а также воспрепятствование девальвации валют из соображений конкуренции;

- участие в создании многосторонней системы платежей, а также устранение ограничений на трансфер валюты;
- предоставление средств для ликвидации несбалансированности платежных балансов государств-членов.

Функции МВФ:

- соблюдение согласованного кодекса поведения (тесное сотрудничество в вопросах международной валютной политики и межгосударственного платежного оборота);
- финансовая помощь для преодоления дефицита платежного баланса;
- консультирование и сотрудничество.

Принципы МВФ:

- запрет на манипуляции валютным курсом или международной валютной системой для уклонения от урегулирования;
- обязательство проведения (в случае необходимости) интервенций на валютных рынках для прекращения валютного кризиса;
- обязательство каждой страны учитывать в своей политике интервенций интересы своих партнеров, в особенности тех, в валюте которых она осуществляет свои интервенции.

Членство в МВФ

В настоящее время насчитывается 181 государство-член МВФ. Членство открыто для государств в устанавливаемые МВФ сроки и на определяемых МВФ условиях. Новыми членами являются Болгария, Намибия, Швейцария, Россия (июнь 1992 г.), Эстония, Латвия, Литва, Албания, Молдавия, Казахстан, Армения, Белоруссия, Киргизия и Маршалловы острова. Среди кандидатов на вступление - Сан-Марино, Узбекистан, Таджикистан и Украина.

Организационная структура МВФ

Высшим руководящим органом МВФ является Совет управляющих, состоящий из представителей стран-членов (обычно ответственного за проведение валютной политики министра или главы центрального банка вместе с заместителем), назначенных на 5 лет. В ведение Совета входят: изменение статей Соглашения, прием и исключение государств-членов, определение и пересмотр величины их долей в капитале, выборы исполнительных директоров. Совет управляющих собирается один раз в год и обычно принимает решения по вопросам, которые согласно Уставу не могут быть переданы другому органу. За исключением ряда полномочий (определение условий и прием новых членов, пересмотр квот, изменение валютных паритетов и др.), Совет управляющих может делегировать исполнение своих задач Исполнительному совету. Совет управляющих принимает решения простым большинством голосов, а по наиболее важным вопросам (экономическим и политическим) - квалифицированным большинством (70 или 85% от голосов членов).

Совет управляющих может учредить новый постоянный орган управления - Совет на уровне министров для регулирования контроля за мировой валютной системой и ее приспособлением к меняющимся условиям. Но он еще не создан и его функции выполняет Временный комитет, состоящий из 24 членов. Временный комитет собирается на заседания дважды в год и постоянно консультирует Совет управляющих по регулированию платежных балансов, обеспечению международной ликвидности, принципам использования ресурсов МВФ, принятию мер, направленных на смягчение кризисных ситуаций в мировой валютной системе, и т.д.

Исполнительный совет (Директорат) отвечает за текущие дела МВФ. Семь из 24 исполнительных директоров назначаются странами с наибольшими квотами (Германия, Великобритания, Китай, Франция, Саудовская Аравия, США и Япония), остальные избираются управляющими от других стран с соблюдением принципов регионального представительства. Назначение и выборы производятся раз в два года. Заседания Исполнительного совета проходят несколько раз в неделю под председательством директора-распорядителя. Как правило, Директорат принимает решения, основываясь на материалах и докладах, которые подготовлены административным аппаратом. Формально все должностные лица МВФ подчиняются только руководящим органам фонда, и правительства государств-членов не имеют права оказывать на них давления.

Директорат назначает директора-распорядителя (по традиции это представитель Европы), который не может быть ни управляющим, ни исполнительным директором. Директор-распорядитель председательствует в Директорате (без права голоса, за исключением случаев, когда голоса разделяются поровну) и возглавляет административный аппарат фонда.

В функции директора-распорядителя входят ведение текущих дел и назначение должностных лиц МВФ: своего заместителя, секретаря, казначея, заведующих отделами, генерального советника юридического отдела, заведующих административной службой и европейской штаб-квартирой фонда (в Париже).

Взаимодействие МВФ с государствами-членами производится через региональные отделы: Африканский, Европейский I, Европейский II, Среднего Востока, Центральной Азии, Юго-Восточной Азии и Тихоокеанского региона. В МВФ имеются отделы центральных банков, валютных и торговых отношений, по бюджетно-налоговым вопросам, правовой и исследовательский. В аппарате МВФ заняты 2300 сотрудников, 50% из которых - женщины. Это главным образом экономисты, специалисты по налогам, статистике, финансам и филологии.

Организационная структура аппарата МВФ постоянно развивается из-за целевых установок и функций МВФ, которые определяются трансформацией мировой экономики и международных валютно-финансовых отношений.

Уставный фонд МВФ и заемные средства

Уставный фонд МВФ образуется за счет взносов государств-членов в соответствии с установленной для каждого из них квотой. Квоты служат для определения объема финансового взноса каждого члена; размеров кредитов в МВФ, которые пропорциональны квоте; определения количества голосов, имеющихся у той или иной страны, и соответственно ее возможности воздействовать на политику этой организации. Величина квоты зависит от уровня экономического развития страны и ее роли в мировой экономике и международной торговле. Квота рассчитывается на основе таких показателей, как ВВП, объем экспорта и импорта, величина золотовалютных резервов и т.д. (табл. 21.1).

В 1947 г. в Фонд входили 49 стран, и общая сумма квот (капитал МВФ) составляла 7,7 млрд. дол. (наибольший размер квот имели США, Великобритания, Франция, Китай и Индия). В настоящее время оплаченный капитал достигает 120 млрд. дол. (90 млрд. СДР; 56,6 млрд. дол. оплачено золотом), причем он скоро должен увеличиться до 180 млрд. дол. (СДР = 1,2 дол. США). Из этой суммы 2/3 принадлежат промышленно развитым странам, в том числе США (19,6%), Германии и Японии - по 6,1%, Франции и Великобритании - по 5,48%, Италии - 3,4%, Канаде - 3,2%, Нидерландам - 2,55%, а 1/3 - развивающимся странам, составляющим 4/5 членов Фонда.

Таблица 21.1. Десять стран-членов МВФ с наиболее крупными квотами на 1996 г.

Страны	Размер квот (млн. СДР)	В % к общему количеству
Все страны	145318,8	100,0
Промышленно развитые	88425,2	60,9
США	26526,8	18,3
Япония	8241,5	5,7
Германия	8241,5	5,7
Франция	7414,6	5,1
Великобритания	7414,6	5,1
Саудовская Аравия	5130,6	3,5
Италия	4590,7	3,2
Канада	4320,3	3,0
Российская Федерация	4313,1	3,0
Китай	3385,2	2,3

Примечание. Величина квоты должна пересматриваться каждые пять лет.

Исходя из размеров квот, распределяются голоса между государствами в руководящих органах МВФ. Каждое государство располагает 250 голосами плюс один голос на каждые 100 000 СДР ее квоты. В итоге 59,6% всех голосов принадлежит США (17,7%) и странам ЕС (Германия и Япония - по 5,5%, Франция и Великобритания - по 4,9%, Италия - 3,1%), а 40,4% - иным странам, которые составляют 86% от общего количества членов МВФ. Россия имеет 2,9% голосов.

Устав МВФ предусматривает, что в дополнение к собственному капиталу, являющемуся главным источником финансирования, Фонд может использовать также заемные средства. МВФ может делать заем как у государств и международных организаций, так и на мировом финансовом рынке. До настоящего времени МВФ получал международные кредиты от казначейств и центральных банков стран-членов, БМР, Швейцарии (не являвшейся до мая 1992 г. членом МВФ), а также Валютного агентства Саудовской Аравии. МВФ еще не пользовался услугами частных кредиторов.

В январе 1962 г. в Париже МВФ и десять государств - Бельгия, Великобритания, Италия, Канада, Нидерланды, США, Германия, Франция, Швеция и Япония, - образовавшие "группу 10", заключили Генеральное соглашение о займах (General Arrangements to Borrow - GAB). Оно предусматривает предоставление МВФ на постоянно возобновляемой основе займы дополнительных резервных средств на сумму до 6 млрд. дол. в национальных валютах стран-участниц. Средства выдаются в том случае, если они нужны для предотвращения или решения проблем в международной валютной системе. МВФ, в свою очередь, мог предоставлять средства, полученные от одних стран-участниц соглашения, займы на 3-5 лет другим странам-участницам. Доли пяти наиболее крупных вкладчиков GAB (в млн. СДР): США - 4250 (25%), Германия - 2380 (14%), Япония - 2125 (12,5%), Великобритания и Франция - по 1700 (10%). GAB было пролонгировано до 25 декабря 1998г. в объеме 17 млрд. СДР.

Кредитная деятельность МВФ

МВФ за счет собственных или привлеченных ресурсов предоставляет кредиты в иностранной валюте или СДР для выравнивания платежных балансов стран-членов. Кредитные операции осуществляются только с официальными органами стран-членов Фонда: казначействами, центральными банками, валютными стабилизационными фондами. Кредиты предоставляются в форме продажи МВФ иностранной валюты на национальную (или предоставления СДР), а их погашение, наоборот, производится в форме выкупа страной-заемщиком национальной валюты на иностранную (или возвращения СДР). Задолженность заемщика автоматически уменьшается, если его национальная валюта в МВФ покупается какой-либо другой страной.

Политика МВФ по отношению к отдельным странам-членам и механизмы их финансовой поддержки различаются не только по природе макроэкономических и структурных проблем отдельных стран, но и по условиям, необходимым для получения кредитов МВФ.

Обычные механизмы кредитования

МВФ предоставляет средства своим членам для преодоления временных трудностей платежного баланса в пределах года (с возможностью продления до 4-5 лет) равными кредитными траншами (табл. 21.2).

Таблица 21.2. Кредиты МВФ

Период	В млрд. СДР	В %
1947 – 1961	6,2	5,1
1962 – 1976	35,0	28,6
1977 – 1991	81,0	66,3
<i>Всего</i>	122,2	100,0

Размеры этих кредитов ограничиваются следующими условиями: национальная валюта страны-заемщика не должна увеличиваться в МВФ более чем на 25% от квоты в течение года и в общем объеме превышать 200% от квоты. С 1981 г. процентные ставки по этому виду кредита определяются в течение каждого финансового года на базе оценок доходов, расходов и т.д.

Специальные механизмы кредитования

В рамках Фонда системной трансформации (Systemic Transformation Facility) МВФ предоставляет странам, испытывающим трудности в торговой и платежной системах в связи с переходом к рыночной экономике, кредиты на срок до 3 лет сверх обычных кредитов до 140% от квоты. Их погашение производится в течение 4-10 лет (табл. 21.3).

Таблица 21.3. Распределение кредитов МВФ (в %)

Страны	1947 - 1976	1977 - 1991
Промышленно развитые	60,6	7,9
Развивающиеся	39,4	92,1

В рамках Фонда компенсационного финансирования и финансирования в случае непредвиденных обстоятельств (Compensatory and Contingency Financing Facility) МВФ предоставляет финансирование до 3-5 лет государствам-членам в случае понесения ими убытков при экспорте, значительном увеличении мировых цен и т.д., если эти убытки носят временный характер и не обусловлены действиями государств; при необходимости поддержания темпов реформ, проводимых в соответствии с одобренными МВФ соглашениями.

С помощью системы финансирования развития сырьевых ресурсов (Buffer Stock Financing Facility) МВФ может предоставлять финансовую помощь для восстановления запасов сырья в связи с неблагоприятной конъюнктурой на мировых рынках на срок до 3-5 лет.

Срочную помощь (emergency assistance) МВФ предоставляет путем закупки товаров стран, платежный баланс которых испытывает значительные трудности в результате стихийных бедствий.

В пределах фонда структурной адаптации (Structural Adjustment Facility) и расширенного фонда структурной адаптации (Enhanced Structural Adjustment Facility) МВФ предоставляет возможность оказывать помощь для проведения структурных реформ в развивающихся странах с низкими доходами, а также для реализации среднесрочных макроэкономических программ.

Техническую помощь МВФ оказывает при Институте МВФ (1964 г.), в котором организуются курсы и семинары по повышению квалификации государственных служащих из стран-членов МВФ.

Одной из форм межгосударственного валютного и кредитного регулирования является создание специальных фондов путем заимствования ресурсов. Роль МВФ заключается в посредничестве при получении нуждающимися странами средств от стран-кредиторов и установлении контроля над страной-заемщиком в области ее валютно-финансовой политики. Так, для расширения помощи развивающимся странам в МВФ были сформированы "Доверительный фонд" (1976-1981 гг.), финансируемый средствами от продажи золота на золотых аукционах; Генеральное соглашение о займах, заключенное с промышленно развитыми странами и странами ОПЕК (середина 70-х гг.); "Нефтяной фонд" (1974-1976 гг.), образованный главным образом за счет средств нефтедобывающих стран для выдачи кредитов странам-импортерам нефти для покрытия дефицита платежного баланса; Фонд Виттевеена (1979-1981 гг.), предназначенный для кредитования стран с дефицитом платежных балансов и исчерпавшим возможности получения обычных ссуд в МВФ, и др.

С момента организации МВФ как кредитор играл скромную роль. С конца 70-х гг. МВФ переориентировал свою деятельность на выравнивание платежных балансов развивающихся стран, а с начала 80-х гг. - на урегулирование их внешней задолженности (табл. 21.4).

Таблица 21.4. Распределение задолженности перед МВФ

Регион	Количество должников	Сумма долга (млн. дол.)
Африка	41	10 505

Азия	11	8054
Европа	22	14 523
Ближний Восток	3	622
Западное полушарие	20	25 136
Весь мир	97	58 840

Примечание. Основными должниками на 1996 г. состояли 97 стран с общей суммой долга в 37,7 млрд. СДР (58,8 млрд. дол.). Пять главных заемщиков должны МВФ (Мексика, Россия, Аргентина, Индия, Венесуэла) 32,4 млрд. дол., что составляет 55% от общей суммы долга всех стран. Россия должна 11% от общей суммы долга.

Происходит повышение роли МВФ как координатора международных кредитов и гаранта платежеспособности стран-должников. Заключение страной-должником кредитного соглашения с

МВФ, главным элементом которого являются определенные экономические и политические условия (так называемый обусловленный кредит МВФ), предъявляемые данной стране Фондом в форме программы стабилизации экономики, служит для банков-кредиторов гарантией платежеспособности, достаточной для отсрочки погашения долгов и предоставления этой стране новых кредитов. Отказ страны выполнить условия МВФ закрывает ей доступ к мировому рынку капиталов и, напротив, даже небольшой заем Фонда дает стране возможность полнить более крупный кредит в банках.

Страны-члены обязаны предоставлять МВФ информацию об официальных золотых запасах и валютных резервах, состоянии экономики, платежного баланса, денежного обращения, иностранных инвестициях и т.д. Членство в МВФ является обязательным условием при вступлении страны в Международный банк реконструкции и развития (МБРР) и для получения льготных кредитов Международной ассоциации развития.

В последние годы МВФ стремится к усовершенствованию схемы кредитования и ставит своей задачей упростить финансирование не только беднейших стран развивающегося мира (под номинальные процентные ставки), но и государств Центральной и Восточной Европы, а также СНГ. В связи с этим МВФ подвергается критике за попытки выполнять функции Всемирного банка. По мнению экспертов, МВФ должен сосредоточиться на международной валютной системе и проблемах регулирования макроэкономики, избегая дублирования функций Всемирного банка. Кроме того, Фонд не должен больше кредитовать промышленно развитые страны.

Россия и МВФ

В связи с вступлением стран бывшего СССР в МВФ для осуществления с ними взаимодействия в структуре Фонда в конце 1991 г. было специально создано новое крупное подразделение - Европейский департамент II. В него вошли созданные ранее в рамках Европейского департамента I четыре отдела и вновь учрежденный Балтийский отдел. В настоящее время эти отделы и сфера их деятельности таковы: Балтийский - страны Прибалтики; Восточный - государства Средней Азии и Казахстан; Западный - Белоруссия и Украина; Центральный - Российская Федерация и межреспубликанские учреждения; Южный - республики Закавказья и Молдавия (табл. 21.5). Директором департамента назначен англичанин Дж. Одлинг-Сми.

Таблица 21.5. Квоты 15 бывших республик СССР в МВФ

Страны	В соответствии с девятым пересмотром квот	
	в млн. СДР	в %
Азербайджан	117,0	0,08
Армения	67,5	0,05
Белоруссия	280,4	0,20
Грузия	111,0	0,08
Казахстан	247,5	0,17
Киргизия	64,5	0,04
Латвия	91,5	0,06
Литва	103,5	0,07
Молдавия	90,0	0,06

Россия	4313,1	3,00
Таджикистан	60,0	0,04
Туркменистан	48,0	0,03
Узбекистан	199,5	0,14
Украина	997,3	0,69
Эстония	46,5	0,03
<i>Всего</i>	6837,3	4,76

Россия вступила в МВФ 1 июня 1992 г. В ходе переговоров о вступлении России в МВФ обсуждалось предоставление ей квоты в 4%, но было не ясно, рассматривать ли товарообмен России с другими бывшими республиками СССР как ее внешнюю торговлю или нет. В соглашении была зафиксирована квота в 3% (6,8 млрд. дол.). Россия обязана внести средства в твердой валюте в размере 136,6 млн. дол. в течение 10 лет.

Программа международной финансовой помощи России и другим странам бывшего СССР от МВФ оценивается в 24 млрд. дол.

Вступление в МВФ позволяет России пользоваться значительными кредитами для финансовой поддержки мер по осуществлению экономических реформ и восстановлению равновесия торгового и платежного балансов. Россия по ныне действующим нормам имеет возможность получать валютные средства в Фонде в виде резервных кредитов в пределах 4,0 млрд. дол. (68% от квоты) вплоть до достижения максимального уровня в 17,7 млрд. дол., т.е. 350% от квоты. Фактические размеры этих кредитов определяются в ходе переговоров с Фондом, с учетом реальной экономической ситуации в стране и политики ее властей, и чаще всего оказываются ниже максимально оцениваемых величин.

В 1995 г. было согласовано предоставление России резервных кредитов МВФ на сумму, близкую к российской квоте. В марте 1995 г. было подписано соглашение между правительством, ЦБ России и МВФ, которое стало основанием для выделения кредитов поддержки и составило основу сотрудничества с МВФ на будущее.

МВФ считает определяющими следующие реформы в России: резкое снижение уровня инфляции (с 17 до 1% в месяц), ужесточение кредитно-денежной политики, замедление прироста денежной массы, сокращение вдвое бюджетного дефицита, упразднение основной массы налоговых льгот, перераспределение налогового бремени на топливно-энергетический комплекс, либерализация внешней торговли, сокращение разброса ставок импортных пошлин, завершение приватизации, ускорение проведения земельной реформы, создание и укрепление механизмов социальной защиты населения.

По кредитному соглашению Россия приняла на себя следующие обязательства:

- Центральный банк России поддерживает ставку рефинансирования на уровне, привязанном к ставке межбанковских кредитов;
- бюджетное кредитование производства правительством ведется в максимально ограниченном масштабе и по рыночным ставкам;
- осуществляется поквартальный и ежемесячный контроль за дефицитом консолидированного госбюджета, устанавливаются его квартальные предельные значения;
- развиваются региональные рынки государственных ценных бумаг, проводится мобилизация сбережений, в том числе населения;
- начинаются консультации по поводу обязательств, предусмотренных в статье VIII Устава МВФ, т.е. о введении свободной обратимости рубля по текущим операциям;
- валютные резервы будут удерживаться на достаточно высоком уровне и составят на конец финансового года не менее 11 млрд. дол.;
- в отношениях с основными кредиторами Россия будет добиваться среднесрочной реструктуризации внешнего долга под контролем и в тесном взаимодействии с МВФ;
- в перспективе будет установлен национальный режим для иностранных инвесторов, участвующих в денежной приватизации;
- в рамках либерализации внешней торговли должно быть достигнуто снижение средневзвешенной ввозной пошлины до 20% в 1998 г. и 15% к 2000 г., проведены консультации со Всемирной торговой организацией (ВТО).

МВФ и Россией согласован конкретный механизм постоянного взаимодействия: Россия регулярно предоставляет МВФ текущую информацию об экономической ситуации, для чего создана специальная экспертная группа из представителей Министерства финансов, Министерства экономики и Центрального банка РФ.

Кроме того, МВФ предоставляет России кредиты системной трансформации - на долю России приходится 60% (3,17 млрд. дол.) таких кредитов, предоставленных к 1996 г. странам с переходной экономикой. МВФ оценивает экономическую ситуацию в России с точки зрения целесообразности предоставления очередного кредита системной трансформации по следующим критериям: ограничение бюджетных расходов и обеспечение устойчивых доходов бюджета, жесткая кредитно-денежная политика, положительный уровень ставок рефинансирования и рынка межбанковских кредитов, неинфляционное по преимуществу финансирование бюджетного дефицита, в том числе на основе развития рынка государственных долговых инструментов; структурная и институциональная реформа, жесткая финансовая дисциплина для предприятий, реализация правовой реформы, либерализация цен во внешней торговле, снижение внешнеторговых тарифов, социальная защита уязвимых слоев населения.

2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ

Идея Международного банка реконструкции и развития (МБРР) была сформулирована на Конференции Организации Объединенных Наций по валютно-финансовым вопросам в 1944 г. в Бреттон-Вудсе (США). МБРР начал свою деятельность в 1945 г. Устав МБРР неоднократно изменялся. МБРР в качестве специализированного учреждения входит в систему ООН. Местопребывание МБРР - Вашингтон (США), Европейское бюро - Париж (Франция), Токийское бюро - Токио (Япония).

Всемирный банк включает четыре связанных между собой международных финансовых института: Международный банк реконструкции и развития, Международную ассоциацию развития, Международную финансовую корпорацию и Агентство по гарантиям многосторонних инвестиций.

В настоящее время Всемирный банк объединяет 181 государство. Членство в МБРР открыто для государств-членов МВФ на условиях, определяемых Всемирным банком.

Цели МБРР :

- содействие реконструкции и развитию территорий государств-членов путем поощрения капиталовложений на производственные цели;
- поощрение частных и иностранных инвестиций посредством предоставления гарантий или участия в займах и других инвестициях частных кредиторов;
- стимулирование долгосрочного сбалансированного роста международной торговли, а также поддержание сбалансированного платежного баланса путем международных инвестиций в развитие производственных ресурсов государств-членов МБРР.

Структура МБРР

Совет управляющих, состоящий из назначаемых странами-членами управляющих (министров финансов или председателей центральных банков), является высшим органом МБРР. Срок полномочий управляющих, каждый из которых имеет заместителя, составляет 5 лет (возможно повторное назначение). Совет управляющих заседает обычно один раз в год (ежегодное собрание). Он может передать часть своих полномочий директорам-исполнителям (за исключением решений о приеме новых членов, повышении или снижении уставного капитала, прекращении деятельности МБРР и др.). Решения принимаются простым большинством голосов, по важным вопросам необходимо собрать 85%. При голосовании в Совете управляющих вес голоса каждой страны зависит от ее доли в капитале Банка (США имеют более 17% голосов, т.е. столько же, сколько имеют 140 развивающихся стран. Квоты России и Украины составляют 1,8 и 0,8% соответственно).

Директора-исполнители (избираются на 2 года) отвечают за текущую работу. Из двадцати четырех директоров пять назначаются пятью членами МБРР (Великобритания, Германия, США, Франция, Япония), имеющими наибольшую долю в его капитале, остальные избираются управляющими с учетом их принадлежности к определенной группе стран. Каждый из остальных ди-

ректоров представляет несколько стран, за исключением Китая и Саудовской Аравии, которые представлены своим собственным директором-исполнителем. Директора-исполнители осуществляют возложенные на них полномочия, опираясь на помощь комитетов. Каждый директор назначает себе заместителя на случай своего отсутствия.

Совместный комитет по развитию Всемирного банка и МВФ (24 члена), основанный в 1974 г. в качестве политического форума для предварительного обсуждения важных проблем в области сотрудничества по развитию, на основе собственных исследований и анализа средне- и долгосрочных перспектив развивающихся стран формулирует рекомендации по распределению имеющихся в распоряжении МБРР ресурсов.

Президент избирается директорами-исполнителями сроком на 5 лет; он не может быть ни управляющим, ни директором, ни представителем управляющего или директора. Президент ведет текущие дела Всемирного банка.

Источники финансирования

Капитал МБРР на момент создания был образован государствами-членами в размере 10 млрд. дол. В 1994 г. капитал Всемирного банка составил 165 млрд. дол. (согласно Уставу МБРР, капитал должен составлять 184 млрд. дол.). МБРР финансирует свои кредитные операции из собственного капитала, заемных средств с международных финансовых рынков (в основном с американского рынка), аккумулированных с помощью облигаций (7% годовых), государств и международных организаций, а также за счет платежей в погашение ранее предоставленных займов.

Деятельность

Первоначально МБРР был призван с помощью аккумулированных бюджетных средств промышленно развитых стран и привлекаемых капиталов инвесторов стимулировать частные инвестиции в странах Западной Европы, экономика которых значительно пострадала во время второй мировой войны. С середины 50-х гг., когда хозяйство стран Западной Европы стабилизировалось, деятельность МБРР во все большей степени стала ориентироваться на страны Азии, Африки и Латинской Америки с целью стимулировать развитие их экономики. Традиционно деятельность МБРР заключается в предоставлении кредитов для расширения производственных мощностей стран-членов Всемирного банка, которые выдаются обычно сроком до 20 лет (льготный период - 5 лет) под гарантию правительств его стран-членов. Обычно МБРР предоставляет займы в размере 15 млрд. дол. в год, процент по ним взимается на уровне ставок мировых финансовых рынков (ставка по кредиту в среднем на 0,5% превышает стоимость заемных средств и изменяется по полугодиям: в 1993 г. ставка составляла 7,43% годовых). Общая сумма кредитов, предоставленных МБРР за период его деятельности, достигла 235 млрд. дол. (1/3 кредитов приходится на 1989-1993 гг.).

Необходимо подчеркнуть, что своими кредитами Банк покрывает лишь 30% от стоимости объекта. Наибольшая часть его кредитов направляется в отрасли инфраструктуры: энергетику, транспорт и связь. Однако с середины 80-х гг. МБРР увеличил долю средств, направляемых в сельское хозяйство (до 20%), здравоохранение и образование. Кредиты МБРР, направляемые в промышленность, составляют менее 15%.

До одной трети кредитов МБРР предоставляет в форме совместного финансирования, при котором инвесторы получают ряд выгод, например, экспертизу проекта и гарантию по возврату кредита обеспечивает МБРР. Кроме того, МБРР предоставляет гарантии по долгосрочным кредитам других банков. При этом он требует обязательного предоставления ему информации о финансовом положении страны-заемщика, кредитуемых объектах и содержании миссии банка, обследующей эти объекты.

МБРР постоянно занимается проблемой урегулирования внешнего долга развивающихся стран. Кредитами МБРР могут пользоваться только наиболее развитые из развивающихся стран (Мексика, Индия, Бразилия, Индонезия, Турция, Китай, Филиппины, Аргентина, Южная Корея и Колумбия), которым предоставлено 137 млрд. дол. (60% от всех кредитов МБРР). При непосредственной поддержке Международного валютного фонда МБРР удалось восстановить международную кредитоспособность крупнейших мировых должников, внешняя задолженность которых в 1993 г. была следующей: Аргентина - 74,5 млрд. дол., Бразилия - 132,7 млрд. дол., Индонезия - 89,5 млрд. дол., Мексика - 118 млрд. дол., Польша - 45,3 млрд. дол., Турция - 67,7 млрд. дол. О

значении МВФ и МБРР можно судить и по тому обстоятельству, что начиная с 60-х гг. преодолеть гиперинфляцию смогли только те страны, которые сотрудничали с этими институтами, например Боливия (11750%), Аргентина (3080%), Индонезия (3106%) и Польша (586%).

В связи с изменившейся экономической и политической ситуацией в мире с 1992 г. Всемирный банк пересматривает свою роль и структуру в связи с тенденцией к ухудшению качества портфеля займов. МБРР изменил приоритеты в выдаче новых займов, пересмотрел весь портфель проектов по каждой стране-должнику. В результате произошло качественное изменение портфеля займов Банка: из него практически исчезли проекты, осуществляемые надолго уехавшими из страны лицами; сократились займы на создание крупной инфраструктуры типа дамб и портов; больше кредитов стало выделяться под социальные программы в области образования, здравоохранения и прав женщин. Кроме того, Всемирный банк сделал новый акцент на частный сектор. Хотя возможности частного сектора в экономическом развитии не оспариваются, МБРР находится в затруднительном положении, поскольку эти функции относятся к Международной финансовой корпорации (МФК) для работы с частным сектором, а МБРР предоставляет кредиты, как правило, субъектам международных публичных финансов. Тем не менее Банк стремится к созданию благоприятных для частного сектора условий в развивающихся странах.

Банк выдает структурные кредиты для регулирования национальной экономики, оздоровления платежного баланса государств Центральной и Восточной Европы, СНГ, прибалтийских государств.

Важным этапом в развитии экологического направления деятельности МБРР явилась Конференция ООН по окружающей среде и развитию в Рио-де-Жанейро (июнь, 1992 г.).

Целями экологической политики Банка являются:

- 1) помощь членам МБРР в определении приоритетов национальных экологических политик; создание эффективной институциональной, правовой, управленческой, информационной и кадровой инфраструктуры, в рамках которой должна формироваться и реализовываться национальная экологическая политика (экологические проекты по линии технической помощи);
- 2) инвестиции в проекты так называемого "двойного эффекта", т.е. проекты, которые улучшают (сохраняют) окружающую природную среду и обеспечивают коммерческую прибыль;
- 3) сведение к минимуму негативных экологических эффектов при осуществлении кредитно-инвестиционных операций;
- 4) участие в решении глобальных экологических проблем с помощью Глобального экологического фонда.

Перечислим экологические проекты, финансируемые МБРР:

проект интегрированного управления природными ресурсами (водными, лесными, рыбными и минеральными) "Mato Grosso" в Бразилии (стоимость проекта - 205 млн. дол.); проект интегрального управления лесами (через параллельное управление смежными ресурсами - почвами, водой, дикой флорой и фауной, агролесными системами) в Индии (стоимость проекта - 124 млн. дол.).

Практически все проекты, поступающие на рассмотрение Банка, проходят экологическую оценку (ЭО), которая регламентируется документом "Операционная директива по экологической оценке". Согласно этому документу, все проекты классифицируются по признаку их потенциального влияния на окружающую среду. Выделяют три категории проектов.

Категория А. Проекты с широким спектром негативных экологических эффектов, значительно воздействующих на окружающую среду. Для подобного рода проектов необходима ЭО в полном объеме. Примеры проектов: плотины и водохранилища; лесные проекты; крупные промышленные предприятия; крупные тепловые и гидравлические электростанции; трубопроводы; порты; добыча нефти и газа; производство, транспортировка и использование опасных (токсичных) материалов; операции по захоронению опасных (токсичных) материалов; все проекты (независимо от отраслевой принадлежности), которые создают потенциальную угрозу жизни и здоровью персонала.

Категория В. Проекты, характеризующиеся меньшими негативными экологическими эффектами и меньшим воздействием на окружающую среду. Полная ЭО для них не обязательна, но требуется экологический анализ. Примеры проектов: предприятия общего машиностроения; текстильные фабрики; сельские системы водоснабжения и канализации; туризм (включая строительство и эксплуатацию гостиниц); производство конструкционных материалов; линии электропере-

дач; агропромышленные проекты (небольшие); проекты, связанные с модернизацией и приватизацией предприятий и других объектов; проекты в области телекоммуникаций; производство энергии на базе возобновляемых источников; нефте- и газопроводы (небольшие).

Категория С. Проекты, имеющие минимальное негативное воздействие на окружающую среду, не требующие ЭО. Примеры проектов: предоставление консультативных услуг; техническая помощь; лизинговые и факторинговые услуги.

Согласно процедурам Банка ЭО проводит заявитель. В некоторых случаях на эти цели может выделяться специальная техническая помощь. Проектная документация вместе с ЭО проходит в МБРР экологическую экспертизу.

Для решения глобальных экологических проблем в 1990 г. МБРР создал Глобальный экологический фонд - ГЭФ (Global Environment Facility). ГЭФ стал международным институтом по финансированию Программы действий, принятой Конференцией ООН по окружающей среде и развитию в Рио-де-Жанейро (июнь, 1992 г.). Программа, в частности, предусматривает следующие расходы развивающихся стран на период 1993-2000 гг.: защита атмосферы (21 млрд. дол.); охрана земельных ресурсов (50 млрд. дол.); защита лесов (31,2 млрд. дол.); борьба с опустыниванием (8,7 млрд. дол.); сохранение биоразнообразия (3,5 млрд. дол.); защита морской среды (13,1 млрд. дол.); борьба с опасными отходами (4,2 млрд. дол.); ликвидация твердых отходов (23,3 млрд. дол.); обеспечение населения пресной водой (54,8 млрд. дол.).

Россия и МБРР

Официальные затраты России, связанные с вступлением в МБРР, составили 33,3 млн. дол. в оборотной валюте и 299,9 млн. дол. в рублевом эквиваленте, т.е. всего 333,2 млн. дол.

Доля России в кредитах Всемирного банка в Европе и Центральной Азии составляет 35,6%, а в кредитах государствам СНГ - 69,3%. По состоянию на 1996 г. для России вступили в силу соглашения по займам: реабилитационным, непосредственно связанным с коррекцией платежного баланса (1992 г. и 1995 г. по 600 млн. дол.); приватизационному (90 млн. дол.), нефтяному (610 млн. дол.), развитию служб занятости и социальной защиты (70 млн. дол.).

МБРР участвует в совместном финансировании жилищного строительства (350 млн. дол.) на конкурсной основе: он финансирует 75% издержек по подготовке территории, 80% расходов на строительство и 60% на производство стройматериалов для строительства. Кроме того, Банк финансирует проект по реконструкции предприятий, выпускающих автобусы (300 млн. дол.). МБРР планировал предоставить кредит (500 млн. дол.) для структурной адаптации угольной промышленности России. На IV квартал 1995 г. МБРР одобрил 19 займов стоимостью свыше 4,6 млрд. дол. В октябре 1995 г. правительством России и МБРР была согласована программа стоимостью в 6,3 млрд. дол. по финансированию 20 конкретных инвестиционных проектов.

Для экономики России кредиты МБРР играют позитивную роль, однако они узкоспециализированны, что снижает их объем по сравнению с кредитами МВФ. Объем и направления кредитов Всемирного банка России представлены в табл. 21.6.

Таблица 21.6. Кредиты Всемирного банка России

Финансовый год	Заем	Сумма (млн. дол.)
1993	Первый реабилитационный заем	600
	Заем службы занятости	70
	Заем на проведение приватизации	90
	Первый нефтяной реабилитационный заем	610
1994	Заем на ремонт шоссеиных дорог	300
	Заем на развитие финансовых учреждений	200
	Заем на проведение земельной реформы	80
	Заем на проведение сельскохозяйственной реформы	240
	Заем на поддержку предприятий	200
	Второй нефтяной реабилитационный заем	500
1995	Заем на управление окружающей средой	110
	Заем на подготовку управленческих и финансовых кадров	40

	Заем на развитие проектного портфеля	40
	Жилищный проект	400
	Заем на модернизацию налоговой службы	16
	Чрезвычайный заем на ликвидацию нефтяного загрязнения	99
	Заем на восстановление газораспределительных сетей	106
	Заем на городской транспорт	329
	Второй реабилитационный заем	600
<i>Итого</i>		4530

Институт экономического развития МБРР организует на постоянной основе курсы для специалистов развивающихся стран и поддерживает институты в области профессионального образования и научных исследований.

Банк имеет отделения в Африке, Азии, Европе и Латинской Америке. В 1994 г. Банк открыл в Вашингтоне, Лондоне, Париже и Токио новые информационные центры, предлагающие информацию о проектах в странах-членах, одобренных исполнительным директором после 3 января 1994 г. Здесь можно получить проектную документацию, результаты экспертиз, национальные программы охраны окружающей среды, доклады об отдельных странах и секторах экономики (информация о народном хозяйстве стран и их специфических особенностях, уровне жизни, государственных расходах и т.д.).

Таким образом, Всемирный банк совместно с МВФ выполняет определенные функции в отношении гармонизации сотрудничества государств в сфере международных публичных и частных финансов.

3. МЕЖДУНАРОДНАЯ АССОЦИАЦИЯ РАЗВИТИЯ

Международная ассоциация развития (МАР) была создана в 1960 г. как дочерняя организация МБРР. Она является специализированным учреждением ООН. Местопребывание - Вашингтон (США). В МАР входят 156 государств-членов.

МАР и МБРР преследуют во многом одни и те же цели - предоставление займов (кредитов)* для приоритетных, экономически и технически обоснованных проектов в рамках национальной экономики. Организации различают по источникам финансовых средств и условиям предоставления капитала. В то время как МБРР, занимающий капитал в основном на финансовых рынках, предоставляет займы на несколько более льготных, чем обычные коммерческие, условиях (в основном государствам, отвечающим определенным требованиям, а именно возвращающим кредиты), МАР, получающая свой капитал из других источников, предоставляет беспроцентные кредиты беднейшим странам (с ежегодным доходом на одного человека менее 805 дол. США на 1992 г.).

*Согласно терминологии, принятой в этих организациях, МБРР называет предоставляемые им ссуды займами, а МАР - кредитами.

Цели МАР:

- поощрение экономического развития;
- повышение производительности труда;
- повышение уровня жизни в государствах-членах.

Структура

Состав Совета управляющих и Исполнительного директората такой же, как и в МБРР. Административную деятельность осуществляет по совместительству персонал МБРР. Президент осуществляет текущие дела МАР. Штат сотрудников МАР разделен на четыре сектора: операции, финансирование, политика, планирование и исследования.

Источники финансирования

МАР располагает следующими источниками финансирования: прибыли МБРР, взносы государств-членов (на 1993 г. - 73 млрд. дол.), а также возвращенные кредиты.

Один раз в три года группа стран-кредиторов (в настоящее время 34 государства) назначает официальных представителей, которые проводят консультации об очередном привлечении средств МАР. Решение о проведении десятого привлечения средств МАР (18 млрд. дол.), используемых прежде всего для борьбы с бедностью, а также проведения экономических реформ, улучшения менеджмента и экологической среды, было принято в 1993 г. (срок действия - до 1996 г.)

Фонд МАР для сокращения долгов (Debt-Reduction Facility-Fund) предоставляет беднейшим странам льготные кредиты для уменьшения внешней задолженности (общая величина кредитов не может превысить 100 млн. дол.).

Деятельность

Каждый финансируемый МАР проект подвергается политико-экономической экспертизе с целью наиболее эффективного использования финансовой помощи.

МАР обычно предоставляет беспроцентные кредиты на срок 35-40 лет при льготном периоде в 10 лет, взимая комиссионные на покрытие административных расходов. Кредиты предоставляются в национальной валюте государства или его территории. Право на кредит и участие в МАР имеет только член МБРР. В последние 5 лет предоставлено около 40% от общей суммы кредитов МАР.

В 1993 финансовом году новые кредитные обязательства в отношении развивающихся стран со стороны МБРР и МАР достигли рекордного уровня - 23,7 млрд. дол. (в 1992 г. - 21,7 млрд. дол.). МБРР выделил в 1993 финансовом году на осуществление 122 проектов 16,9 млрд. дол.; МАР на 123 проекта ассигновала 6,8 млрд. дол. (в 1992 г. эти суммы составляли соответственно 15,2 млрд. и 6,5 млрд. дол.). Кредиты МБРР и МАР странам Восточной Европы и Центральной Азии в 1993 финансовом году составили 3,8 млрд. дол., резко увеличившись с 2,1 млрд. дол. в 1992 г. Часть этого увеличения связана с первыми кредитами, достигшими 1,63 млрд. дол., восьми странам СНГ.

В рамках программы специальной помощи (Special Programm of Assistance) осуществляется поддержка стран южнее Сахары с низкими доходами и высокими долгами.

Директора-исполнители публикуют нормы и условия предоставления кредитов МАР.

Таким образом, МАР содействует социальному обеспечению развития рыночных отношений в развивающихся государствах.

4. МЕЖДУНАРОДНАЯ ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ

Международная финансовая корпорация (МФК) создана по инициативе США в 1956 г. для поощрения инвестиций частного капитала в промышленность развивающихся стран.

МФК - член группы Всемирного банка, является юридически и финансово независимой организацией, в качестве специализированного учреждения входит в систему ООН. Место пребывания МФК - Вашингтон (США), Бюро - Франкфурт-на-Майне (Германия), Лондон (Великобритания), Париж (Франция), Токио (Япония).

В МФК в настоящее время входит 161 государство-член. Членство в МФК предполагает и членство в МБРР.

МФК имеет отделения во Франкфурте-на-Майне, Лондоне, Париже и Токио. Действуют представительства в Африке (Абиджан, Аккра, Дуала, Хараре, Каир, Лагос, Найроби), Азии (Бангкок, Пекин, Джакара, Исламабад, Стамбул, Манила, Дели), Латинской Америке (Буэнос-Айрес, Мехико, Сан-Паулу) и Европе (Будапешт, Москва, Прага, Варшава, Вена), а также консультативные бюро по разработке проектов (Project Development Facilities) в Вашингтоне, Абиджане, Аккре, Дуале, Хараре, Найроби, Бриджтауне, Сан-Хосе, Варшаве, Познани, Сиднее.

Цель МФК

Содействие экономическому росту развивающихся стран путем поощрения частных предприятий в производственном секторе.

Структура

Высшим органом МФК является Совет управляющих, состоящий из управляющих и его заместителей. Он может передавать большинство своих полномочий (за исключением приема но-

вых членов, исключения какого-либо члена, повышения или снижения уставного капитала, изменения соглашения о МФК) директорам-исполнителям. Каждый управляющий Всемирного банка (с заместителем) автоматически является управляющим МФК (если его страна является ее членом). Ежегодное собрание МФК проводится одновременно с собранием Всемирного банка.

Директорат направляет текущую деятельность МФК. Он состоит из 24 директоров Всемирного банка, страны которых одновременно являются членами МФК.

Президент МФК по должности является председателем Директората МФК. МФК была реорганизована в 1993 г. в соответствии с новыми требованиями (региональные стратегии, совершенствование экспертной работы, особенно в отраслях инфраструктуры, химии и нефтехимии, нефти и газа, горнодобывающей промышленности и сельского хозяйства). За текущую деятельность отвечает исполнительный президент.

Банковская консультативная комиссия (Banking Advisory Panel) восемь представителей ведущих международных институтов регулярно встречается с руководством МФК для обсуждения деловых и политических проблем и будущей стратегии корпорации.

Деловой консультативный совет (Business Advisory Council), в который входят ведущие промышленники, банкиры и государственные деятели, встречается с руководством МФК для обмена мнениями об интересующих их экономических и финансовых вопросах.

Источники финансирования

К источникам финансирования МФК принадлежат взносы членов в уставный капитал (1,4 млрд. дол.), кредиты МБРР, отчисления от прибылей, средства от возвращения кредитов и привлекаемые на международных финансовых рынках.

Деятельность

МФК предоставляет кредиты сроком от 5 до 15 лет высокорентабельным частным предприятиям, но в отличие от МБРР - без гарантии правительства. Таким образом, МФК содействует дополнительному финансированию проектов, создаваемых частным сектором.

В последние годы МФК наряду со своей основной задачей поощрения частных капиталовложений (участие в инвестициях в акционерный капитал частных компаний и помощь им при эмиссии акций и долговых обязательств путем предоставления гарантий (до 25%) активизировала деятельность в сфере технической помощи. Общий объем кредитов и инвестиций составляет 7 млрд. дол.

В 1986 г. МФК основала Консультативную службу по иностранным инвестициям (Foreign Investment Advisory Service) для оказания помощи правительствам развивающихся стран в наиболее эффективном использовании иностранных инвестиций (капиталы, технология, менеджмент) в рамках долгосрочных программ развития. Деятельность службы контролируется специальным комитетом (руководство: исполнительный президент МФК, вице-президент МАИГ, вице-президент МБРР по развитию частного сектора).

5. МЕЖДУНАРОДНОЕ АГЕНТСТВО ПО ИНВЕСТИЦИОННЫМ ГАРАНТИЯМ

Международное агентство по инвестиционным гарантиям (МАИГ), основанное в 1988 г., является дочерней организацией МБРР, обладает юридической и финансовой независимостью. В качестве специализированного учреждения входит в систему ООН. Место пребывания - Вашингтон (США). В МАИГ в настоящее время входит 120 государств-членов. Членство открыто для государств-членов МБРР.

Цели

- поощрение иностранных инвестиций на производственные цели, особенно в развивающихся странах, в качестве дополнения к деятельности институтов группы Всемирного банка;
- предоставление гарантий, включая страхование и перестрахование некоммерческих рисков на инвестиции одного государства-члена МАИГ в другом государстве-члене.

Структура

Все полномочия по управлению МАИГ принадлежат Совету управляющих (1 управляющий, 1 заместитель), за исключением специально переданных другому органу. Совет управляющих может передавать свои полномочия Директорату. Совет управляющих обычно собирается на ежегодную сессию, кроме того, могут быть созваны и другие совещания.

За текущую деятельность МАИГ отвечает Директорат.

Президент МБРР по должности является председателем Директората. Президент МАИГ назначается Директором по предложению президента МБРР и ведет текущие дела под общим надзором Директората.

Важнейшим источником финансирования является уставный капитал (948 млн. дол.), который обеспечивает предоставление гарантий на сумму в 745 млн. дол.

Деятельность

МАИГ предоставляет выбираемым им инвесторам гарантии (покрывающие до 90% от общего объема инвестиций) сроком на 15-20 лет на инвестиции в государствах-членах (развивающихся странах) против потерь от некоммерческих рисков, т.е. обеспечивает своего рода страхование от политических, экономических и иных видов рисков. К таким рискам относятся: экспроприация или аналогичные меры, трансфер валютных средств, нарушение договоров вследствие принятия правительством нормативных актов, война и гражданские беспорядки, изменение социально-политической обстановки, революции и т.п. В 1993 г. МАИГ предоставило гарантии по 27 проектам на сумму 374 млн. дол., обеспечивающие иностранные инвестиции в размере 1,9 млрд. дол. Среди стран Центральной и Восточной Европы МАИГ отдает приоритет Польше и Чехии.

МАИГ предлагает консультативные и рекламные услуги через Департамент политических и консультативных услуг (Policy and Advisory Services Department).

Через Консультативную службу по иностранным инвестициям (Foreign Investment Advisory Service), эксплуатируемую совместно с МБРР и МФК, МАИГ помогает государствам-членам разрабатывать политику и развивать инфраструктуру, необходимые для привлечения прямых иностранных инвестиций.

МАИГ издает бюллетень *MIGA News*, а также публикует ежегодный отчет.

Таким образом, МАИГ выступает международным гарантом для прямых капиталовложений и портфельных инвестиций государств-членов в экономику развивающихся стран.

6. БАНК МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТОВ

Банк международных расчетов - первый межгосударственный банк, организованный в Базеле в 1930 г. как международный банк, координирующий действия национальных банков. Учредителями его были центральные банки Великобритании, Франции, Италии, Германии, Бельгии, Японии и группа американских банков во главе с банкирским домом Моргана.

Главной задачей БМР было облегчение расчетов по репатриационным платежам Германии и военным долгам. В его функции входило также содействие сотрудничеству центральных банков и расчетов между ними.

Свою основную функцию координатора центральных банков ведущих развитых стран БМР сохраняет до сих пор. Он объединяет центральные банки 30 стран, главным образом европейских. Кроме того, он производит расчеты между странами-участницами Европейской валютной системы, выполняет функции депозитария Европейского объединения угля и стали (ЕОУС), а также совершает операции по поручению ОЭСР и участвующих в ней стран. БМР производит депозитно-ссудные, валютные, фондовые операции, куплю-продажу и хранение золота, выступает агентом центральных банков.

Таким образом, БМР содействует межгосударственному регулированию валютно-кредитных отношений.

7. РЕГИОНАЛЬНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Региональные банки развития

Региональные банки развития представлены Межамериканским банком развития (МаБР), Вашингтон; Африканским банком развития (АфБР), Абиджан; Азиатским банком развития (АзБР), Манила; Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР), Лондон.

Причины и цели создания

Образование крупнейших региональных банков развития Азии, Африки и Латинской Америки в 60-х гг. обусловлено рядом причин. Среди них можно назвать внутренние причины: распад колониальной системы, повышение роли развивающихся стран в мировом развитии и их борьба за новый экономический порядок; необходимость решения региональных специфических задач, которые не всегда учитываются группой МБРР; развитие регионального сотрудничества и экономической интеграции развивающихся стран в целях коллективного решения проблем национальной экономики и противостояния иностранной конкуренции. Кроме того, назовем внешние причины: перемещение основных потоков иностранных частных инвестиций в промышленно развитые страны, что вызывает замещение их в развивающихся странах государственными инвестициями, а последних - международными; политика "регионализма" промышленно развитых стран, стремление содействовать объединению развивающихся стран, находящихся в сфере их влияния.

Различия и общие черты

Различия между региональными банками развития обусловлены уровнем экономического и культурного развития стран континентов - Латинской Америки, Азии, Африки и Европы, а также особенностями их исторического развития.

Региональные банки развития имеют следующие общие черты.

1. Банки преследуют единые цели, вытекающие из потребностей стран-членов. Они призваны осуществлять долгосрочное кредитование проектов развития региона; уделять особое внимание региональному сотрудничеству и кредитованию региональных объединений; разрабатывать стратегию развития с учетом региональной специфики.

2. Одна треть членов банков развития - промышленно развитые страны, которые оказывают существенное влияние на их деятельность, например, любое решение МаБР может быть заблокировано США, а АзБР - Японией и США, имеющими вместе 1/3 голосов. Первоначально по Уставу членами АфБР могли быть только страны Африканского континента. В связи с нехваткой ресурсов АфБР был вынужден создать своеобразный филиал - Африканский фонд развития (АФР; 1972 г.) с участием 23 нерегиональных стран-доноров, а с 1982 г. в члены банка принимаются и промышленно развитые страны.

3. Региональные банки развития имеют одинаковые правила (аналогичные с группой МБРР) формирования пассивов, мобилизации ресурсов в специальные фонды, реализации кредитной политики.

Формирование ресурсов

Оплаченный уставный капитал МаБР и АзБР не превышает 10%, остальная неоплаченная часть служит гарантийным фондом. Следовательно, подобно МБРР, эти региональные банки при формировании своих обычных ресурсов рассчитывают в основном на привлечение заемных средств с мирового финансового рынка путем выпуска облигаций. АфБР с середины 70-х гг. также выпускает облигационные займы, но на небольшие суммы и более короткие сроки, чем другие региональные банки. Размещение этих облигаций гарантируется взаимосвязью региональных банков с ООН через соответствующие региональные экономические комиссии.

Специальные фонды льготного кредитования

Образование специальных фондов стало общим явлением для региональных банков развития, которые с их помощью стремятся расширить льготное кредитование недостаточно рентабельных, но необходимых для комплексного развития объектов экономической и социальной инфраструктуры, особенно в наименее развитых странах. Эти фонды выполняют в основном те же функции, что МАР в группе МБРР. Преобладающая часть этих фондов формируется за счет взносов промышленно-развитых стран, которые таким способом содействуют импорту своих товаров на рынки развивающихся стран. Эта скрытая форма конкурентной борьбы обуславливает льготные кредиты с закупками импортируемых товаров стран-кредиторов: в Латинской Америке это

прежде всего США, которые внесли более 50% средств в Фонд специальных операций МаБР; в Азии - Япония, внесшая 1/2 средств в Азиатский фонд развития (АФР). Наименьший источник льготного кредитования у Африки, хотя в этом регионе находится многочисленная группа наименее развитых стран.

Территориальное распределение кредитов

Значительный объем кредитов МаБР предоставил Аргентине, Бразилии и Мексике; АзБР - Индонезии, Южной Корее, Филиппинам, Пакистану и Таиланду; АфБР - Марокко, Заиру, Кении и Тунису. С созданием АФР последний стал кредитовать и наименее развитые страны Центральной и Западной Африки. Региональные банки развития проводят дифференцированную кредитную политику в отношении развивающихся стран в зависимости от уровня их экономического развития и направления политики. Определенное предпочтение отдается наиболее надежным (с коммерческой точки зрения) заемщикам, имеющим открытый доступ к обычным фондам банков. Именно за их счет осуществляется кредитование промышленности развивающихся стран, причем особую роль здесь играют местные банки и финансовые корпорации развития, через которые перераспределяется существенная часть региональных промышленных кредитов. Тем самым укрепляется и развивается частный сектор экономики развивающихся стран, в который инвестируется иностранный капитал.

Для стимулирования иностранных инвестиций МаБР в 1984 г. создал Межамериканскую инвестиционную корпорацию. Ее функции аналогичны МФК. Более половины ее капитала приходится на латиноамериканские страны, четвертая часть - на США.

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР)

ЕБРР - международная организация, созданная на основании соглашения от 29 мая 1990 г. Учредителями ЕБРР были 40 государств - все европейские государства (кроме Албании), США, Канада, Мексика, Марокко, Египет, Израиль, Япония, Новая Зеландия, Австралия, Южная Корея, а также ЕЭС и Европейский инвестиционный банк (ЕИБ). Правопреемниками СССР, Чехословакии и СФРЮ впоследствии стали государства СНГ, Чехия и Словения, Хорватия и Македония. В связи с объединением Германии ГДР прекратила свое членство в ЕБРР. Членами ЕБРР являются 59 государств. Согласно приложениям к Соглашению о ЕБРР (депозитарий - Франция), члены банка разделены на группы стран: группа *A* - ЕЭС, ЕИБ, государства-члены ЕЭС; группа *B* - другие европейские государства (а также Израиль); группа *C* - государства Центральной и Восточной Европы; группа *D* - неевропейские государства (США и Япония).

Цели ЕБРР

Целью ЕБРР является содействие государствам Центральной и Восточной Европы в развитии национальной экономики посредством предоставления кредитов, финансирования инвестиционных проектов в государственном и частном секторах, обеспечения гарантий их реализации.

Особенности ЕБРР

ЕБРР совмещает в себе следующие черты:

1) межгосударственной организации (членами ЕБРР являются независимые государства; в соответствии с главой VIII Соглашения ЕБРР обладает правосубъектностью (полной правоспособностью и дееспособностью международной организации); ЕБРР имеет право заключать международные договоры; сотрудники банка, а также их семьи обладают дипломатическим иммунитетом и не привлекаются к гражданской, уголовной и иной ответственности; имущество и активы ЕБРР освобождены от налогообложения, таможенных и иных пошлин и обладают иммунитетом от досмотра и обыска, ареста, реквизиции, конфискации, экспроприации до вступления в законную силу соответствующего судебного решения);

2) инвестиционного банка (пп. II п. "с" ст. 11 Соглашения предусматривает, что ЕБРР гарантирует размещение выпуска ценных бумаг предприятий, в случаях если иные методы финансирования являются менее приемлемыми; ЕБРР является генеральным инвестором в рамках банковских консорциумов или синдицированных кредитов, кроме того, он выступает в качестве кон-

сульманта и советника при подготовке инвестиционных проектов; ЕБРР оказывает также техническое содействие по инвестиционным проектам);

3) коммерческого банка (ЕБРР вправе привлекать финансовые средства с мировых финансовых рынков (ст. 7 Соглашения), с последующим финансированием финансово-кредитных и иных коммерческих институтов (ст. 11 Соглашения); пп. III и V п. "с" ст. 11 Соглашения предусматривают статус ЕБРР как гаранта инвестиционных проектов и займов).

Организационная структура ЕБРР

Главным органом ЕБРР является Совет управляющих, в котором каждый член ЕБРР представлен одним управляющим (как правило, министром финансов или председателем центрального банка), который осуществляет свои функции без вознаграждения. Совет имеет в своем составе 118 членов (59 управляющих и их заместители). Председатель Совета избираются ежегодно. Исключительной компетенцией Совета являются: определение условий и прием новых членов, приостановка членства; изменение и толкование Соглашения о ЕБРР; избрание директоров-исполнителей и президента ЕБРР, установление размера вознаграждения директоров-исполнителей и их заместителей; увеличение или уменьшение уставного капитала; предоставление полномочий на заключение международных договоров; утверждение общего баланса и счета прибылей и убытков ЕБРР, определение размера резервов, распределение прибыли; ликвидация **ЕБРР**. Заседания Совета проводятся не реже 1 раза в год. Решения принимаются большинством голосов; при рассмотрении вопросов особой важности - квалифицированным большинством голосов (2/3, или 85% от общего количества голосов).

Совет директоров (23 директора-исполнителя) представляют 11 директоров-исполнителей (директора от стран группы А) и 12 директоров-исполнителей (по 4 директора от стран групп В, С, D). Следует отметить, что в ЕБРР существует следующая практика: директор и его заместитель не должны быть гражданами одного государства. Совет директоров имеет в своем составе ревизионный комитет, комитет по оплате труда персонала и административным вопросам, а также финансовый комитет, которые работают в Лондоне. В функции Совета директоров входит подготовка материалов для Совета управляющих, определение политики в отношении деятельности ЕБРР, утверждение бюджета ЕБРР, представление финансовых отчетов после аудиторской проверки. Решения на заседаниях принимаются большинством голосов или квалифицированным большинством голосов (2/3, или 85% от общего количества голосов).

Президент, избираемый Советом управляющих на 4 года, является официальным представителем ЕБРР и возглавляет его и постоянно действующий исполнительный орган. Президент председательствует на заседаниях Совета директоров и не участвует в голосовании, но при одинаковом количестве голосов его голос является решающим.

Уставный капитал ЕБРР

Акционерный капитал ЕБРР составляет 10 млрд. ЭКЮ (ЭКЮ является официальной валютной единицей Банка, все его активы, обязательства и финансовые отчеты выражаются в ЭКЮ) и разделен на 1 млн. акций номинальной стоимостью в 10 000 ЭКЮ. Минимальное количество акций, на которые должен подписываться каждый член, - 100, из них 3/10 (3 млрд. ЭКЮ) подлежит оплате простыми векселями, а 7/10 подлежит оплате по требованию, в случае если у ЕБРР возникнет такая необходимость. Оплата акций должна производиться равными долями один раз в год в течение 5 лет с момента вступления в силу соглашения о создании ЕБРР. Акционерный капитал банка должен пересматриваться не реже чем один раз в 5 лет. ЕЭС и ЕЙ Б (они имеют 2/3 акций ЕБРР) совместно с промышленно развитыми государствами Европы должны иметь не менее 50% акций. Доля акций иных членов может изменяться без ограничений. Следует отметить, что 125 акций распределению между членами не подлежат.

Источники финансирования

Обычные ресурсы ЕБРР составляют собственные средства; привлеченные заемные средства (60%); средства, полученные в счет погашения займов или по гарантиям; иные средства, не являющиеся частью ресурсов специальных фондов.

Кредитно-инвестиционная политика

В своей деятельности ЕБРР использует следующие формы операций для предприятий с государственной и частной формами собственности:

- предоставление кредитов на развитие производства (в частный сектор - 60%, в государственный сектор - 40%);
- финансирование и техническое обеспечение инвестиционных проектов (не более 35% от стоимости инвестиционного проекта);
- гарантирование размещения ценных бумаг;
- предоставление гарантий при заимствовании средств на международных финансовых рынках;
- размещение ресурсов специальных фондов в соответствии с соглашениями.

ЕБРР не финансирует торговые фирмы и проекты, не выдает гарантий по экспортным кредитам и не занимается страхованием.

Наиболее важные направления кредитно-финансовой политики: финансовый сектор, энергетика, телекоммуникации, транспорт, сельское хозяйство, приватизация, экология.

Деятельность ЕБРР

Большинство проектов, реализуемых ЕБРР в Восточной Европе, направлено на развитие инфраструктуры и телекоммуникаций. В Венгрии, Чехии, Словении, Польше и Румынии деятельность ЕБРР сосредоточена на оказании содействия приватизации, развитии кредитно-финансового сектора, решении экологических и транспортных проблем, совершенствовании систем телекоммуникаций. На 1995 г. ЕБРР одобрил около 150 инвестиционных проектов на сумму свыше 11 млрд. дол.

На начало 1995 г. ЕБРР заключил 35 договоров о фондах сотрудничества по оказанию технического содействия, общий объем средств по которым составил 263,4 млн. ЭКЮ, из которых 220 млн. ЭКЮ было распределено на оказание технического содействия по 872 проектам.

По оценкам экспертов ЕБРР, для достижения стандартов охраны окружающей среды в государствах Центральной и Восточной Европы понадобятся финансовые средства ЕБРР на сумму в 100-108 млрд. ЭКЮ. ЕБРР в целом одобрил экологические проекты на сумму в 23 млрд. ЭКЮ.

Центр экологических программ ЕБРР (Будапешт) создал базу данных по экологическим нормативам и параметрам 22 стран. Издано специальное "Руководство" по законодательству и стандартам в области экологии Болгарии, Чехии, Словакии, Венгрии, Польши, Эстонии, Латвии и Литвы.

ЕБРР участвует в региональных экологических программах - по Черному морю и Дунаю ("Дунайская программа" - 700 млн. ЭКЮ), а также по Балтийскому морю ("Балтийская программа" - 3,2 млрд. ЭКЮ), содействует внедрению эффективных систем очистки в национальных отраслях экономики: топливо и энергетика, производство энергии, транспорт. Экологический консультативный совет ЕБРР содействует проведению экологического анализа, оценки и аудита экологических проектов. Так, в 1991-1994 гг. он предоставил Эстонии, Латвии и Литве 5,2 млн. ЭКЮ в виде технической помощи с целью повышения эффективности использования энергии и снижения техногенных нагрузок энергетического хозяйства на окружающую среду. За период 1991-1993 гг. ЕБРР реально предоставил 100 млн. дол. в виде технической помощи.

ЕБРР содействует повышению ядерной безопасности (на специальном счете имеется 154 млн. ЭКЮ для этой цели): производится модернизация ядерных реакторов на АЭС в Козлодуде (Болгария; 24 млн. ЭКЮ), на Игналинской АЭС (Литва; 33 млн. ЭКЮ), на АЭС в Сосновом бору (Ленинградская область; 30 млн. ЭКЮ).

ЕБРР и Россия

При создании ЕБРР США выступали против участия СССР в этой организации, выдвигая в качестве условия для членства в ней наличие многопартийной системы и большого частного сектора в экономике. СССР оговорил свое участие ограничением на получение кредитов ЕБРР (в размере оплаченной СССР доли в уставном фонде ЕБРР) в течение 3 лет с момента создания этого банка. Россия имеет 6% акций ЕБРР.

На 31 мая 1995 г. Совет директоров ЕБРР одобрил 43 инвестиционных проекта для России на сумму в 1,4 млрд. дол. (1,05 млрд. ЭКЮ) в виде кредитов или вложений в акционерные капиталы по проектам общей стоимостью 4 млрд. дол. (3,05 млрд. ЭКЮ).

ЕБРР поддерживает в России только коммерческие проекты. Общий объем предоставленных Банком кредитов оценивается в 1 млрд. дол. Первое место занимают нефтяные проекты, за ними следуют банковский и финансовый секторы, далее - транспорт и связь (табл. 21.7).

Таблица 21.7. Финансовая помощь ЕБРР России

Финансовый год	Вид помощи	Сумма (в млн. ЭКЮ)
1993	Кредит правительству на поддержку программы приватизации	36
	Чрезвычайный нефтегазовый кредит АО "Нижневартовскнефтегаз"	48,9
	Кредит АО "Северное сияние"	73,4
	Линия софинансирования с Международным московским банком (кредитная линия)	6,1
	Кредит правительству на восстановление западносибирских нефтепромыслов	142,1
	Гарантия КБ "Салют" на запуск спутника связи для ИНМАРСАТ	8,4
	Кредит "KomiArticOil"	16,3
	Кредит Фонду малых предприятий России	14,7
	Кредит компании "Seribo/Sem" (мебель)	6,3
	Покупка акций Российского инвестфонда "Фрамлингтон"	14,1
1994	Кредит на завершение строительства нефтехимпредприятия в Краснодарском крае	9,8
	Покупка акций Смоленского регионального фонда венчурного капитала	9,8
	Кредит АО "Совфиннамтранс" на покупку железнодорожных цистерн	9,8
	Кредит "Забсибинвесту" на строительство деревообрабатывающего завода в Архангельске	4
	Кредит правительству на развитие финансовых учреждений	81,5
	Кредит компании "Kubaka Gold" на золотодобычу	42,8
	Кредит правительству на поддержку российских предприятий	81,5
	Кредит Балтийскому судостроительному заводу	34,6
	Кредит Приморскому пароходству на покупку танкеров	36,7
	Кредит Уральскому региональному фонду венчурного капитала	24,5
	Покупка акций компании "Mobile Telesystems" (сотовая связь в Москве)	33,7
	Приобретение доли акционерного капитала "Токобанка"	28,9
	Кредит Дальневосточному региональному фонду венчурного капитала	24,5
	Приобретение акций Новомосковского химкомбината	13,86
	Кредиты российским банкам для финансирования торговли	81,5
<i>Итого</i>		1074

Кредиты ЕБРР в 1994-1995 гг. составили 752,54 млн. дол. В 1996 г. ЕБРР планировал предоставить кредиты на сумму в 1 млрд. дол.

ЕБРР проявляет повышенное внимание к российским банкам: так, например, в октябре 1994 г. ЕБРР приобрел 14% акций "Токобанка", инвестировав 35 млн. дол.; ЕБРР должен выкупить акции "Нижегородского банкирского Дома" на сумму в 5 млн. ЭКЮ, "Автобанка" на сумму в 20

млн. дол. (13,7% уставного капитала). В качестве партнеров ЕБРР по работе в России отобраны 13 наиболее надежных российских банков, участников "Проекта развития финансовых инфраструктур": "Мосбизнесбанк", "ОНЭКСИМбанк", "Менатеп", "Империял", "Промстройбанк Санкт-Петербурга", "Уралпромстройбанк", банк "Балтийский", "Автобанк", банк "Санкт-Петербург", "Межкомбанк", "Дальневосточный банк".

В некоторых регионах России ЕБРР и государства-члены ЕС, а также США и Япония создают региональные фонды венчурного капитала (РФВК; каждый в размере 30 млн. дол. США) для инвестирования капитала в средние приватизированные и иные частные предприятия (табл. 21.8).

Таблица 21.8. Территориальное размещение РФВК

Регион	Территория деятельности	Донор (кроме ЕБРР)
Смоленск	Смоленская область	ЕС
Урал	Челябинская, Пермская, Свердловская области	ЕС
Санкт-Петербург	Санкт-Петербург, Ленинградская область	Германия
Дальний Восток и Восточная Сибирь	Иркутск и восточные регионы, включая Хабаровский и Приморские края	Япония
Нижнее Поволжье	Самарская, Саратовская, Волгоградская области	США

ЕБРР выделяет для РФВК 312 млн. дол. США на цели финансирования акционерного капитала. Объектами инвестирования РФВК являются средние предприятия (численностью до 5000 человек) любых отраслей экономики (за исключением предприятий, производящих вооружение, табак, алкоголь, занимающихся игорным бизнесом, спекулирующих на рынке банковских, финансовых и страховых услуг), которые имеют иностранного партнера или получают доход в СКВ. РФВК могут инвестировать средства в объеме от 300 000 до 3 млн. дол. США сроком до 10 лет.

ЕБРР в целом функционирует как комплексный международный институт, который совмещает функции, присущие международной организации, а также инвестиционному и коммерческому банку, и содействует развитию государств Центральной и Восточной Европы, СНГ, а также прибалтийских государств.

Таким образом, региональные банки развития занимают промежуточное место между группой МБРР и национальными банками. Это дает возможность промышленно развитым странам осуществлять свою политику, в том числе внешнеэкономическую, в отношении развивающихся стран. Вместе с тем региональные банки способствуют развитию национальной экономики, экономическому сотрудничеству и интеграции развивающихся стран, преодолению их зависимости от промышленно развитых стран.

РЕЗЮМЕ

Международные финансовые и экономические организации оказывают позитивное влияние на развитие мировых валютно-кредитных отношений. Лидирующее место среди международных валютно-кредитных организаций занимают МВФ и МБРР. Позитивное воздействие на развитие мировой, региональной и национальных валютных систем оказывают региональные банки реконструкции и развития.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

- 1) Опишите порядок функционирования МВФ и принципы кредитования.
- 2) Какие функции выполняет группа МБРР?
- 3) Какова роль Банка международных расчетов в развитии международных публичных финансов?
- 4) Каковы различия и общие черты в деятельности региональных банков реконструкции и развития?
- 5) Спрогнозируйте участие ЕБРР в экономике России.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Альтшулер А.Б.* Международное валютное право. - М., 1984.
- Андреев Е.П.* Правовое регулирование валютных отношений. - М., 1988.
- Васильев Е.А.* Валютно-финансовый кризис и международное право. - М., 1982.
- Договоры, учреждающие европейские сообщества. - М., 1994.
- Доронина Н.Г.* Иностранные инвестиции и современное между-народное право // Правовые проблемы иностранных инвестиций в СССР. М., 1991.
- Единая валюта и рынок капиталов в ЕС // Финансист. - 1996. - № 16. С. 32-33.
- Кузин В.* МВФ и Россия // Финансовые вести. - 1993. - № 16. - С. 4. Международные организации системы ООН. - М., 1990.
- Смыслов Д.В.* Международный валютный фонд: современные тенденции и наши интересы. - М., 1993.
- Сотрудничество России с МВФ и Всемирным банком // Общество и экономика. - 1996. - №7. - С. 140-175; № 8. - С. 83-123.
- Топорнин Н.Б.* Организационно-правовые основы банковской системы Великобритании //Деньги и кредит. - 1992. - №11. - С. 48-52.
- Устав Организации Объединенных Наций. - М., 1992.
- Федоров М.В.* Валюта, валютные системы и валютные курсы. - М.: ПАИМС, 1995.
- Черковец О.* Становление валютного союза в Европе: от ЭКЮ к евро // Экономист. - 1996. - №9. С. 94-96.
- Шмырева А. И.* Международные валютно-кредитные отношения: Тексты лекций. - Новосибирск, 1994.
- Articles of Agreement of the International Monetary Fund / International Monetary Fund. Washington. - Reprinted.- 1985. August.
- Denis Keenan.* English law. London, 1992. P. 1-870. International Financial Law Review. 1991-1997.
- Materials on Jurisdictional immunities of States and their Property. United Nation Doc. A/CN.4/357. P. 435-440.
- Pollard A.* Banking Law in the United States. Butterworths, 1988. P. 26.
- Schwartz B.* American Constitutional Law. Cambridge. 1955. P. 328-329. Treaty establishing the European Economic Community. ECSC-EEC-EAEC. Brussels. Luxemburg. 1987.

СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ	2
ЧАСТЬ I. СРЕДА МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫХ И КРЕДИТНЫХ ОТНОШЕНИЙ	3
РАЗДЕЛ I. МЕЖДУНАРОДНАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА И КУРСЫ ВАЛЮТ	4
Глава 1. Мировая валютная система	4
Глава 2. Валютный курс и факторы, влияющие на его величину	20
РАЗДЕЛ II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ	31
Глава 3. Рынки иностранной валюты	31
Глава 4. Особенности валютного рынка Российской Федерации	49
ЧАСТЬ II. ПРОМЫШЛЕННО-ТОРГОВЫЕ ФИРМЫ В КОНТЕКСТЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫХ И КРЕДИТНЫХ ОТНОШЕНИЙ	62
РАЗДЕЛ III. МЕЖДУНАРОДНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ФИРМЫ	63
Глава 5. Международное краткосрочное финансирование промышленно-торговой фирмы	63
Глава 6. Международное долгосрочное финансирование	74
промышленно-торговой фирмы	74
РАЗДЕЛ IV. МЕЖДУНАРОДНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ ВАЛЮТНЫХ	85
СРЕДСТВ ФИРМЫ	85
Глава 7. Международные текущие валютные активы фирмы	85
Глава 8. Международные долгосрочные инвестиции фирмы:	95
валютно-финансовые аспекты	95
РАЗДЕЛ V. ВАЛЮТНЫЙ РИСК И МЕЖДУНАРОДНЫЙ АККАУНТИНГ	105
Глава 9. Базовые методы трансляции международных операций и финансовой отчетности в иностранной валюте	106
Глава 11. Валютно-экономический риск:	123
Идентификация и менеджмент	123
ЧАСТЬ III. ОСНОВЫ МЕЖДУНАРОДНОГО БАНКОВСКОГО ДЕЛА И ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ	130
РАЗДЕЛ VI. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯ БАНКА	131
И ВАЛЮТНЫЕ БАНКОВСКИЕ ПЕРЕВОДЫ	131
Глава 12. Международные	132
Организационно-институциональные единицы банка	132
Глава 13. Международные корреспондентские банковские отношения	141
Глава 14. Международные банковские валютные переводы	150
РАЗДЕЛ VII. ПРИНЦИПЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ КРЕДИТОВ И НЕКРЕДИТНЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ УСЛУГИ	161
Глава 15. Принципы международных банковских кредитов	161
Глава 16. Международные некредитные банковские услуги	172
ЧАСТЬ IV. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПУБЛИЧНЫЕ ФИНАНСЫ	179
РАЗДЕЛ VIII. СОТРУДНИЧЕСТВО ГОСУДАРСТВ В ОБЛАСТИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПУБЛИЧНЫХ ФИНАНСОВ	180
Глава 17. Государство как субъект международных публичных финансов	180
Глава 18. Центральные банки в системе международных финансов	185
Глава 19. Правовое регулирование международных	192
валютно-кредитных отношений	192
РАЗДЕЛ IX. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПУБЛИЧНЫХ ФИНАНСОВ	198

ГЛАВА 20. МЕЖДУНАРОДНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ КАК СУБЪЕКТ МЕЖДУНАРОДНЫХ	199
ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫХ ОТНОШЕНИЙ	199
ГЛАВА 21. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ.....	202
СОДЕРЖАНИЕ.....	225

Сергей Владимирович Котелкин, Андрей Вячеславович Круглов, Юрий Владимирович Мишальченко, Татьяна Гельцевна Тумарова

ОСНОВЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫХ И КРЕДИТНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Учебник