

**F.R. Mirishli,
Y.P.Kozhaev, A.Y. Rzaev, S.E. Sadykova**

**W O R L D
CURRENCY-FINANCIAL
S Y S T E M**

Textbook

Edited by
Doctor of Economic Sciences, Professor
F.R. Mirishli

Izvestiya
Moscow – 2014

**Ф.Р. Миришлы,
Ю.П. Кожаяев, А.Я. Рзаев, С.Э. Садыкова**

М И Р О В А Я ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВАЯ С И С Т Е М А

Учебное пособие

**Рекомендовано
Российским финансово-информационным агентством
«Финам» в качестве *учебного пособия*
для студентов, обучающихся по экономическим
специальностям и направлениям**

**Ф.Р. Миришли,
Ю.П. Кожаяев, А.Я. Рзаев, С.Э. Садыкова**

М И Р О В А Я ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВАЯ С И С Т Е М А

Учебное пособие

Третье издание,
переработанное и дополненное

Под редакцией
доктора экономических наук, профессора
Ф.Р. Миришли

Допущено Министерством образования и науки
Российской Федерации в качестве учебного пособия
для студентов высших учебных заведений,
обучающихся по экономическим специальностям

Известия
Москва – 2014

Etim ve Teksil Merkezi
Tatvanlılar Üniversitesi
Kütüphane

28573

УДК 378
ББК 65.268
М 63

Рецензенты:

А.Н. Покровский – доктор экономических наук, профессор,
заслуженный деятель науки Российской Федерации (Всероссийский
научно-исследовательский конъюнктурный институт);

М.Л. Посталенко – доктор экономических наук, профессор,
(Московский государственный институт международных
отношений (университет))

**Ф.Р. Миришли, Ю.П. Кожяев,
А.Я. Рзаев, С.Э. Садыкова**

М 63 **Мировая валютно-финансовая система: Учебное пособие для
студентов ВУЗов /Под ред. Ф.Р. Миришли. – Третье издание,
переработанное и дополненное. – М.: Известия, 2014. – 360 с.**

ISBN 978-5-5206-00913-2

Настоящее учебное издание представляет собой оригинальное учебное пособие по мировой валютно-финансовой системе, делающей особый акцент на последние изменения в структуре, механизме и функционировании мировой экономики. По сравнению с предыдущим изданием в новом издании обновлен фактический и статистический материал, усилен теоретический аспект. Подробно рассматриваются эволюция мировой валютно-финансовой системы, состояние финансовых ресурсов мира, международное движение капитала, реалии мирового финансового рынка, операции и применение современных технологий на фондовом рынке.

Учебное пособие предназначено для студентов, изучающих дисциплины: «Мировая экономика», «Международные экономические отношения» и «Макроэкономика» (валютно-финансовый раздел), «Финансы, денежное обращение и кредит», «Банковское дело», «Международные финансовые рынки», «Валютный рынок и валютные операции», «Рынок ценных бумаг».

Учебное пособие подготовлено авторским коллективом как для студентов, так и для аспирантов, докторантов и преподавателей экономических специальностей, а также для научных и практических работников, занимающихся внешнеэкономической деятельностью.

ISBN 978-5-5206-00913-2

УДК 378
ББК 65.268

© Коллектив авторов, 2004, 2010, 2014.
© ISBN. ФГУП Издательство «Известия» УД ПРФ, 2014.

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие	10
Введение. Еврoзона закономерное явление мировой валютно-финансовой системы	12
Предпосылки создания единой евровалюты	12
Этапы появления единой евровалюты	15
Процедура присоединения стран к еврозоне	17
Глава 1. Мировая валютно-финансовая система	19
1.1. Сущность мировой валютно-финансовой системы	19
1.2. Эволюция мировой валютно-финансовой системы	21
1.2.1. Парижская валютная система	23
1.2.2. Генуэзская валютная система	25
1.2.3. Бреттон-Вудская валютная система	26
История доллара США	28
Причины кризиса Бреттон-Вудской валютной системы	31
1.2.4. Ямайская валютная система	32
1.2.5. Европейская региональная валютная система	35
<i>Выводы к главе 1</i>	38
<i>Контрольные вопросы</i>	40
Глава 2. Важнейшие элементы мировой валютно-финансовой системы	41
2.1. Мировой денежный товар	41
2.2. Международная валютная ликвидность	44
2.3. Валютный курс	46
2.4. Валютные рынки	50
<i>Выводы к главе 2</i>	53
<i>Контрольные вопросы</i>	55
Глава 3. Функционирование мировой валютно-финансовой системы	56
3.1. Ключевые требования функционирования мировой валютно-финансовой системы	56
3.2. История и поствоенное развитие мировой валютно-финансовой системы	59
3.3. Важные компоненты мировой валютно-финансовой системы	67
3.4. Инфляция: сущность и виды проявления	77

3.4.1. Инфляция в современной России	82
3.4.2. Основные направления антиинфляционной политики России	89
<i>Выводы к главе 3</i>	93
<i>Контрольные вопросы</i>	95
Глава 4. Международные валютно-финансовые расчеты в системе мировой экономики. Платежный баланс	96
4.1. Понятие международных валютно-финансовых расчетов	96
4.2. Формы и методы международных валютно-финансовых расчетов	98
4.3. Структура Платежного баланса	104
<i>Выводы к главе 4</i>	112
<i>Контрольные вопросы</i>	113
Глава 5. Основные международные валютно-финансовые организации	114
5.1. Международные валютно-финансовые организации системы ООН	114
5.1.1. Международный валютный фонд (МВФ)	116
5.1.2. Группа Всемирного банка (ВБ)	120
Международный банк реконструкции и развития (МБРР)	121
Международная финансовая корпорация	124
Международная ассоциация развития	125
Многостороннее инвестиционно-гарантийное агентство	127
Международный центр урегулирования инвестиционных споров	129
5.1.3. Сотрудничество между МБРР и МВФ	130
5.2. Другие международные валютно-финансовые организации	133
5.2.1. Банк международных расчетов	133
5.2.2. Европейский банк реконструкции и развития	135
5.2.3. Отдельные региональные банки развития	137
5.3. Участие России и стран СНГ в деятельности международных валютно-финансовых организаций	138
5.4. Организационно-правовой аспект деятельности международных валютно-финансовых организаций	143
<i>Выводы к главе 5</i>	146
<i>Контрольные вопросы</i>	149

Глава 6. Международное движение капитала	150
6.1. Теории международного движения капитала	150
6.2. Основные причины вывоза капитала	155
6.3. Основные формы вывоза капитала	157
6.3.1. Прямые инвестиции	159
6.3.2. Портфельные инвестиции	160
6.4. Оффшорные финансовые центры	161
<i>Выводы к главе 6</i>	164
<i>Контрольные вопросы</i>	165
Глава 7. Финансовые ресурсы мировой экономики	166
7.1. Сущность мирового финансового рынка (мирового рынка капитала)	166
7.2. Механизм мирового финансового рынка	170
7.2.1. Финансовые центры мира	170
7.2.2. Мировой валютный рынок	171
7.2.3. Мировой рынок деривативов	172
7.2.4. Мировой кредитный рынок	173
7.2.5. Мировой рынок акций	174
7.2.6. Фондовые биржи мира	176
7.2.7. Мировой рынок страховых услуг	177
7.3. Инструменты мирового финансового рынка	177
7.4. Золотовалютные резервы мира	180
<i>Выводы к главе 7</i>	182
<i>Контрольные вопросы</i>	183
Глава 8. Современный мировой финансовый кризис	184
8.1. Экскурс в историю финансовых кризисов и их сущность	185
8.2. Признаки современного мирового финансового кризиса	190
8.3. Ситуация в России и причины аномального падения ее экономики	195
8.4. Антикризисная модель Азербайджана	201
8.5. США: великий эксперимент в условиях «Великой депрессии»	205
<i>Выводы к главе 8</i>	209
<i>Контрольные вопросы</i>	211

Глава 9. Мировой фондовый рынок	213
9.1. Ситуация на мировом фондовом рынке	213
9.2. История становления биржевой торговли	215
9.3. Понятие и сущность рынка ценных бумаг	218
9.3.1. Характеристика первичного рынка ценных бумаг	219
9.3.2. Специфика вторичного рынка ценных бумаг	223
9.4. Распределение денежных потоков в мировой финансовой системе и роль государства в денежно-кредитной политике	229
<i>Выводы к главе 9</i>	<i>233</i>
<i>Контрольные вопросы</i>	<i>236</i>
Глава 10. Формирование фондовых бирж: теоретические и практические аспекты	237
10.1. Сущность экономической потребности фондовых бирж	237
10.2. Основные условия формирования фондовых бирж	239
10.3. Роль системы показателей в практике функционирования фондовых бирж	245
<i>Выводы к главе 10</i>	<i>251</i>
<i>Контрольные вопросы</i>	<i>252</i>
Глава 11. Ведущие фондовые биржи мира	253
11.1. Нью-Йоркская фондовая биржа	253
11.2. Лондонская фондовая биржа	257
11.3. Немецкая фондовая биржа	259
11.4. Токийская фондовая биржа	262
<i>Выводы к главе 11</i>	<i>265</i>
<i>Контрольные вопросы</i>	<i>266</i>
Глава 12. Становление и развитие рынка ценных бумаг в России	267
12.1. Специфика рынка ценных бумаг России и его роль в развитии экономики страны	268
12.2. Правовая база и проблемы развития рынка ценных бумаг в России	271
12.3. Фондовые биржи России	275
12.3.1. Московская межбанковская валютная биржа	279
12.3.2. Московская фондовая биржа	281

12.3.3. Московская международная фондовая биржа	284
<i>Выводы к главе 12</i>	285
<i>Контрольные вопросы</i>	286
Глава 13. Операции на фондовом рынке	288
13.1. Организация фондового рынка	288
13.2. Деривативы – производные финансовые инструменты	292
13.3. Теория Доу и основы технического анализа	300
13.3.1. Основные положения теории Доу	302
13.4. Основные элементы технического анализа, тренды и консолидации	305
13.5. Финансовые рыночные стратегии	314
<i>Выводы к главе 13</i>	318
<i>Контрольные вопросы</i>	319
Глава 14. Механизм получения прибыли на биржевом рынке (спекуляция)	320
14.1. Специфика биржевой спекуляции	320
14.2. Значение спекуляции в укреплении стабильности биржевого рынка	321
14.3. Классификация биржевых спекулянтов	326
14.4. Спекулятивные стратегии на биржевых рынках	328
<i>Выводы к главе 14</i>	332
<i>Контрольные вопросы</i>	333
Глава 15. Логика прогнозирования и моделирования развития рынка ценных бумаг	334
15.1. Методика прогнозирования развития рынка ценных бумаг	334
15.2. Прогнозирование и моделирование развития рынка ценных бумаг: модели, методы, технология разработки	338
<i>Выводы к главе 15</i>	340
<i>Контрольные вопросы</i>	341
Приложения:	
1. Графические модели метода японских свечей	342
2. Рекомендации по ведению внутреннего учета срочных сделок	347
Использованная и рекомендуемая литература, источники информации	354

Предисловие

Предлагаемое учебное пособие «Мировая валютно-финансовая система» позволяет студентам получить необходимые знания в области мировой валютно-финансовой системы. Авторский коллектив поставил перед собой задачу рассмотреть последние изменения в мировой валютно-финансовой системе и провел их анализ, а также попытался обобщить новейшие достижения в этой сфере.

По сравнению с предыдущим изданием в новом издании обновлен фактический и статистический материал, усилен теоретический аспект. Подробно рассматривается эволюция мировой валютной системы, состояние финансовых ресурсов мировой экономики, международное движение капитала, современные реалии мирового финансового рынка, операции и применение новейших технологий на фондовом рынке.

Учебное пособие предназначено для студентов, изучающих дисциплины: «Мировая экономика», «Международные экономические отношения» и «Макроэкономика» (валютно-финансовый раздел), «Финансы, денежное обращение и кредит», «Банковское дело», «Международные финансовые рынки», «Валютный рынок и валютные операции», «Рынок ценных бумаг». Данное пособие имеет цель обогащения теоретических знаний и расширения интеллектуального кругозора в области мировой валютно-финансовой системы.

Следует отметить что требования стандартов по указанным дисциплинам для различных специальностей далеко не идентичны. Так, одни стандарты требуют раскрыть содержание и функцию денег, денежной системы, в других отсутствует этот раздел, но уделяется большое внимание финансовым рынкам. Поэтому в настоящем учебном пособии освещаются некоторые основные вопросы, содержащиеся в том или ином стандартах. Успешное овладение данной дисциплиной позволит применить полученные теоретические знания на практической финансово-экономической деятельности и облегчит усвоение ряда других специальных дисциплин финансово-экономичес-

кой сферы (микроэкономика, финансовый менеджмент, финансы предприятий и т.д.).

Настоящее учебное издание представляет собой оригинальное учебное пособие по мировой валютно-финансовой системе, делающей особый упор на инновационные факторы в структуре, механизме и функционировании мировой экономики. Учебное пособие основано на материалах Международного валютного фонда, Всемирного банка (Международного банка, реконструкции и развития), центральных банков зарубежных стран и России, а также на учебниках и монографиях и статьях ведущих иностранных и отечественных теоретиков, которым авторский коллектив весьма признателен.

Авторский коллектив систематически обращался к опыту рассмотрения и анализа проблем, содержащегося в трудах специалистов, о чем свидетельствует список рекомендуемой литературы и источников информации, в которых более широко и подробно рассматриваются изучаемые вопросы в учебном пособии. Для более успешного освоения учебного материала в каждой главе пособия представлены краткие выводы и контрольные вопросы.

Авторский коллектив будет признателен читателям за замечания и пожелания, которые помогли бы улучшить содержание и структуру учебного пособия.

Учебное пособие подготовлено авторским коллективом как для студентов, так и для аспирантов, докторантов и преподавателей экономических специальностей, для научных и практических работников, занимающихся внешнеэкономической деятельностью. Будет также полезен всем читателям, интересующимся данными проблемами.

Введение.

Еврозона закономерное явление мировой валютно-финансовой системы

Случай, имевший место еще в античное время и служащий примером, или же оправданием для валютного единения Европы, старше, чем само понятие «Европа» в его современной геополитической трактовке. В тот период существовало единое этно-социальное пространство – Римский мир, который объединял средиземноморские прибрежные государства Африки, Ближнего Востока и Европы. При Цезаре западная часть этого широкомасштабного пространства, в отличие от его восточной части, практически становится зоной хождения единой валюты под названием римского денария. Именно при Цезаре начинается регулярная чеканка золотых монет, хождение которых в качестве единой валюты укрепляет власть Рима над своими провинциями. Интегрирующий фактор единой валюты Римом применяется для реализации в жизнь своих имперских амбиций.

Предпосылки создания единой евровалюты

В контексте интегрирующего фактора значительно позже деньги применяются уже в рамках различных монетных конвенций и союзов, то есть соглашений между государствами о стандартизации веса и пробы монет и их взаимном приеме. Подобные документальные факты имели место еще в средневековье, а затем этот опыт стал распространяться в странах Западной Европы. Например, конвенции германских государств заключаются в 1753 г., 1836–1838 гг.¹, Австро-германский монетный союз – в 1857 г. Скандинавский монетный союз функционирует с 1872 по 1924 г. В 1865 г. по инициативе Франции создается Латинский монетный союз, объединяющий ее с

¹ О.В. Буторина. Европейская интеграция. – М., 2011.

Бельгией, Италией, Швейцарией, Болгарией и Грецией (1868 г.). Латинский союз преследовал цель унификации чеканки золотых и серебряных монет и поддержания устойчивого денежного обращения на базе биметаллизма. После Первой мировой войны с прекращением чеканки серебряных монет и переходом к бумажным деньгам союз теряет свое значение и в конце 1926 г. распадается.

Однако, указанные различные союзы привели к идеи экономического объединения Европы. В 1926 г. на первом Европейском конгрессе в Вене провозглашается намерение о создании Панъевропейского союза, но разразившийся мировой финансово-экономический кризис («Великая депрессия» в 1929–1933 гг.), а затем Вторая мировая война сдерживают воплощение этой идеи в реальность.

Две глобальные войны в мире приводят руководителей стран Западной Европы к глубокому осознанию потребности приоритетов общеевропейских интересов и ценностей. Западноевропейская интеграция, как было ранее отмечено, начинается с Договора об учреждении Европейского объединения (сообщества) угля и стали (ЕОУС), который был подписан 18 апреля 1951 г. в Париже Францией, Германией, Бельгией, Италией, Люксембургом и Нидерландами.

Генезисом нынешнего Европейского союза, напомним, считается именно ЕОУС, созданное в 1951 г. указанными шестью странами и положившее конец ожесточенной конкуренции на рынке угля и стали. Установив единые цены и соответствующие квоты для каждого участника, изолировав себя таможенными барьерами от конкуренции извне, ЕОУС стало монопольным хозяином в этой области. Таким образом, начался процесс западноевропейской интеграции. Как известно, вслед за ЕОУС появляется Европейское сообщество по атомной энергии.

Для аналитического разбирательства, здесь будет уместным повторится, в Риме 25 марта 1957 г. был подписан Договор об учреждении Европейского экономического сообщества (ЕЭС) – «Римский договор»². Он распространил многие принципы, реализованные в ЕОУС, на другие сферы экономических отношений. Таким образом, в странах Западной Европы приступили к формированию полноценного общего рынка, ко-

² Л.М. Энтин. Европейское право. – М., 2010.

торый должен был охватить все отрасли и сектора экономики³. В 1960 г. в Европе начинает функционировать Европейская ассоциация свободной торговли (ЕАСТ). В настоящее время почти все страны Западной Европы объединены в два экономических альянса – ЕЭС и ЕАСТ.

К вопросу же введения единой денежной единицы страны Европы вплотную подошли в конце 60-х годов. Для подготовки конкретного плана действий по созданию Экономического и валютного союза была создана рабочая группа из представителей государств – членов ЕЭС под руководством Пьера Вернера (премьер-министр Люксембурга). В октябре 1970 г. группа представила свои предложения, где предполагалось, что к 1980 г. граждане стран Западной Европы будут жить в условиях полного Экономического и валютного союза (ЭВС).

В марте 1971 г. Совет министров экономики и финансов ЕЭС высказал свое принципиальное согласие с идеей движения к Экономическому и валютному союзу. Когда в августе 1971 г. Правительство США отменило золотой стандарт своей валюты, а в декабре того же года разрешенные МВФ пределы колебаний валют в отношении доллара были увеличены до 2,25%, это сразу же привело к определенной нестабильности сторонников ЭВС. Последствия нестабильности, обрушившиеся на валютные рынки, создали, в частности, существенное давление в пользу усиления западногерманской валюты – марка ФРГ.

В 1978 г. страны ЕЭС заключают соглашение о создании Европейской валютной системы (ЕВС), вступившее в действие в 1979 г. и обеспечивающее скоординированное свободное колебание национальных валют по отношению к доллару США⁴. Одновременно создается европейская расчетная валютная единица – ЭКЮ (European Currency Unit). Так, Западная Европа ответила на очевидную исчерпанность функций Бреттон-Вудской валютной системы, с 1945 г. практиковавшей фиксированные обменные курсы. Четыре года спустя основывается Европейский фонд валютного сотрудничества, осуществ-

³ А.Г. Белов. Опыт европейской интеграции и формирование Единого экономического пространства «большой четверки» Евро-Азиатского региона // Деньги и кредит, 2004. – №12. – С. 37–43.

⁴ П.О. Пензин. Перспективы евро как резервной валюты // Деньги и кредит. – М., 2009. – №10. – С. 45–47.

ляющий эмиссию ЭКЮ и целевое кредитование его стран для поддержания своих национальных валют.

Европейская расчетная единица – ЭКЮ центральный элемент Европейской валютной системы. Она была определена как корзина валют. Вес, приданный каждой валюте, отражает относительную долю различных государств – членов в валовом национальном продукте Европейского сообщества и в торговле внутри него, а также их вклад в механизмы краткосрочной валютной поддержки.

В 1988 г. на встрече государств – участников ЕЭС в Ганновере в отчете руководителя Европейской комиссии Ж. Делора было отмечено о планах создания центральной европейской банковской системы (типа ФРС США) и введения общей евровалюты. Через один год, на их следующей встрече в Мадриде принимается программа трехэтапной экономической интеграции с 1 июля 1990 г.

Этапы появления единой евровалюты

Первый этап перехода к единой валюте в ЕС начался 1 июля 1990 г. Его целью стала отмена всех ограничений на движение капиталов между странами – членами ЕС (в рамках ЕС) и между странами – членами ЕС и третьими странами⁵.

В 1991 г. в Маастрихте намечается стратегия конвергенции национальных хозяйств стран – членом ЕС и вырабатываются ее критерии, основанные на строгом соблюдении бюджетной и финансовой политики. Маастрихтский договор подписывается 7 февраля 1992 г. и вступает в силу в 1993 г. Главные компоненты ЭВС – единая валюта, получившая наименование «евро», и единый Европейский центральный банк, которые между собой тесно взаимосвязаны. Заметим, каждая национальная валюта всецело находится под юрисдикцией и контролем соответствующего государства в лице Центрального банка, а единая наднациональная валюта непременно требует наличия наднационального, то есть международного органа, который осуществлял бы единую денежно-кредитную политику на пространстве ЕС.

Договор, предусматривающий поэтапное продвижение к Валютному союзу, подписан 12 странами – членами ЕС в Мааст-

⁵ И.О. Панфилов. Европейская экономическая интеграция: тенденции, проблемы, перспективы. – М.: Экон, 2010. – С. 24.

рихте в феврале 1992 г., а ратифицирован он и вступил в силу с 1 ноября 1993 г.⁶.

Второй этап валютной интеграции в рамках ЕС начался в 1994 г. с созданием Европейского валютного союза и решительной реализацией мер по нивелировке финансово-бюджетных политик стран – членов ЕС.

В декабре 1995 г. в Мадриде на заседании Европейского совета была принята программа введения евро, которая конкретизирована также на заседании ЕС (декабрь 1996 г., Дублин).

В 1998 г. из 15 стран – членов ЕС были определены первые 11 участниц будущего Экономического и валютного союза, прошедших маастрихтскую договоренность. В то время кандидатура Греции была отклонена по четырем базовым критериям, а Великобритания, Дания и Швеция воспользовались правом на отсрочку вступления в зону евро.

В 1999 г. начинается третий этап движения к единому валютно-экономическому пространству. С 1 января 1999 г. Европейский центральный банк развернул свою деятельность, и страны – члены ЕС окончательно зафиксировали национальную валюту по отношению к евро. Тогда же европейская система центральных банков под руководством ЕЦБ начинает разработку и проведение единой денежно-кредитной политики применительно к евро. Осуществляются валютные операции с евро и выпуск новых государственных займов, доминированных в евро.

В 1999 г. безналичный евро был введен в 11 странах – членах ЕС, то есть в Германии, Франции, Италии, Бельгии, Нидерландах, Люксембурге, Ирландии, Испании, Португалии, Финляндии и Австрии. Через один год к ним присоединилась Греция. Остальные страны – члены ЕС – Великобритания, Дания и Швеция решили остаться вне зоны евро. Введение в 2002 г. единой валюты евро в наличное обращение ознаменовало завершение третьего этапа формирования ЭВС на пространстве ЕС. В 2004–2007 гг. к ЕС присоединились 12 новых стран, заявивших о намерении как можно скорее ввести единую валюту. Первой из них на евро перешла Словения (2007 г.), за ней последовали Мальта и Кипр (2008 г.), Словакия (2009 г.), а

⁶ В.Ю. Мамакин. Международная роль евро: настоящее и будущее // Деньги и кредит, 2009. – №11. – С. 68–76.

также Эстония (2011 г.).

Экономический и валютный союз на пространстве ЕС создавался для достижения таких взаимосвязанных целей, как придать новый импульс развитию европейской интеграции, стимулировать рост, усилить роль ЕС в мире⁷.

Процедура присоединения стран к еврозоне

Для перехода на евро странам – членам ЕС требовалось выполнить Маастрихтские критерии, то есть снизить инфляцию и процентные ставки, оздоровить государственные финансы. Это, в свою очередь, обещало улучшить инвестиционную ситуацию в зоне евро и создать долгосрочные условия для устойчивого роста.

Основные пункты, на которые подразделяются Маастрихтские критерии:

– темпы инфляции не должны превышать более чем на 1,5%-ых пункта средний аналогичный показатель в трех странах с наименьшим ростом цен;

– процентные ставки по долгосрочным (десятилетним) государственным ценным бумагам не должны превышать более чем на 2%-ых пункта соответствующий средний показатель для трех стран с наименьшим ростом цен;

– государственный бюджет должен сводиться с положительным или нулевым сальдо, и в крайних случаях дефицит не должен быть более 3% ВВП;

– государственный долг не должен быть более 60% ВВП;

– в течение двух лет валюта должна быть привязана к евро в рамках механизма обменных курсов-2 (МОК-2).

Стране – участнице надлежит обеспечить независимость своего национального (центрального) банка и привести его статус в соответствие с Уставом ЕЦБ.

Процедура присоединения стран – членов ЕС к зоне евро закреплена в ст. 122–123 Договора о ЕС. ЕЦБ ежегодно публикует доклад о конвергенции, где оцениваются результаты выполнения Маастрихтских критериев. Аналогичный доклад готовит Европейская комиссия. Когда страна – член ЕС выполняет все без исключения Маастрихтские критерии, она направляет заявку в ЕЦБ и Европейскую комиссию с просьбой

⁷ О.В. Буторина. Европейская интеграция. – М., 2011.

28543

17

Elm və İhtisil Mərkəzi
Təbriz Universiteti
Kitabxana

рассмотреть возможность ее перехода на евро⁸. Названные институты изучают национальное досье и готовят отчеты, которые передаются в Совет ЕС. Он проводит консультации с Европейским парламентом и представляет итоговое заключение главам государств и правительств стран – членов ЕС, которые принимают окончательное решение.

Введение единой валюты – евро повышало качество единого внутреннего рынка ЕС, что открывало для национальных компаний новые возможности производства и сбыта товаров. Более широкий внутренний рынок также должен был усилить конкуренцию между предприятиями разных стран, заставив их повышать рентабельность. Этому способствовало и то, что цены внутри зоны евро становились прозрачными, оптимально сравнимыми, ведь колебания обменных курсов больше не маскировали разницу в цене товара. Внутри Валютного союза исчезали расходы на конвертирование, например, голландских гульденов в испанские песеты. Устранялись колебания валютных курсов и, следовательно, расходы на страхование валютных рисков.

Становление евро как второй по значению мировой валюты должно было существенно укрепить ведущие позиции Европейского союза в мире, усилить его авторитет в МВФ и других влиятельных международных организациях. Создание единой валюты улучшало условия расчетов зоны евро с ее внешними партнерами. Используя евро, а не доллары США, для совершения экспортно-импортных сделок, проведения банковских и валютных операций, страны – члены ЕС больше не подвергались валютному риску, что снижало их зависимость от экономической политики США. Впоследствии эти ожидания целиком оправдались.

Падение берлинской стены и перспектива сближения западной и восточной частей Европы требовали, чтобы ЕС стал более сильным и влиятельным мировым «игроком», скажем, соперником или партнером. Валютный союз усиливал интеграционные связи внутри ЕС, а единая валюта – евро подкрепляла его новые международные амбиции.

⁸ В.И. Рыбина. Новая единая европейская валюта евро. – М.: МФиС, 1998. – С. 392.

Глава 1.

Мировая валютно-финансовая система

Формой организации и регулирования международных валютно-финансовых отношений, исторически сложившихся на базе развития мировой экономики, внешнеэкономических и других связей между различными странами, закреплённая межгосударственными соглашениями, является *мировая валютно-финансовая система*, которая неразрывно связана с национальными валютными системами. При этом национальные валютные системы ряда стран выходят за рамки национальных границ. Процесс их транснационализации развивается вследствие либерализации международных валютно-финансовых отношений, использования национальных валют в качестве международного расчетного кредитного и резервного средства. А платёжный баланс – эта статистическая система, где отражаются все экономические операции, связанные валютно-финансовыми отношениями, между резидентами данной страны и нерезидентами, которые произошли в течение определенного периода времени.

1.1. Сущность мировой валютно-финансовой системы

Развитие мировой экономики требует проведения взаимных расчетов между юридическими и физическими лицами разных стран. Постоянно возрастающий в условиях глобализации мировой экономики международный платёжный оборот, связанный с оплатой денежных обязательств этих лиц, обеспечивает национальный процесс общественного воспроизводства и перелив денежного и финансового капитала между странами. Обмен между ними различными формами экономической деятельности обслуживают *валютные отношения*, которые представляют собой совокупность общественных отношений, возникающих при осуществлении *международных расчетов*, валютных и кредитно-финансовых операций.

Участниками мировой валютно-финансовой системы, скажем так, международных валютно-финансовых отношений являются коммерческие и инвестиционные банки (в том числе ТНБ), центральные банки стран, различные институты (страховые, пенсионные и взаимные фонды), брокерские фирмы, международные валютно-кредитные и финансовые организации, частные лица. *Формой организации и регулирования* валютно-финансовых отношений, закреплённой межгосударственными соглашениями, является *валютная система*, которая разделяется на *мировую, региональную и национальную*.

Международные валютно-финансовые отношения и их форма организации и регулирования – мировая валютная система состоит из следующих *основных важнейших и конструктивных элементов*:

- *мировой денежный товар*, который принимается каждой страной в качестве эквивалента вывезенного из нее богатства;
- *международная валютная ликвидность* – возможность страны или группы стран обеспечивать свои краткосрочные внешние обязательства приемлемыми платежными средствами. Ее компонентами являются официальные валютные резервы стран, официальные золотые резервы, резервные позиции в МВФ (права страны – члена получать безусловный кредит в иностранной валюте в пределах 25% ее квоты в МВФ), счета в СДР и евро;
- *валютный курс* и он является стоимостью денежной единицы одной страны, выраженной в единицах другой;
- *валютные рынки* – мировой валютный рынок включает отдельные зональные и территориальные рынки, расположенные в различных регионах мира, а также в центрах международной торговли и валютно-финансовых операций;
- *международные валютно-финансовые организации*, то есть глобальные и региональные финансовые институты.

Таким образом, международные валютно-финансовые отношения – одна из наиболее динамично развивающихся форм международных экономических отношений. Денежные единицы стран становятся валютой, когда используются в мирохозяйственных связях. В зависимости от степени свободы обмена национальной валюты на иностранную различаются свободно конвертируемые, частично конвертируемые и неконвертируемые (замкнутые) валюты. Формирование устойчивых экономических отношений по поводу купли-продажи валюты

и их правовое оформление образует валютные системы (мировую, региональную и национальную). Валютная система состоит из ряда взаимосвязанных элементов и взаимозависимостей. В мировой экономике действовали последовательно три глобальные валютные системы – Парижская, Генуэзская и Бреттон-Вудская. В настоящее время действует Ямайская валютная система, в которой закреплено изменение роли и место основных индустриально развитых стран в мировой экономике во второй половине XX в. Экономические, политические и культурные связи между странами порождают денежные требования и обязательства, платежи по которым подлежат регулированию. С этой целью применяются различные формы международных расчетов. Выбор формы расчетов определяется рядом факторов. Некоторые формы расчетов более выгодны экспортеру, другие – импортеру. Значит, международные валютно-финансовые отношения – экономические связи, складывающиеся при функционировании валюты в МЭО и обслуживающие обмен результатами деятельности субъектов мировой экономики.

1.2. Эволюция мировой валютно-финансовой системы

Мировая валютная система представляет собой совокупность способов, инструментов и межгосударственных органов, с помощью которых осуществляется платежно-расчетный оборот в рамках мировой экономики.

Функционирование мировой экономики связано с необходимостью использования денег. Денежное обращение в рамках одной страны или группы стран, а затем и в мировом масштабе изначально возникло не как самостоятельная сфера экономики, а как вспомогательная – обслуживающая экономическая функция. Однако, с течением времени, особенно в последние десятилетия, когда процесс глобализации охватил практически все сферы мирового сообщества, с развитием финансово-кредитных механизмов именно денежное обращение (финансовые операции) становится источником получения подавляющей массы прибыли в мировой экономике, потеснив даже сферу производства. Тем не менее развитие финансов и кредитно-денежной системы оказывает в современных условиях решающее влияние на процесс общественного производства в целом, на развитие мирохозяйственной системы.

Денежная система страны – это форма организации денежного обращения, то есть движения наличных денег и осуществления безналичных расчетов в процессе обращения товаров, использования услуг, а также осуществления различных платежей в стране.

Основными чертами современной денежной системы развитых стран являются изъятие золота из внутреннего оборота, разрыв между эмиссией денег и их золотым обеспечением, а также осуществление полного перехода к кредитным деньгам.

В настоящее время кредитные деньги включают банкноты и средства безналичного оборота – чеки, векселя, кредитные карточки. Банкноты выпускаются эмиссионными центральными банками стран. Они являются главным элементом наличной денежной массы. Более 80% денежных расчетов в развитых странах осуществляется в безналичной форме. Главное средство безналичных расчетов – *чековый оборот*. Чек является письменным приказом владельца текущего депозита в банке, содержащий указание выплатить выделенную сумму определенному лицу. Банковские чеки также используются самими кредитными учреждениями для межбанковских расчетов. В 90-е годы XX в. в США количество ежегодно выписываемых чеков превысило 40 млрд долл.

Еще в 1985 г. в США было завершено создание общенациональной автоматической электронной системы перевода фондов. Такие же системы в настоящее время созданы во всех развитых странах и в большинстве развивающихся стран.

Расширение сферы применения безналичных расчетов происходит путем использования *кредитных карточек* – именных денежных документов, предоставляющих их владельцам возможность приобретать товары и услуги без оплаты наличными.

В современном мире денежные системы стран не являются замкнутыми, они тесно взаимодействуют. В подавляющем большинстве случаев взаимный обмен результатами хозяйственной деятельности и связанные с этим международные расчеты осуществляются в денежной форме. Поэтому денежным единицам одних стран противостоят денежные единицы других стран. Необходимость установления единых международных правил существования валют в мире привела к постепенному формированию *мировой валютной системы*.

При этом поэтапно формировались сначала национальные (внутренние) валютные системы, региональные (действующие внутри групп стран), а затем и мировая валютная система. При-

мером национальной валютной системы может служить валютная система любой страны мира, а региональной валютной системой является, скажем, Европейская валютная система, которая прежде основывалась на региональной денежной единице эку, затем с 1 января 1999 г. вместо нее введена евро. С 1 января 2002 г. новая денежная единица введена в наличный оборот ведущих стран – членов ЕС.

Валютная система отражает формирование устойчивых отношений по купле-продаже валюты, а также их правовое закрепление. Таким образом, *валютная система* – это совокупность экономических отношений, связанных с функционированием валюты, и формы их организации и регулирования, закрепленных юридически в национальных правовых нормах и международных соглашениях.

Мировая валютная система прошла сложный *эволюционный путь* своего формирования, прежде чем приняла современный вид. За всю историю развития мировой валютной системы принципы ее существования менялись четыре раза, что закреплялось решениями соответствующих международных конференций. На каждом из этих эволюционных этапов менялось и название мировой валютной системы. Каждый раз исходили при этом из названия местности, где проводились *конференции*, – *Парижская валютная система, Генуэзская валютная система, Бреттон-Вудская валютная система, Ямайская валютная система*.

Мировая валютная система включает взаимодействующие национальные валютные системы и международные валютные институты.

1.2.1. Парижская валютная система

Парижская валютная система – «*золотой стандарт*» (с 1867 г. до 1922 г.). Каждая национальная валюта имела *золотое содержание*, в соответствии с которым она свободно обменивалась на *другие валюты и золото*. Режим валютного курса – свободно плавающий. *Золотой стандарт* представляет собой форму организации валютных отношений, в которой золото используется как денежный товар. За золотом была признана роль мировых денег. Курс национальных валют привязывался к золоту и через их золотое обеспечение устанавливались соотношения между ними.

Система золотого стандарта предполагала фиксированный валютный курс. Для ее существования необходимы *такие основные условия*, как установление золотого содержания национальной денежной единицы, поддержание соотношения между запасами золота и денежным предложением в стране, свободный экспорт и импорт золота.

При данной системе дефицит *платежного баланса* покрывался золотом, что вело к его оттоку из страны, либо за счет переливов краткосрочного капитала, что вызывало уменьшение количества денег, снижение платежеспособного спроса и в результате – снижение цен на внутреннем рынке страны. Таким образом, перемещение золота из одной страны в другую страну, а также передвижение краткосрочного капитала автоматически корректировали состояние платежного баланса.

Система золотого стандарта имела свои преимущества и недостатки. К *преимуществам* можно отнести стабильные валютные курсы, которые способствовали расширению международной торговли за счет снижения неопределенности и риска. Автоматическое выравнивание дефицитов и активов платежных балансов, обеспечивало достоверность прогнозов денежных потоков компании, планирование расходов и прибыли. Всеми этими факторами обуславливалась стабильность во внутренней и внешней экономической политике стран.

Что касается *недостатков*, то они заключались в том, что внутреннее экономическое развитие стран оказывалось в существенной зависимости от *состояния платежного баланса*, и требовалась постоянная внутренняя макроэкономическая подстройка. Зависимость денежной массы от добычи и производства золота, например, открытие новых месторождений и увеличение его добычи, приводила к транснациональной инфляции. Отсутствовала возможность проводить независимую денежно-кредитную политику, направленную на решение внутренних проблем, что в определенных условиях порождало безработицу, сокращение доходов, инфляция.

Парижская валютная система могла существовать лишь до тех пор, пока страны располагали достаточным золотым резервом для обеспечения закрепленных валютных курсов. Если страна испытывала нехватку золота, то она не в состоянии была участвовать в системе золотого стандарта. Эта система имела свои *разновидности*:

– *золотомонетный стандарт*, который действовал до на-

чала XX в., когда банками осуществлялась свободная чеканка (выпуск) золотых монет;

– *золотослитковый стандарт*, имевший место в XX в. до начала Первой мировой войны, когда золото применялось лишь в международных расчетах.

Система золотомонетного стандарта была относительно эффективна до Первой мировой войны, пока действовал рыночный механизм выравнивания *валютного курса и платежного баланса*. В период Первой мировой войны и особенно в период «Великой депрессии» (1929–1933 гг.) эта система претерпела кризисы. Поэтому золотомонетный и золотослитковый стандарты потеряли свою актуальность. Они перестали соответствовать масштабам возросших хозяйственных связей. Из-за высокой инфляции национальные валюты большинства стран Европы стали неконвертируемыми. При сложившихся условиях видоизменился золотой стандарт и США превратились в новую финансовую державу мира.

Новые условия развития мирового капитализма в конце XIX – начале XX вв., сопровождавшиеся кризисными явлениями в мировой экономике и создавшие революционную ситуацию в ряде стран, привели к распаду Парижской валютной системы. Ее заменила Генуэзская валютная система.

1.2.2. Генуэзская валютная система

Генуэзская валютная система – *«золотодевизный стандарт»*. Она была создана в 1922 г. на Генуэзской международной конференции. Суть *золотодевизного стандарта* заключалась в том, что дополнение к *золоту* в международном обороте (международных расчетах) стали использоваться также валюты ведущих капиталистических стран, то есть *«деvizы»*, в основном английский фунт стерлингов. Золотые паритеты были сохранены. Некоторое время в отдельных странах мира, как, например, в Великобритании, США, Франции, использовался еще и *золотослитковый стандарт*.

Основу золотодевизного стандарта составляли золото и девизы (ведущие иностранные валюты). В тот период денежные системы 30 стран базировались именно на этом стандарте. Национальные кредитные деньги стали использоваться в качестве международных платежно-резервных средств. Однако, в межвоенный период статус резервной валюты не был официально закреп-

плен ни за одной из валют.

Конверсия валют в золото стала осуществляться не только непосредственно, но и косвенно, через иностранные валюты, что позволяло экономить золото государствам, обедневшим во время Первой мировой войны. Заметим, был восстановлен режим свободно колеблющихся валютных курсов. А валютное регулирование осуществлялось в форме активной валютной политики, международных конференций и совещаний.

Однако, Генуэзская валютная система просуществовала недолго. Уже в первой половине 30-х годов XX в. мировая валютная система пережила существенные потрясения, вызванные глобальным экономическим кризисом, который охватил и денежно-кредитную сферу. Поэтому золотодевизный стандарт прекратил свое существование. К началу Второй мировой войны размен банкнот на золото производился фактически только в США.

В ходе Второй мировой войны соотношение ведущих экономических сил мира радикальным образом изменилось. США стали экономической державой мира, экономические позиции Великобритании и Франции были существенно ослаблены, национальные хозяйства Германии и Японии отставали по всем параметрам и находились на стадии разрушения. Вторая мировая война привела к кризису и распаду Генуэзской валютной системы. В этих условиях разработка проектов реформирования мировой валютной системы оказалась под существенным влиянием США и в незначительной степени – Великобритании. На смену Генуэзской валютной системы пришла – Бреттон-Вудская валютная система.

1.2.3. Бреттон-Вудская валютная система

Бреттон-Вудская валютная система – «золотовалютный стандарт», а точнее «золотодолларовый стандарт», имея в виду усиление США в послевоенный период. Эта система официально была принята на Международной валютно-финансовой конференции ООН, проходившей с 01 по 22 июля 1944 г. в г. Бреттон-Вудс (штат Нью-Хэмпшир, США). Здесь также были созданы две валютно-финансовые и кредитные организации – МВФ и МБРР, призванные предоставлять кредиты своим странам – членам при возникновении серьезного дефицита в *платежных балансах*, утрате устойчивости национальной валюты, а также осуществлять контроль за соблюдением

странами – членами принятых ими обязательств.

В данной валютной системе золото стало использоваться в ограниченном виде. Сохранилось *золотое содержание валют*, однако, обменять на *золото* можно было только валюту США – *доллары*, да и то это право имели центральные банки стран. Золото использовалось как международное платежное и резервное средство.

Роль резервной валюты стал играть в основном доллар США. Помимо американской валюты роль резервной (ключевой) валюты стал играть также английский фунт стерлингов. Однако, в действительности все же был установлен долларовой стандарт, поскольку *доллар США стал единственной валютой, конвертируемой в золото*. В мире перешли к системе фиксированных валютных курсов, которые могли лишь незначительно отклоняться от обусловленных пределов.

Целями создания Бреттон-Вудской валютной системы являются восстановление глобальной и региональной свободной торговли, установление устойчивого равновесия системы международного обмена на основе системы закрепленных валютных курсов, передача в распоряжение государств ресурсов для противодействия временным трудностям во внешнем балансе.

Данная валютная система базировалась на следующих *принципах*:

- установление твердых обменных курсов национальных валют стран – членов по отношению к ведущей валюте;
- закрепление курса ведущей валюты в золотом эквиваленте;
- поддержка центральными банками стабильного курса национальной валюты по отношению к ведущей иностранной валюте в пределах $\pm 1\%$ с помощью валютных вмешательств;
- изменения курсов валют посредством девальвации и ревальвации;
- организационная роль в данной системе принадлежит МВФ и МБРР. Например, МВФ предоставляет кредиты в иностранной валюте для покрытия дефицита *платежных балансов* в целях поддержки нестабильных валют, осуществляет контроль за соблюдением странами – членами принципов мировой валютной системы, обеспечивает валютное сотрудничество стран.

Доллар США стал базой валютных паритетов, преобладающим средством международных расчетов, валютной ин-

тервенции и резервных активов. Было установлено золотое соотношение валюты США: 35 долл. за тройскую унцию (31,1 г.). Таким образом, национальная валюта США стала одновременно мировыми деньгами. Поэтому Бреттон-Вудсская валютная система часто и называется системой «золотодолларового стандарта».

Со временем данная система стала обнаруживать несоответствие быстро меняющимся условиям на мировом рынке. Рост золотых запасов начал отставать от динамично развивающейся системы международной торговли и финансов. Поэтому повысилась роль доллара США как мирового валютного резерва. Иностранные долларовые активы быстро росли благодаря стабильному дефициту платежного баланса США в 50–60-х годах XX в.

Золотые резервы США постепенно истощались. Запасы долларов в международных резервах в несколько раз превысили золотой запас США. Поэтому значение доллара США как мировой резервной валюты приобретало сомнительный характер. В 1971 г. был прекращен обмен этой валюты на золото и ее курс стал устанавливаться на валютном рынке под воздействием спроса и предложения, то есть доллар США из устойчивой валюты превратился в плавающую валюту, что привело к отказу от системы золотодолларового стандарта.

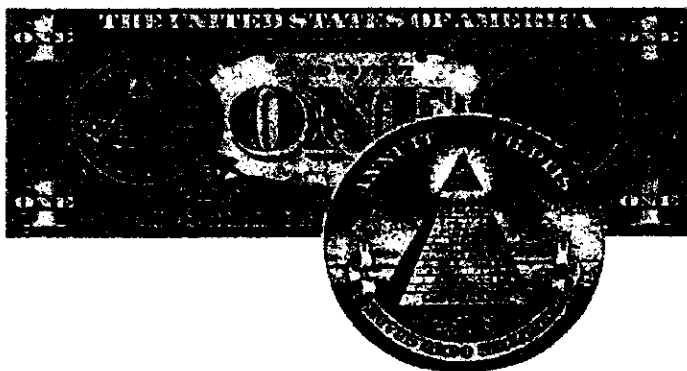
История доллара США

Чехия, городок Иоахимсталь (долина святого Иохима). Сначала в тех краях добывали железную руду. В 1516 г. здесь нашли серебро. Хозяин земель бедный граф Стефан Шлик стал чеканить собственную серебряную монету, которую называли, как и город, «*иохимсталер*». На одной стороне монеты изображали святого Яхима, на другой – льва, герб Чехии. Позже сложное название укоротили, оставив только вторую часть слова – «*талер*». В России же, которая всегда шла своим путем, наоборот, взяли первую часть названия – «*ефимок*». Но монета не прижилась.

С. Шлик, выпустив более 2 млн талеров, умер. Своей ли смертью или ... Об этом история замалчивает. Слишком уж выгодный бизнес. Императорский дом тут же изъял у осиротевшей семьи право чеканки монеты. Только государи, цари и т.п., а позже государство должны обладать монополией на выпуск денег!

Талер скорее стал достаточно популярным в Европе. Фактически он был первый мировой валютой. Так, в Испании его звали *талеро*, в Италии – *таллеро*, в Нидерландах – *дальдре*, в Скандинавии – *далер*, в Англии и Шотландии – *даллер*, затем *даллар*, *доллар*. Под этим названием он и прижился в Америке, куда переехали через Атлантический океан англичане. В 1785 г. конгресс США официально принял решение сделать *доллар* денежной единицей страны.

Заметим, у американского доллара есть много тайн. Но, пожалуй, самая главная – однодолларовая купюра 1928 г. Оформлял ее по просьбе Генри Уоллеса русский эмигрант Сергей Макроновский. Под этим псевдонимом жил и занимался творчеством знаменитый художник Николай Рерих. В 1920 г. он с женой переехал в США, где основал «Общество Агни-Йоги» и Институт объединенных искусств (Нью-Йорк). Дружил Г. Уоллесом, который позже стал помощником президента США Ф. Рузвельта.



Так вот, на той однодолларовой купюре появляется странный знак – усеченная пирамида на Большой печати США. Ее вершина как бы парит в лучах над основанием. В образовавшемся треугольнике изображено «Всевидящее око». На ленте, окаймляющей пирамиду снизу, надпись по-латыни: «Новый мировой порядок». Ясно, что даже Рериху не позволили бы рисовать на национальной валюте все, что ему хочется. Значит, был заказ. Явно не друга Г. Уоллеса, который еще не имел большой политической силы. Рузвельт же тогда еще не являлся президентом, а был губернатором Нью-Йорка. Значит, за Г. Уоллесом стоял весьма влиятельный человек или группа лиц, которые могли вот так запросто изменить дизайн национальной валюты.

Купюра, обратите внимание, была выпущена в 1928 г. Буквально на следующий год в экономике США наступила «Великая депрессия», которая охватила и Европу. Тяжелее всех пришлось Германии, где на фоне кризиса к власти пришел Гитлер, Америку же выводить из депрессии пришлось Рузвельту. Сегодня много дискутируют о его «новом курсе», по-английски New Deal, что на самом деле переводится как «новая сделка». Она и была заключена между государством и крупным бизнесом, которого обязали делиться частью доходов ибо потеряет все. А вот настоящий новый курс, зашифрованный на новой однодолларовой банкноте, не афишировался. Это был курс на вытеснение английского фунта стерлинга как единственной мировой валюты с 1840 г. и установление нового мирового порядка, где будет править доллар США.

Уже в 1944 г., когда в Европе еще шла война, США организуют в пригороде Вашингтона Бреттон-Вудсе очередную встречу союзников по будущему переустройству мира. Фактически там утвердили послевоенную международную валютно-финансовую систему, и назначали доллар единственной мировой валютой для расчетов между странами. Почему такая честь? США к тому времени накопила более 70% мирового запаса золота, для которого построили специальное хранилище – Форт-Нокс. Золотом обеспечивался и доллар по курсу 35 долл. за унцию. Ни фунт стерлингов, ни франк такой силы уже не имели. Почему же союзник СССР не возражал против такой привилегии доллара. Возможно, Сталин не затронул этот вопрос, потому что ему в тот момент для победы над фашистской Германией требовалось американское оружие и продовольствие по ленд-лизу. А уж после победы он надеялся разобраться с капитализмом. Но был еще один фактор – 6 млрд долл. пообещал Рузвельт на восстановление России после войны. Поэтому все в Бреттон-Вудсе прошло тихо и успешно, заодно создали МВФ и МБРР. Бреттон-Вудское соглашение все участники должны были ратифицировать до конца 1945 г. Но отношения между бывшими союзниками стали «холодать». СССР не предложили займа, а возмущенный Сталин в конце декабря 1945 г. – наложило вето на вступление его страны в Бреттон-Вудское соглашение.

Обратите внимание, всего через 16 лет после появления однодолларовой купюры с шифровкой Рериха был установлен Новый мировой порядок.

Причины кризиса Бреттон-Вудской валютной системы

С конца 60-х годов Бреттон-Вудская валютная система начала испытывать кризис по таким причинам, как:

– *неустойчивость и противоречия экономики*. Начало валютного кризиса в 1967 г. совпало с замедлением экономического роста;

– *усиление отрицательного влияния инфляции на мировую цену и конкурентоспособность фирм*, что стимулировало спекулятивные перемещения «горячих» денег. Различные темпы инфляции в разных странах оказывали влияние на динамику курса валют, а снижение покупательной способности денег создавало условия для «курсовых перекосов»;

– *нестабильность платежных балансов*. Систематический дефицит балансов одних стран, особенно Великобритании, США, и активное сальдо других – ФРГ, Японии – усиливали резкие колебания курсов валют;

– *несоответствие принципов данной системы изменившемуся соотношению сил на мировой арене*. Валютная система, основанная на международном использовании подверженных обесцениванию национальных валют – доллара и отчасти фунта стерлингов, пришла в противоречие с интернационализацией мировой экономики. Это противоречие усиливалось по мере ослабления экономических позиций США и Великобритании, которые погашали дефицит своих *платежных балансов* другими национальными валютами, злоупотребляя их статусом резервных валют. В результате устойчивость резервных валют была подорвана;

– *наличие принципа американоцентризма*, на котором была построена данная валютная система, перестало соответствовать новой расстановке сил с возникновением трех глобальных центров: США – Западная Европа – Япония. Использование США доллара как резервной валюты для расширения своей внешнеэкономической и военно-политической экспансии, что сопровождалось экспортом инфляции, усилило межгосударственные разногласия и противоречило интересам развивающихся стран;

– *активизация рынка «евродолларов»*. Поскольку США покрывает дефицит своего *платежного баланса* национальной валютой, часть долларов перемещается в иностранные банки,

способствуя развитию рынка евродолларов. Этот рынок долларов сыграл несколько непонятную роль в развитии кризиса данной валютной системы. Вначале он поддерживал позиции американской валюты, поглощая избыток долларов, но в 70-х годах евродолларовые операции, ускоряя стихийное движение денег между странами, обострили валютный кризис. Избыток долларов, периодически существенно затрагивал то одну, то другую страну, вызывая валютные депрессии;

– *дезорганизирующая роль ТНК в валютной сфере.* ТНК располагает весьма значительными краткосрочными активами в разных валютах, которые более чем вдвое превышают валютные резервы центральных банков. Избегая национального контроля, эти компании участвуют в валютных спекуляциях в погоне за прибылью, придавая ей глобальный характер.

Поиски путей выхода из кризиса привели к замене Бреттон-Вудской валютной системы на Ямайскую валютную систему.

1.2.4. Ямайская валютная система

Ямайская валютная система – *«валютный стандарт»*. Она была официально оформлена на конференции представителей стран – членов МВФ в Кингстоне на Ямайке в январе 1976 г. Соглашение о ее создании вступило в силу в 1978 г. Был введен *«стандарт специальных прав заимствования»*, созданных еще в конце 60-х годов и представляющих собой международные активы в виде записей на специальных счетах в МВФ. Необходимость или же потребность введения специальных прав заимствования (СПЗ) – Special Drawing Rights (SDR) была вызвана стремлением стран обеспечить достаточную устойчивость в международных расчетах, максимально сократить колебания курсов если не всех валют, то по крайней мере СПЗ. Доля каждой из стран в общей валютной корзине определяется удельным весом ВВП в совокупном объеме последних.

Ведущую роль в Ямайской валютной системе практически тоже *играет доллар США*. Решения, что были приняты в Кингстоне, направлены на демонетизацию золота. Отменена официальная цена на золото, а также золотые паритеты. Международное признание получил режим плавающих курсов. Однако, повышение роли рыночных методов валютного регулирования усилило неустойчивость в международных расчетах.

Основой Ямайской валютной системы являются *плавающие обменные курсы* и *многовалютный стандарт*. При данной валютной системе золото утратило роль мировых денег. Твердая цена на него была отменена – все стало решать соотношение рыночного спроса и предложения. Банки должны были покупать и продавать золото по рыночной цене. По этой же цене могли быть проданы золотые запасы государств и международных валютно-финансовых организаций, а врученная валюта могла использоваться как платежное средство.

Ямайская валютная система в основном характеризуется следующими *чертами*:

– данная валютная система полицентрична, то есть основана не на одной валюте, а на нескольких ведущих иностранных валютах;

– отменено монетное равенство золота;

– приоритетная роль СКВ и СПЗ как средств международных расчетов при резервных позициях МВФ;

– неограниченность колебаний валютных курсов определенными пределами и формирование их под воздействием спроса и предложения;

– презумпция (предположение) невмешательства центральных (национальных) банков стран в деятельность валютных рынков с целью поддержания закрепленного равенства своей валюты, однако, они осуществляют вмешательства для стабилизации курсов валют;

– самостоятельность выбора государствами режима валютного курса при запрете выражать его через золото;

– наблюдательная миссия МВФ в области политики государств в части валютных курсов во избежание свободного манипулирования последними в целях воспрепятствования действительной перестройке платежных балансов или получения односторонних преимуществ перед другими участниками МВФ.

Существует *три системы* валютных курсов.

1. **Фиксированный валютный курс** – курс национальной валюты закреплен по отношению к одной добровольно выбранной валюте.

2. **Плавающий валютный курс**. В свободном плавании находятся валюты США, Канады, Великобритании, Японии, Швейцарии и ряда других стран. Однако, часто центральные банки указанных стран поддерживают курсы валют при их резких колебаниях. Именно поэтому говорят об «управляе-

мом» плавании валютных курсов.

Плавание валютных курсов способствует уравновешенности платежных балансов в условиях постоянно меняющихся экономических отношений между странами. Вместе с тем, краткосрочное изменение валютных курсов стимулирует расширение спекулятивных операций с валютой, что вносит дестабилизацию в международные торговые и финансовые отношения. Поэтому центральные банки стран регулируют динамику курсов национальных валют, покупая и продавая иностранную валюту в целях сглаживания спекулятивных валютных колебаний. При необходимости государство проводит также внутренние макроэкономические преобразования. В целом валютная политика является важнейшим направлением государственной макроэкономической политики.

Система плавающих валютных курсов с самого начала призвана была обеспечить, с одной стороны, долгосрочную гибкость валютных курсов для уравновешенности *платежных балансов*, а с другой, – краткосрочную устойчивость, необходимую для развития торговых и финансовых отношений в мировой экономике. Данная система, развиваясь и видоизменяясь, просуществовала до настоящего времени.

3. Смешанный валютный курс. Смешанное плавание валютных курсов – групповое плавание, которое характерно для стран ЕС. Для них установлены *внутренний режим*, что предназначен для операций в рамках ЕС и *внешний режим*, что предназначен для операций с другими странами.

Между валютами стран – членов ЕС действует твердый паритет, рассчитанный на основе отношения центральных курсов к евро с пределом колебаний $\pm 15\%$. Курсы валют совместно «плавают» по отношению к любой другой валюте, не входящей в систему ЕС. К той же категории относится также режим специального курса в странах – членах ОПЕК. Например, Саудовская Аравия, Объединенные Арабские Эмираты, Бахрейн и другие нефтяные страны «привязали» курсы своих валют к цене на нефть.

Современные валютно-финансовые отношения отличаются наличием плавающих валютных курсов при вмешательстве центральных банков стран.

Для Ямайской валютной системы характерно сильное колебание валютного курса для американского доллара, что объясняется противоречивой экономической политикой США в форме экспан-

сионистской фискальной и рестриктивной денежной политики. Это колебание доллара стало причиной многих валютных кризисов. В ответ на нестабильность Ямайской валютной системы страны – члены ЕС создали собственную региональную валютную систему в целях стимулирования процесса экономической интеграции – Европейская валютная система.

1.2.5. Европейская региональная валютная система

Решением от 13 марта 1979 г. была оформлена Европейская валютная система (ЕВС), которая отразила углубление интеграционных тенденций в западноевропейском регионе мировой экономики. Денежной единицей в ЕВС стал ЭКЮ, условная стоимость которого определяется по методу валютной корзины. В нее входят денежные единицы стран – членов ЕС. В декабре 1996 г. главы государств приняли решение о переходе с 1 января 1999 г. к единой валюте стран – членов ЕС – евро.

Особый вклад в разработку теоретических основ и механизма функционирования международной валютной системы внес Роберт Манделл – лауреат Нобелевской премии в области экономики 1998 г. Он обосновал возможность создания единой европейской валюты, предвосхитив тем самым события, произошедшие в конце 90-х годов, когда эти идеи получили свое реальное воплощение в виде евро. Сформировалась уникальная ситуация, когда три валюты претендуют на то, чтобы называться мировым – *евро, доллар США* и в меньшей степени *японская иена*.

Создание евро обусловило своеобразное «зонирование» мировой валютной системы, разделив мирохозяйственное пространство на три условных региона – зона евро, зона доллара, зона иены. Рассматривая перспективы евро как преобладающей мировой валюты, Р. Манделл формулирует признаки, делающие валюту глобальной, которые раскрыты в учебнике «Международные экономические отношения» под ред. В.Е. Рыбалкина.

Основные цели Европейской валютной системы:

- обеспечение достижения экономической интеграции;
- создание зоны европейской устойчивости с собственной валютой в противовес Ямайской валютной системе, основанной на долларом стандарте. Отсутствие такой системы несколько сдерживало сотрудничество стран – членов ЕС в области вы-

полнения ими общих программ развития и, в частности, торговых отношений между ними;

– защита рынка от расширения сферы влияния (экспансии) доллара;

– сближение стран – участниц ЕВС экономической, в том числе финансовой политики.

Основными положениями Европейской валютной системы являются следующие:

1. ЕВС базируется на ЭКЮ – европейской валютной единице, теперь на евро. Условная стоимость европейской валюты определяется по методу валютной корзины.

2. В отличие от Ямайской валютной системы, юридически закрепившей демонетизацию золота, ЕВС использует его в качестве реальных резервных активов. Во-первых, эмиссия евро частично обеспечена золотом. Во-вторых, с этой целью создан совместный золотой фонд за счет объединения 20% официальных золотых резервов стран – участниц ЕВС. В-третьих, страны – члены ЕС нацеливаются на рыночную цену золота для определения взноса в золотой фонд и регулирования эмиссии и объема резервов в евро.

3. Режим валютных курсов основан на совместном плавании валют в форме «европейской валютной змеи» в установленных пределах взаимных колебаний ($\pm 2,25\%$ от центрального курса). Эта форма является кривой, описывающей совместные колебания курсов валют стран – членов ЕС относительно курсов других валют, которые не входят в данную валютную систему.

4. В Европейской валютной системе осуществляется многостороннее региональное валютное регулирование путем предоставления центральным банкам стран – участниц кредитов для покрытия временного дефицита платежных балансов и расчетов, связанных с валютным вмешательством.

Валютная политика ЕВС в значительной степени определяется тем, что она представляет собой относительно *закрытое экономическое пространство* – доля экспорта в ВВП составляет менее 10%. По степени открытости ЕВС близка к США, где данный показатель находится, примерно, на том же уровне. На этом пространстве значительна доля товаров внутреннего потребления, что ослабляет его зависимость от внешнеэкономических связей. Денежно-кредитная политика в целом и валютная политика как ее составная часть являются эффективными инструментами достижения, прежде всего, внутриэкономических

целей. Относительная закрытость экономики позволяет корректировать торговый баланс с помощью регулирования валютных курсов без существенного влияния на доходы населения.

Если в открытом экономическом пространстве конкурентоспособность национальной продукции на глобальном рынке в значительной степени зависит от курса национальной валюты и центральный банк должен четко следить за его движением, то в относительно закрытом регионе денежно-кредитная политика более независима, поскольку может выдержать большие колебания валютного курса для достижения, например, необходимого уровня процентных ставок. Здесь приоритет отдается внутриэкономическим целям.

Так, период после Второй мировой войны денежно-кредитная политика США проводилась преимущественно без учета ее влияния на внешнюю покупательную способность доллара. За последнее десятилетие Федеральная резервная система (ФРС) вывела экономику США из спада благодаря снижению процентных ставок с 10% до 3% без вмешательства в рыночный механизм определения курса доллара, допустив его 17% девальвацию. Когда спад был преодолен, ФРС повысила процентные ставки и доллар восстановил свои позиции на мировом валютном рынке. При столкновении с проблемами *дефицита платежного баланса* и повышением темпов инфляции ФРС отдавала предпочтение решению внутренней проблемы инфляции, повышая процентные ставки, что вело к повышению курса доллара и еще большему дефициту платежного баланса.

В политике Европейского центрального банка (ЕЦБ), учрежденного в 1998 г. в рамках Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ), которая включает ЕЦБ и других центральных банков стран – членов ЕС, приоритет также отдан основной внутренней цели – обеспечению устойчивости цен в регионе при поддержке общей экономической политики ЕС. Проведение комплексной антиинфляционной политики позволило Европейской валютной системе обеспечить устойчивость цен при переходе к евро.

Становление евро как мировой валюты в значительной степени зависит от отношения к ней крупнейших государств – США, Япония и Китай, а также страны ЮВА, которые способны инвестировать в евро часть своих активов.

В современном мире наблюдается усиление идей в пользу перехода на региональные валюты. Например, известностью

пользуется идея об единой валюте стран – членов АСЕАН, Куба предложила ввести общую валюту в странах Латинской Америки, в которых доллар США сохраняет свое доминирующее положение. Куба и Япония поддерживали экспансию евро, которая могла бы ослабить позицию доллара США в странах латиноамериканского региона и АТР. В товарообороте Кубы страны ЕС занимают приоритетное место, а их банки являются ведущими по объему инвестируемых в экономику страны средств. Япония в последнее время предлагает вариант трехзональной мировой валютной системы, в которой иена представлена наравне с долларом и евро.

Выводы к главе 1

1. При изучении мировой валютной системы обычно выделяют три периода, то есть три стандарта – золотой, золотовалютный и валютный. К самой простой валютной системе золотого стандарта относится золотомонетный стандарт, когда деньги любой страны представлены в виде золотых монет. В более сложной и реальной системе золотого стандарта деньги представлены как монетами, так и бумажными банкнотами, которые центральный банк должен быть готов обменять на золото. При осуществлении международных торговых операций обменный курс между двумя валютами определялся как соотношение двух денежных единиц по количеству содержащегося в них чистого золота (паритетный курс). Если страна была вынуждена перемещать свои золотые резервы, то восстановление равновесия при золотом стандарте достигалось в результате действия автоматических регуляторов, которые имела эта система. Основу этих регуляторов составлял механизм цен.

2. В основу Бреттон-Вудской валютной системы был положен золотой стандарт, но доллар США выступал в качестве его полноценного заместителя и рассматривался как резервная валюта. Курсы других валют были установлены по отношению к доллару на основе фиксированных паритетов, а доллар должен был сохранять свою неизменную цену – 35 долл. за одну тройскую унцию золота. Страны могли хранить свои резервы в золоте и долларах, а ФРС США должна по первому требованию центральных банков конвертировать доллары в золото. Таким образом, Бреттон-Вудская валютная система представляла собой золотовалютный стандарт с долларом в качестве главной резервной валюты. В 70-х годах XX в. большинство индустри-

альных стран перестали поддерживать направления своих национальных валют на единый стандарт, что означало завершение деятельности фиксированного курса.

После Второй мировой войны ВВП стран мира рос достаточно интенсивно, но еще интенсивнее рост объема внешней торговли. Кроме того, значительно увеличилась международная мобильность капитала. Все это требовало значительных запасов международных резервов, но они были ограничены, что привело к возникновению проблемы международной ликвидности. Объем золотых резервов был ограничен физическим количеством этого благородного металла. Реальным источником роста резервов служило увеличение объема резервной валюты, прежде всего, долларовых активов. Этот процесс вызвал рост дефицита платежного баланса США и накопление резервной валюты другими странами. Доллар неизбежно стал терять свою привлекательность. К концу 60-х годов XX в. обязательство США конвертировать доллары иностранных центральных банков в золото фактически было отменено, хотя юридически оставалось. В начале 70-х годов был осуществлен переход к системе плавающих курсов, что означало распад Бреттон-Вудской валютной системы.

3. Соглашение о создании Ямайской валютной системы, подписанное в январе 1976 г., вступило в силу в 1978 г. В этой системе был введен стандарт специальных прав заимствования, но ведущую роль в ней практически играет доллар США. Решения в Кингстоне направлены на демонетизацию золота. Отменены официальная цена золота и золотые паритеты. Международное признание получил режим плавающих курсов. Однако, повышение роли рыночных методов валютного регулирования усилило неустойчивость в международных расчетах.

4. Весьма важное значение в современной мировой валютной системе имеет МВФ. В условиях Бреттон-Вудской валютной системы МВФ стремился к поддержанию устойчивости курсов валют стран – членов. При плавающих курсах МВФ осуществляет наблюдение за динамикой курсов валют, способствует выравниванию платежных балансов стран – членов, предоставляя им кредиты в иностранной валюте в форме ее продажи за национальную валюту. МВФ предоставляет также кредиты в значительных размерах при заключении со страной – заемщиком соглашения «стэнд-бай», в котором оговариваются условия для страны – заемщика.

5. В марте 1979 г. была создана Европейская валютная система

(ЕВС), которая отразила углубление интеграционных тенденций в западноевропейском регионе мировой экономики. Денежной единицей в ЕВС стал ЭКЮ, а в декабре 1996 г. принято решение о переходе с 1999 г. к единой валюте евро. Основные цели ЕВС: обеспечение достижения экономической интеграции; создание зоны европейской устойчивости с собственной валютой в противовес Ямайской валютной системе, основанной на долларовой стандарте (отсутствие такой системы несколько сдерживало сотрудничество стран – членов ЕС в области выполнения общих программ и во взаимных торговых отношениях); защита рынка от расширения сферы влияния (экспансии) доллара; сближение экономических (в том числе финансовых) политик стран – участниц ЕВС.

Контрольные вопросы

1. Что понимается под денежной системой страны? Назовите основные черты современной денежной системы.
2. Что представляет собой мировая валютная система? Какие валютные системы включает в себя мировая валютная система?
3. Перечислите основные условия существования Парижской валютной системы. Какие преимущества и недостатки имела данная система? Какие разновидности выделялись внутри нее?
4. Поясните, на каких принципах существовала Генуэзская валютная система?
5. Объясните, с какой целью была создана Бреттон-Вудская система? В чем главные причины кризиса (краха) данной системы?
6. Охарактеризуйте основные черты Ямайской валютной системы.
7. Раскройте основные цели и положения Европейской валютной системы.

Глава 2.

Важнейшие элементы мировой валютно-финансовой системы

Формой организации и регулирования международных валютно-финансовых отношений является мировая валютно-финансовая система, которая состоит из таких основных конструктивных элементов, как *мировой денежный товар, международная валютная ликвидность, валютный курс, валютные рынки и международные валютно-финансовые организации*. Из-за широкомасштабной деятельности последнего элемента данной системы представляется целесообразным рассмотреть его в отдельной главе.

2.1. Мировой денежный товар

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

Первым мировым денежным товаром выступало золото. Далее общенациональными деньгами стали национальные валюты ведущих стран мира – кредитные деньги. В настоящее время в этом качестве также распространены компенсационные или фидуциарные (основанные на доверии к эмитенту) деньги. К ним относятся международные платежные единицы, например, СПЗ – СДР.

Денежные единицы стран в рамках национальных границ, в которой они имеют хождение, считаются национальными денежными единицами. В случае выхода их за пределы национальных границ (в силу различных обстоятельств), они приобретают новое качество – получают статус валюты.

Валюта – это денежная единица, используемая для измерения величины стоимости товара, а также это особый способ существования денег, когда национальные деньги обеспечи-

вают международные торговые и кредитные отношения. Таким образом, деньги, используемые в международных экономических отношениях, становятся валютой, под которой в широком смысле понимают товар, способный выполнять функции денег в мировой экономике. В зависимости от ее принадлежности она делится на *национальную валюту* (национальная денежная единица¹) и *иностранную валюту* (денежные единицы зарубежных государств).

Национальная валюта – это установленная законом денежная единица данного государства, которая является платежным средством на его территории. Данная валюта – основа национальной валютной системы. В международных расчетах, как правило, используется *иностранная валюта*, которая является денежной единицей других государств, которая являющейся платежным средством на их территории. К иностранной валюте относятся иностранные банкноты и монеты, а также требования, выраженные в иностранных валютах в виде банковских вкладов, векселей и чеков. Иностранная валюта является объектом купли-продажи на валютном рынке, хранится на счетах в банках, но не является законным платежным средством на территории данного государства. Однако, при определенных экономических условиях, например, при сильной инфляции, иностранная валюта может использоваться на территории данного государства.

Резервные валюты – особые категории национальных валют, выполняющие функции общепризнанного международного платежного и резервного фонда. Такими валютами могут быть только самые надежные и устойчивые, как, например, американский доллар, евро, фунт стерлингов, иена. В такой валюте центральные банки других государств накапливают и хранят резервы для международных расчетов по внешнеэкономическим операциям и иностранным инвестициям. Резервная валюта служит базой для определения валютного паритета и валютного курса для других государств, широко используется для проведения валютной интервенции с целью регулирования курса валют стран мировой валютной системы.

¹ Применительно к России, как записано в Законе РФ от 9 октября 1992 г. за №3615-1 «О валютном регулировании и валютном контроле», понятие «валюта РФ» означает как: рубли в виде банковских билетов (банкнот) ЦБ РФ и монеты, средства в рублях на счетах в банках и иных кредитных учреждениях в РФ и за ее пределами.

В рамках Бреттон-Вудской валютной системы статус резервной валюты был официально закреплен за американским долларом и английским фунтом стерлингов. В рамках Ямайской валютной системы доллар США фактически сохранил статус резервной валюты. В этом качестве используется также японская йена (ранее резервной валютой выступала и марка ФРГ).

Объективными предпосылками приобретения национальной валюты статуса резервной валюты являются такие факторы, как:

- лидирующие позиции страны в мировом производстве, экспорте товаров и капиталов, в золотовалютных резервах;
- развитая сеть кредитно-банковских учреждений страны, в том числе за рубежом;
- организованный и емкий рынок ссудных капиталов страны;
- либерализация и глобализация валютных операций, свободная обратимость валюты, что обеспечивает спрос на нее другими странами.

Субъективным фактором выбора определенной национальной валюты в качестве резервной служит активная внешняя валютная и кредитная политика стран в развитии мировой экономики.

Преимущества, которые дает статус резервной валюты стране – эмитенту, заключаются в возможности покрывать дефицит платежного баланса национальной валютой и содействовать укреплению позиций национальных корпораций в конкурентном соперничестве на мировом рынке.

В то же время выдвигаются национальные валюты на роль резервной валюты возлагает определенные обязанности на экономику страны. Это необходимость поддерживать относительную устойчивость данной валюты, не прибегая к девальвации, валютным и торговым ограничениям, принимать меры по ликвидации дефицита платежного баланса, подчинять внутреннюю экономическую политику задачам достижения внешнего равновесия.

Валюты по степени конвертируемости, то есть их обмена на иностранные, подразделяются на ряд видов:

- *свободно конвертируемые валюты* (СКВ), без ограничений обмениваемые на другие иностранные валюты. В Уставе МВФ (1978 г.) СКВ определяется как «свободно используемая (конвертируемая) валюта» и к этой категории были отнесены доллар США, марка ФРГ, японская йена, английский фунт стерлинги, французский франк. Фактически, СКВ считаются

валюты стран, где отсутствуют валютные ограничения по текущим операциям платежного баланса. Это касается в основном индустриально развитых стран и отдельных развивающихся стран, где сложились финансовые центры мира или принято обязательство перед МВФ не вводить валютных ограничений;

– *частично конвертируемые валюты* (ЧКВ) стран, в которых применяются валютные ограничения для резидентов и по отдельным видам обменных операций, – например, российский рубль;

– *неконвертируемые (замкнутые) валюты* стран, где для резидентов и нерезидентов введен запрет обмена валют. Данная валюта функционирует только в пределах одной страны и не обменивается на иностранные валюты.

Стоимость международных валютных единиц, которые используются в международных расчетах, рассчитывается исходя из курса основных валют мира (валютной корзины). Примером таких валют являются *специальные права заимствования*, которые представляют собой безналичные деньги в виде записей на специальном счете страны в МВФ. Это своего рода «искусственные деньги», которые можно обменять на конвертируемую валюту. СПЗ служат в обороте с МВФ одновременно как расчетные единицы. Их стоимость определяется по «валютной корзине», в которую входит доллар США – 42% и ряд самых важных валют – евро, йена, фунт стерлингов, соответственно, по 13%. На них основана современная мировая валютная система.

Платежные и кредитные документы, выраженные в иностранных денежных единицах – чеки, векселя и т.д.

2.2. Международная валютная ликвидность

Международная валютная ликвидность – это способность страны или группы стран обеспечивать своевременное погашение своих международных обязательств приемлемыми для кредитора платежными средствами. С позиции мировой экономики международная валютная ликвидность означает совокупность источников финансирования и кредитования мирового платежного оборота и зависит от обеспеченности мировой валютной системы международными резервными активами, необходимыми для ее нормального существования. Международная валютная ликвидность характеризует состояние внеш-

ней платежеспособности отдельных стран или регионов. Основу внешней валютной ликвидности на уровне отдельного государства образуют его золотовалютные резервы.

Структура международной валютной ликвидности включает в себя официальные валютные и золотые резервы стран, резервную позицию в МВФ (право страны – члена автоматически получить безусловный кредит в иностранной валюте в пределах 25% от ее квоты в МВФ) и счета в СПЗ.

Показателем международной валютной ликвидности, как правило, служит отношение официальных золотовалютных резервов к сумме годового товарного импорта. Ценность этого показателя ограничена, поскольку он не учитывает все предстоящие платежи, в частности, по некоммерческим услугам, а также финансовым операциям, связанным с международным движением капиталов и кредитов.

Международная валютная ликвидность выполняет определенные *функции*, к которым относятся образования ликвидных резервов, международных платежей, в основном для покрытия дефицита платежного баланса, и валютного вмешательства с расширением сферы влияния. *Основную же часть* международной валютной ликвидности составляют *официальные золотовалютные резервы*, то есть запасы золота и иностранной валюты центрального банка и финансовых органов страны. К ним относятся запасы *золота в стандартных слитках* и высоколиквидные *иностранные активы в СКВ* (валютные резервы), а также могут быть включены драгоценные металлы – *платина и серебро*.

Высоколиквидные средства должны быть размещены в стабильных учреждениях с минимальным риском, то есть в учреждениях, причисленных, согласно международным классификациям, к учреждениям высшей категории надежности. Это делает ясным, почему средства Министерства финансов РФ на валютных счетах в коммерческих банках страны не относятся к разряду резервных средств. Таковыми для России служат средства, размещенные на счетах стабильных центральных банков других ведущих стран.

Особое место в международной валютной ликвидности занимает *золото*, которое используется как чрезвычайное средство покрытия международных обязательств путем продажи на рынке за необходимую иностранную валюту или передачи кредитору в качестве залога при получении иностранных зай-

мов. Наблюдается устойчивая тенденция к повышению валютного компонента в общей структуре международных ликвидных активов, при этом золото продолжает учитываться по фиксированной цене в 35 СПЗ за тройскую унцию, что значительно ниже рыночной цены.

При определении деноминации резервов центральные банки руководствуются известным всем правилом – необходимо размещать валютные ресурсы в валюту, являющуюся резервной по отношению к национальной валюте.

Ликвидные позиции страны – должника характеризуются таким показателем, как золотовалютные резервы страны долг.

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

2.3. Валютный курс

Валютный курс – это своеобразная цена денежной единицы (валюты) одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны, а также обменное соотношение между двумя валютами, которое устанавливается в законодательном порядке или складывается на валютном рынке под влиянием спроса и предложения.

Валютный курс необходим для следующих *целей*:

– взаимный обмен стран валютами при торговле товарами и услугами, а также при движении капиталов и кредитов;

– сравнение цен мирового рынка и национальных рынков, а также стоимостных показателей разных стран, выраженных в национальных или иностранных валютах;

– периодическая переоценка счетов фирм и банков в иностранной валюте.

В мировой экономике валютный курс является для производителей отдельно взятых стран средством сопоставления издержек производства товаров с ценами мирового рынка. Уровень валютного курса непосредственно влияет на экономическое положение страны, что проявляется, в частности, в состоянии ее платежного баланса. Влияние валютного курса на перераспределение мирового ВВП между странами нередко сталкивает их ин-

тересы. При этом периодически возникают между ними конфликты, что требует принятия соответствующих решений на государственном и межгосударственном уровнях.

Предположительно существует *такие системы валютных курсов, как свободное плавание, управляемое плавание, фиксированные курсы, целевые зоны и гибридная.*

В системе *свободного плавания* валютный курс формируется под влиянием рыночного спроса и предложения. Валютный рынок при этом наиболее приближен к модели совершенного рынка. В этом случае число участников как на стороне спроса, так и на стороне предложения значительно велико. Вся информация при этом мгновенно становится достоянием всех участников рынка, что заметно искажает роль центральных банков.

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

К системе *фиксированных курсов* относится Бреттон-Вудская валютная система (1944–1971 гг.), в которой курс всех валют закреплялся к доллару США с пределом колебаний $\pm 1\%$ от установленного МВФ курса. При этом курс доллара был жестко привязан к золоту – 35 долл. за тройскую унцию золота.

Система *целевых зон* основана на фиксированных валютных курсах. Ее примером является привязка российского рубля к американской валюте в коридоре 5,6–6,2 тыс. руб. за 1 доллар США, действовавшая до августовского кризиса 1998 г. 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 эяко расширились $\pm 2,25\%$ в 1979 г. до $\pm 15\%$ в 1999 г.

Примером *гибридной* системы валютных курсов является современная валютная система, в которой заинтересованы страны, осуществляющие свободное плавание валютного курса, где имеются зоны устойчивости и т.п.

Следует различать *реальный и номинальный валютные курсы.*

Реальный валютный курс есть относительная цена товаров, произведенных в двух странах. Он показывает соотношение, в котором товары одной страны могут обмениваться на товары другой страны. Иначе говоря реальный валютный курс можно

определить как отношение цен товаров двух стран, взятых в соответствующей валюте.

Номинальный валютный курс представляет собой относительную цену валют. Он показывает обменный курс валют, действующий в настоящее время на валютном рынке страны. Номинальный валютный курс устанавливается исходя из соотношения спроса и предложения на валюту, что формируется под воздействием всех операций, опосредующих международный обмен и находящих отражение в платежном балансе страны.

Факторы, влияющие на величину валютного курса, подразделяются на *структурные*, долгосрочного действия, и *конъюнктурные*, вызывающие краткосрочные колебания валютного курса.

К *структурным факторам* относятся конкурентоспособность товаров данной 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 и степень открытости экономики.

Конъюнктурные факторы связаны с колебаниями деловой активности в стране, вызываемой войнами, политической обстановкой, стихийными бедствиями, слухами и прогнозами относительно валютных курсов. Все это представляет питательную почву для спекулятивных валютных операций.

На валютном курсе страны не могут не сказываться *темпы инфляции* в ней. Чем они выше, тем ниже курс валюты, если нет противодействующих этому факторов. Обесценивание денег в стране в результате инфляции вызывает снижение покупательной способности и тенденцию к падению их курса к валютам стран, где темп инфляции ниже. Такая тенденция, как правило, прослеживается в среднем и долгосрочном срезе. Выравнивание валютного курса, приведение его в соответствие с паритетом покупательной способности происходит как минимум в течение двух лет.

Зависимость валютного курса от темпов инфляции особенно велика в странах с большим объемом международного обмена товарами, услугами и капиталами.

Платежный баланс тоже непосредственно влияет на величину валютного курса. Активный платежный баланс способствует повышению спроса курса на национальную валюту страны у зарубежных должников. Пассивный платежный баланс поро-

ждает тенденцию к снижению курса национальной валюты, так как должники меняют ее на 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 ВВП (чем выше открытость экономики), тем больше эластичность валютного курса по отношению к изменению платежного баланса. Нестабильность платежного баланса приводит к существенному падению спроса на соответствующие валюты и их предложение.

Кроме того, на валютный курс влияет *экономическая политика государства* в области регулирования компонентов платежного баланса – текущего счета, счета движения капиталов. При увеличении положительного сальдо торгового баланса возрастает спрос на валюту данной страны, что способствует повышению ее курса, а при отрицательном сальдо происходит обратный процесс. 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, поскольку он может увеличить избыточную денежную массу, что, в свою очередь, может привести к увеличению цен и обесцениванию валюты.

Национальный подход не является независимым компонентом, который изменяется сам по себе. Однако, в целом те факторы, которые влияют на величину национального дохода, имеют значительное воздействие на валютный курс. Так, увеличение предложения продуктов повышает курс валюты, а рост внутреннего спроса на них – наоборот. В долгосрочном аспекте более высокий национальный доход означает и более высокую стоимость валюты страны. Тенденция имеет обратный характер в краткосрочном аспекте.

Изменение процентных ставок неоднозначно влияет на валютный курс. С одной стороны, их номинальное увеличение внутри страны вызывает снижение спроса на национальную валюту, поскольку предпринимателям становится невыгодно брать кредиты. Получив же его, предприниматели увеличивают себестоимость своей продукции, что, в свою очередь, приводит к повышению цен на товары на внутреннем рынке страны, что значительно обесценивает национальную валюту по

отношению к иностранной валюте. С другой стороны, увеличение реальных, то есть номинальных процентных ставок, скорректированных на темп инфляции, делает при прочих равных условиях размещение средств в данной стране для иностранцев более прибыльным. Именно поэтому в страну с более высокими реальными процентными ставками двигаются зарубежные капиталы, возрастает спрос на ее валюту и, следовательно, повышается валютный курс. Таким образом, изменение процентных ставок может как прямо, так и обратно равномерно влиять на величину валютного курса.

2.4. Валютные рынки

Валютные рынки представляют собой официальные центры, где совершаются сделки купли-продажи иностранной валюты по определенному курсу, а также механизм, посредством которого взаимодействуют продавцы и покупатели иностранной валюты. В более широком смысле под валютным рынком понимается сфера экономических отношений, возникающих при совершении операций по купле-продаже иностранной СКВ. Валютный рынок объединяет валюты с различными режимами национального регулирования.

Технически мировой валютный рынок состоит из валютных отделов ведущих коммерческих банков, осуществляющих покупку и продажу платежных документов, выраженных в иностранной валюте. В зависимости от объема и числа торгуемых валют, уровня нормативно-правового регулирования валютные рынки различаются как *глобальные, региональные и национальные валютные рынки*.

Мировой валютный рынок охватывает различные (зональные, территориальные) рынки, основанные в разных регионах мира, а также в центрах международной торговли и валютно-финансовых операций.

Региональные валютные рынки предполагают операции с определенным кругом мировых валют. Крупнейшие из них Европейский (Лондон, Париж, Цюрих, Франкфурт-на-Майне) и Американский (Лос-Анджелес, Монреаль, Нью-Йорк, Чикаго), а также Азиатский (Бахрейн, Гонконг, Сингапур, Токио). Годовой объем сделок на этих валютных рынках составляет свыше 250 трлн долл.

Национальные валютные рынки действуют в рамках от-

дельно взятых государств. Операции по обмену валюты совершаются только на его территории.

Валютные рынки сложились в XIX в. Рост объемов операций на национальных рынках и углубление взаимных связей между ними по мере усиления тенденций к интернационализации хозяйственной жизни привели к созданию мирового валютного рынка. Самыми крупными центрами на мировом валютном рынке являются Лондон, Нью-Йорк, Токио. Крупными валютными центрами в Европе считаются Брюссель, Париж, Цюрих, Франкфурт-на-Майне, а в Азии – Гонконг, Сингапур.

Мировой валютный рынок действует круглосуточно, имеет децентрализованный характер. Основная часть операций совершается с применением новейшей электронной аппаратуры.

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

К приоритетным функциям валютного рынка относятся обслуживание международного оборота товаров, услуг и капитала, формирование валютного курса под влиянием спроса и предложения, механизм для защиты от валютных рисков, инструмент государства для целей денежно-кредитной политики и диверсификация валютных резервов банков, предприятий государства.

Классификация валютного рынка *по секторам* в зависимости от срочности операций:

- *спот-рынок*, то есть рынок торговли с немедленной поставкой валюты (на него приходится 65% всего оборота);
- *срочный рынок*, то есть рынок, на котором осуществляют форвардные, фьючерсные и опционные операции (10% оборота);
- *своп-рынок*, то есть рынок, объединяющий операции спот и форвард.

Валютные рынки состоят из *биржевого* и *внебиржевого* (межбанковского) сегментов. *Межбанковский рынок* – операции по обмену валюты между банками. *Биржевой рынок* – операции совершаются через валютную биржу либо с помощью торговли деривативами в валютных отделах товарных и фондовых бирж.

Современное развитие валютных рынков характеризуется быстрым ростом масштабов операций на международных рынках, расширением видов валютных операций, осуществ-

ляемых на валютных рынках. Например, сравнительно недавно появились новые для валютного рынка операции – предоставление ссуд в иностранной валюте, страхование валютных и кредитных рисков, а также новые формы операций с валютой – *опционы, фьючерсы, операции своп*.

Таблица 1

Национальная валютная система	Международная валютная система
Национальная валюта	Коллективная денежная единица
Условия конвертируемости национальной валюты	Условия взаимной конвертируемости валют
Паритет национальной валюты	Унифицированный режим валютных курсов
Режим курса национальной валюты	Регламентация режимов валютных курсов
Наличие или отсутствие валютных ограничений, валютный контроль	Межгосударственное регулирование валютных ограничений
Национальное регулирование международной валютной ликвидности	Межгосударственное регулирование международной валютной ликвидности
Регламентация использования международных кредитных средств обращения	Унификация правил использования международных кредитных средств обращения
Регламентация международных расчетов страны	Унификация основных форм международных расчетов
Режим национального валютного рынка и рынка золота	Международный режим валютных рынков и рынков золота
Национальные органы, управляющие и регулирующие валютные отношения стран	Международные организации, осуществляющие межгосударственное валютное регулирование

Источник: Международные валютно-кредитные и финансовые системы.

– М.: Финансы, 1994. – С. 9.

Валютный опцион предполагает право выбора альтернативных валютных условий контракта. В нем оговариваются сделки на определенные сроки или на время до возникновения некоторых обстоятельств. Валютный опцион допускает возможность платежей на любую из дат оговоренного срока и даже отказа от платежа.

Участники *фьючерсных сделок* не преследуют цель купить или продать валюту. Эти сделки совершаются в целях спекуляции, и лишь на 20% – в целях страхования из-за потерь, вызванных изменениями валютных курсов. Фьючерсные сделки состоят из двух этапов, например, первый предлагает приобретение или продажи контракта на партию валюты, а второй (спустя определенное время) – обратную операцию, соответственно, по продаже или покупке той же партии валюты. Участники сделки предъявляют в кассу валютной биржи оба контракта и касса выплачивает им (или взимает с них) разницу валютных сумм между вторым и первым этапами фьючерсной сделки. При этом, разумеется, возможен как выигрыш, так и проигрыш.

Операции своп – разновидность валютных операций, предполагающих одновременную куплю и продажу наличной валюты на определенный срок. Такие операции создают возможность для получения дополнительных экономических выгод, связанных с валютными потерями.

Под воздействием усиления повседневной неустойчивости валютных курсов, в связи с переходом на Ямайскую мировую валютную систему «плавающих» валютных курсов, возросли масштабы валютных спекуляций. Это привело к необходимости активного государственного вмешательства в регулировании международных валютных рынков.

Повышение эффективности деятельности мирового валютного рынка на основе внедрения новейших достижений научно-технического прогресса и соответствующая унификация валютных операций привели на современном этапе к ослаблению значения его биржевых структур.

Выводы к главе 2

1. Мировая валютная система состоит из следующих основных конструктивных элементов – мирового денежного товара, международной ликвидности, валютного курса, валютных рынков и международных финансовых институтов. Мировой денежный товар принимается каждой страной в качестве эквивалента вывезенного из нее богатства и обслуживает международные экономические, политические и культурные отношения. Первым мировым денежным товаром выступало золото. Далее общенациональными деньгами стали национальные валюты ведущих стран мира – кредитные деньги. В на-

стоящее время в этом качестве также распространены компенсационные или фидуциарные деньги. Денежные единицы стран пока находятся в пределах национальных границ, в которых они имеют хождение, считаются национальными денежными единицами. В случае выхода их за пределы национальных границ они становятся валютами. Под валютой понимают товар, способный выполнять функции денег в мировой экономике.

2. Международная валютная ликвидность – способность страны или группы стран обеспечивать своевременное погашение своих международных обязательств, приемлемыми для кредитора платежными средствами. С позиции мировой экономики международная валютная ликвидность означает совокупность источников финансирования и кредитования мирового платежного оборота и зависит от обеспеченности мировой валютной системы международными резервными активами, необходимыми для ее нормального существования. Международная валютная ликвидность характеризует состояние внешней платежеспособности отдельных стран или регионов. Основу внешней ликвидности образуют золотовалютные резервы государства.

3. Цена денежной единицы одной страны, выраженная в денежной единице другой страны, называется валютным (обменным) курсом. Валютные курсы в основном бывают свободно плавающими, фиксированными, управляемо (регулируемо) плавающими. Изменения плавающих курсов называются обесцениванием или удорожанием валюты, а фиксированных – девальвацией или ревальвацией. Покупка валюты по более низкой цене и продажа ее по более высокой цене с целью получения прибыли называется арбитражем. Валютные курсы, обусловленные заключением сделок с платежом не позднее чем на второй после сделки рабочий день, называются текущими, или курсами «спот», а сама сделка – текущей. Валютные курсы с платежом позднее чем на второй рабочий день после сделки, называются срочными, или форвардными курсами.

4. Рынок, на котором происходят сделки с национальными валютами, называется мировым валютным рынком. Основными его участниками являются коммерческие банки, корпорации, занимающиеся международной торговлей, небанковские финансовые учреждения, центральные банки стран. Торговля на мировом валютном рынке осуществляется в виде банковских депозитов. Будущая стоимость депозита в иностранной валюте зависит от двух факторов: процентной ставки и ожидаемых изменений курса данной валюты по отношению к другим валютам. Мировой валютный рынок находится в равновесии, когда депозиты во всех валютах приносят один и тот

же ожидаемый доход. Условие, что ожидаемая доходность по депозитам в любых двух валютах, измеренная в одной и той же валюте, одинакова, называется условием паритета процентных ставок.

Контрольные вопросы

1. Назовите основные конструктивные элементы мировой валютной системы.
2. Что понимается под мировым денежным товаром?
3. Объясните, в чем заключается суть международной валютной ликвидности?
4. Какую роль играет валютный курс в мировой экономике? Перечислите известные системы валютных курсов.
5. Что представляют собой валютные рынки и что относится к современным тенденциям развития валютных рынков?

Глава 3.

Функционирование мировой валютно-финансовой системы

Мировая валютно-финансовая система функционирует аналогично денежной, то есть валютной системе различных стран. Эта глобальная система выполняет соответствующие основные функции, в частности, осуществляет платежи для покрытия сделок, обеспечивает устойчивую единицу стоимости и стандарт отложенных платежей.

Основным отличием мировой валютно-финансовой системы является то, что международные платежи обычно предполагают наличие операций с иностранной валютой минимум для одной из сторон, участвующих в сделке. Операции с иностранной валютой обычно совершаются на рынке иностранной валюты.

3.1. Ключевые требования функционирования мировой валютно-финансовой системы

Валютный рынок является одним из важнейших компонентов мировой валютно-финансовой системы.

Рассмотрим, к примеру, положение филиппинской компании, берущей заем на сумму, эквивалентную 200 млн песо, в американском банке, расположенном в Гоиконге. Предположим, что ссуда предоставлена в долларах США и ее размер составляет 10 млн долл. ($10 \text{ млн долл.} \times 20 \text{ песо/долл.} = 200 \text{ млн песо}$). Ссуда должна быть погашена в течение 5 лет, причем валютный риск (ревальвация валюты договора по отношению к валюте заемщика) будет представлять опасность только для филиппинской компаний. На момент предоставления ссуды курс доллара по отношению к песо был следующим:

1 песо = 0,05 долл. США;

1 долл. США = 20 песо.

Постепенное погашение суммы долга происходит в течение всего периода, на который предоставлена ссуда, причем в тече-

ние этих 5 лет в конце каждого года выплачивается определенная одинаковая часть суммы долга. Ссудный процент, равный 9%, по неуплаченной сумме долга также выплачивается в конце года.

По прошествии 2-х лет филиппинская компания потеряла 5440 песо в результате обесценения данной валюты по отношению к доллару на рынке иностранной валюты. По происшествии 5 лет общие потери составили 47000 песо, или 23,6% от первоначального размера ссуды. Таким образом, можно наблюдать, что мировая валютно-финансовая система создает серьезные препятствия для ведения международного бизнеса. В этом случае филиппинская компания понесла серьезные финансовые потери в результате обесценения песо. Такие потери помешают филиппинской компании сохранить конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынках.

Этот пример позволяет выделить некоторые ключевые требования, необходимые для успешного функционирования мировой валютно-финансовой системы:

1. Обеспечение надлежащей ликвидности. Это условие предполагает наличие официальных резервов у правительств стран, участвующих в международной торговле. Оно также требует стимулов для того, чтобы коммерческие банки, которые действуют в качестве дилеров, торгующих иностранной валютой, имели достаточные ее резервы для удовлетворения потребностей частного сектора. За 1988–1991 гг. дефицит торгового баланса США в среднем составлял 100 млрд долл. в год. В результате этих дефицитов нерезиденты – иностранные центральные и коммерческие банки – сосредоточили у себя эти средства помимо собственных долларовых резервов. В той ситуации, когда доллар занимает центральное положение в международных финансах и платежах, дефицит торгового баланса США сопровождается ростом официальных резервов и ликвидности во всех остальных странах мира.

2. Действие механизма выравнивания (регулирования). Эта цель требует того, чтобы отдельные страны проводили экономическую и финансовую политику, способствующую поддержанию сбалансированной международной системы платежей; финансовые механизмы обеспечивали регулирование платежного баланса; правительства содействовали сохранению равновесия на рынках иностранной валюты. Механизм выравнивания действовал не так успешно в течение последнего десятилетия. Например, растущий дефицит торгового баланса США – превышение

импорта над экспортом – остался фактически незатронутым тем обстоятельством, что произошло значительное обесценение доллара. За 1985–1993 гг. курс доллара резко упал по отношению к иене (от 250 до 110 иен за 1 долл.), фунту стерлингов, немецкой марке, французскому франку и другим ведущим валютам. Постоянный дефицит торгового баланса и текущих статей платежного баланса на фоне быстро обесценивающегося доллара ставят под вопрос эффективность механизма выравнивания и систему плавающих курсов. Предполагалось, что плавающий доллар найдет свой собственный уровень, то есть меновую стоимость, которая будет легко уравнивать состояние платежного баланса США. Несколько факторов помогают объяснить несостоятельность механизма регулирования плавающих курсов. Среди них торговые барьеры и политика, проводимая транснациональными корпорациями (ТНК).

Под торговыми барьерами подразумеваются сопротивление Японии увеличению импорта, общий внешний тариф ЕС, нехватка покупательной способности в развивающихся странах – должниках Латинской Америки. С учетом этих барьеров значительное обесценение доллара вряд ли окажет большое влияние на увеличение экспорта и уменьшение импорта в США.

Деятельность ТНК связана с их инвестированием, производством и материально-техническим снабжением. ТНК размещают свои производственные мощности в выбранных ими странах, и эти инвестиции предполагают вложение больших средств на длительный период. Эти инвестиции с низким уровнем эффективности должны быть обязательно использованы независимо от временных изменений курсов валют.

К примеру, многие экспортеры США решили в 1983–1984 гг. перенести свои производственные мощности в Западную Европу, размещая их в пределах стран Общего рынка. Начиная с 1985 г. обесценение доллара не могло повлиять на их материально-техническое снабжение. Производственные мощности в Западной Европе должны были быть использованы, несмотря на то что положение «переоцененного» доллара в 1983–1984 гг. теперь стало обратным. Такой перенос производственных мощностей США в Западную Европу означал, что этот компонент бывшего экспортного потенциала США был утрачен независимо от обесценения доллара в 1985–1990 гг.

3. Уверенность в надежности международной денежной системы. Если фирмы и инвесторы частного сектора будут

уверены в том, что правительства проводят политику, ведущую к сбалансированной международной системе платежей, они будут испытывать доверие к системе. Международные организации, такие как МВФ, стараются способствовать проведению такой политики правительствами. В дополнение к этому правительства предпринимают совместные усилия для укрепления доверия к существующей системе.

В послевоенный период уверенность в мировой валютно-финансовой системе ассоциировалась с положением доллара, который играет в ней важнейшую роль. Высокие темпы инфляции в США подрывают доверие в долларах. В 1971 г. эта неуверенность проявилась в форме спекулятивной атаки «медведей» на доллар, когда спекулянты продавали доллары в обмен на другую валюту. Держатели долларов стремились обменять свои сбережения на другую валюту. Это вынудило ведущие центральные банки прекратить обратимость долларов в другие валюты по фиксированным обменным курсам.

3.2. История и поствоенное развитие мировой валютно-финансовой системы

Для эффективного функционирования все международные валютные системы соединяют основные функции и характеристики, описанные выше. Исторически эти функции выполняли несколько определенных совокупностей международных валютных соглашений. Теперь обратимся к историческому развитию мировой валютно-финансовой системы начиная с конца XIX в. до сегодняшнего дня. Тот факт, что особое внимание уделяется механизмам, институтам, проблемам и результатам функционирования мировой валютно-финансовой системы, позволит нам проследить динамическое развитие мировой валютно-финансовой системы, которая включает международные финансы.

Мировая валютно-финансовая система – механизм, находящийся в постоянном развитии. Это происходит благодаря действиям правительств, оказывающим влияние на ее «эксплуатационные характеристики», а также благодаря тенденциям развития и событиям, имеющим место в мировой экономике.

Великобритания: мировой банкир

В течение 40 лет, предшествующих 1914 г., мировая валютно-финансовая система испытывала на себе значительное влия-

ние британского фунта стерлингов. Доминирующая роль Великобритании была следствием мировой колониальной системы и повсеместного использования фунта стерлингов в международных финансах. В то время говорили о том, что «солнце никогда не заходит над Британской империей». Британская колониальная система с помощью ряда льгот обеспечивала сильные позиции для Британии в международной торговле. Британские инвестиции в колониальных регионах были серьезными предпосылками для доминирующего влияния фунта стерлингов в международных финансах. Инвестиции за границу предполагали постоянный обратный поток доходов, что обеспечивало Британию средствами для оплаты импортируемых из других стран мира товаров и для дальнейших инвестиций.

В то время Великобритания выступал в качестве банкира мира. Любой шаг, предпринятый Банком Англии, должен был повлиять на ситуацию во многих других странах. Как только в Лондоне происходили изменения в процентных ставках, соответствующие импульсы посылались по всему миру, в том числе в такие отдаленные города от него, как Бомбей, Сингапур, Йоханнесбург и Нью-Йорк.

Многие страны держали свои официальные резервы в форме монетарного золота или на депозитах в лондонских банках. В тот период фунты стерлингов на депозитах в Лондоне были равноценны монетарному золоту.

Фунт стерлингов предпочитали использовать в качестве валюты международных сделок. Такое положение сложилось благодаря исключительному положению Великобритании как экспортера готовых изделий и импортера сырьевых материалов, ее лидирующей роли в качестве международного инвестора и устойчивости фунта стерлингов в золотом выражении.

Золотой стандарт

Введение золотого стандарта объединило Великобританию и многие ведущие промышленно развитые страны, которые определили курс и стоимость своей валюты определенным содержанием золота, позволили свободную чеканку золотых монет на монетном дворе, разрешили неограниченный экспорт и импорт золота.

Международный золотой стандарт обеспечил стабильную мировую валютно-финансовую систему на многие десятилетия, предшествующие Первой мировой войне. Механизм золотого стандарта требовал выполнения 2-х условий. Первое —

каждая страна выбирает золото в качестве основного стандарта стоимости валюты, поддерживая соответствие денежной единицы определенному количеству золота. Второе – каждая страна разрешает свободный экспорт и импорт золота. Для того чтобы все деньги, включая монеты, банкноты и средства на банковские депозитах, имели равную стоимость, страна может во-первых, чеканить золотые монеты, содержащие количество золота, установленное законом, в качестве стандартной единицы стоимости; во-вторых, отдавать казначейству распоряжения о покупке или продаже золота слитками по фиксированной цене; в-третьих, поддерживать паритет стоимости своей валюты и золота путем покупки или продажи по фиксированной цене валюты страны, где введен золотой стандарт. Последний прием получил название золотовалютного (золотодевизного) стандарта.

Поскольку многие страны в XIX в. проводили политику сохранения стабильной стоимости своих валют путем перевода их в фунты стерлингов, золотой стандарт был фактически стандартом фунта стерлингов.

В период с 1870 по 1914 г. Великобритания тесно привязала фунт стерлингов к золоту. В течение этого периода Великобритания имела преимущество страны, не участвующей в войнах, что способствовало формированию ее имиджа как образца финансовой надежности и осторожности. Согласно мнению Киндлбергера и Линдберта, успех золотого стандарта в тот период объясняется спокойствием того времени. Мировая экономика не была подвержена столь серьезным испытаниям, каким были Первая мировая война и «Великая депрессия».

Временами Великобритания была вынуждена ограничивать вывоз золотого запаса. Банк Англии продемонстрировал впечатляющую способность приостановить вывоз золота путем ужесточения кредитной политики, что привлекало значительные объемы краткосрочного капитала из-за границы, даже когда центральные банки других стран повышали процентные ставки так же, как и Банк Англии. Эта способность привлечь краткосрочный капитал была связана с ролью Лондона как резервного центра для международных валютных рынков. Когда эта система рухнула в конце и после Первой мировой войны, США унаследовали роль мирового банкира.

После Первой мировой войны возник ряд проблем, сделавших невозможным возвращение к этой системе. Первая: диф-

ференцированная инфляция, которая имела место в странах ранее при золотом стандарте, подняла вопрос о создании соответствующей схемы валютных курсов. Вторая: США не были опытным мировым банкиром. Страна занималась кредитованием в 20-е годы XX в., и многие из предоставленных ею ссуд не были возвращены. Третья: «Великая депрессия» 30-х годов стала причиной сокращения объема международной торговли и инвестиций. Заметим, некоторые страны попытались решить проблему дефицита платежного баланса, разрешив беспрепятственное обесценение собственной валюты по отношению к другим валютам. Эта валютная нестабильность подрывала доверие к системе и вела к дальнейшему снижению объема международного кредитования и инвестиций. Мировая валютно-финансовая система, эффективно способствующая росту международной торговли и платежей, не просуществовала и до конца Второй мировой войны. К концу Второй мировой войны международная валютно-финансовая конференция в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Гэмпшир, учредила создание 2-х новых организаций – Международного валютного фонда (МВФ) и Международного банка реконструкции и развития (МБРР). Они были призваны играть главную роль в международных финансах.

Поствоенное развитие

Окончание Второй мировой войны открыло новые возможности восстановления стабильной финансовой среды. Во время войны инфляционное давление сохранялось по всему миру. Инфляция способна оказать серьезное давление на валютные отношения и привести элемент риска в ведение международной торговли и международные коммерческие сделки.

Мировая валютно-финансовая система развивалась и менялась под влиянием следующих факторов:

- изменяющейся роли США и их валюты (доллара) в международных финансах;
- повышения значимости международных финансовых рынков;
- появления возможностей расширения международных банковских операций;
- появления новых условий и возможностей, осознанных транснациональными корпорациями;
- возникновения финансовых кризисов, вызванных изменениями основных принципов экономических взаимоотношений стран;

– растущей важности иностранного инвестирования, особенно международных портфельных инвестиций.

Будет уместным уделить особое внимание отношению мировой валютно-финансовой системы к перечисленным явлениям.

Долларовый дефицит: 1946–1952 гг. На исходе Второй мировой войны 2 главных полюса, обладающие экономическим потенциалом – США и Западная Европа, – оказались в 2-х диаметрально противоположных ситуациях с точки зрения их способности выступать в качестве участников международной торговли и инвесторов. В 1946 г. производство в США находилось на высоком уровне. Послевоенный переход к экономике, ориентированной на нужды мирного времени, прошел ровным, и все остальные страны мира нуждались в товарах и услугах США. По этой причине спрос на доллары превзошел предложение до такой степени, что экономисты назвали этот период эрой «долларового дефицита».

Долларовый дефицит позволил банкам США монополизировать финансирование международной торговли, связанной с экспортом и импортом. Банкам США принадлежала руководящая роль в решении вопросов, связанных с иностранными кредитами. Их положение было надежным, потому что кредиты в долларах пользовались спросом, вряд ли существовали кредиторы, способные выдержать подобную конкуренцию. Таким образом, в этот период банки США встречали небольшую конкуренцию, имели значительные возможности финансирования международной торговли и предоставления кредитов в долларах иностранным заемщикам.

Стабильность: 1953–1957 гг. К 1952 г. Западная Европа достигла довоенного уровня промышленного производства. Этому в значительной степени способствовало предоставление в широких масштабах долларовых кредитов и помощи в соответствии с Программой восстановления Европы 1947–1952 гг., известной также, как План Маршалла. За 4 года (с 1948 по 1951 г.) расходы США на финансирование поставок продукции, угля и продовольствия в страны Западной Европы составили около 14 млрд долл.

По мере того как Европа восстанавливала свои производственные мощности, развивалась внутриевропейская торговля, и промышленная конкуренция приобрела большее значение как фактор, ведущий к здоровой и стабильной экономической среде. Постепенно европейские валюты стали более твердыми, а

рынки иностранной валюты в Европе были либерализованы, с тем чтобы денежные переводы нерезидентов и резидентов осуществлялись более свободно.

К 1957 г. европейские валюты получили статус полностью конвертируемых. Это означало, что держателей европейской валюты ничто не ограничивало в том, как и где использовать свою валюту. За этот период объемы международного кредитования и торговли иностранной валютой увеличились, так как были либерализованы финансовые рынки и вырос объем экономических сделок.

Возникновение проблем с платежами: 1958–1963 гг.

Следствием стабилизации курсов иностранных валют стало обретение главными европейскими валютами статуса конвертируемости в 1958 г. Это событие послужило основой для создания Общего рынка. Первоначально Общий рынок был группировкой, объединяющей 6 стран (Западную Германию (ФРГ), Францию, Италию, Бельгию, Люксембург и Нидерланды), в рамках которой все тарифы на промышленную продукцию были постепенно устранены в течение 10 лет.

Вместо этого был установлен общий внешний тариф. Создание Общего рынка явило собой проблему для корпораций США. До 1958 г. они использовали возможности выгодного сбыта в Европе. Теперь Общий рынок установил схему региональной торговой интеграции, что должно было поставить в неблагоприятные условия американских производителей.

Резкое увеличение вывоза капитала из США в Западную Европу оказало воздействие на состояние платежного баланса США. Эта ситуация была вызвана не только первоначальным вывозом капитала, но и связанным с этим изменением объемов экспорта и импорта товаров. Американские производители, размещая производственные мощности в Европе, закупали капитальное оборудование у поставщиков США. Это обстоятельство увеличило экспорт американских средств производства. Постепенно эти европейские производственные мощности вытеснили американских экспортеров, что стало причиной неудовлетворительного состояния платежного баланса. В начале 60-х годов вывоз капитала в виде портфельных инвестиций инвестиционных компаний Нью-Йорка принял форму покупки заграничных облигаций, что вновь отразилось на состоянии платежного баланса США.

Мировые финансовые кризисы: 1971–1973 гг.

Бреттон-Вудсская валютная система была структурой, нуждающейся в твердом долларе США. Доверие к системе зависело от способности держателей активов в долларах рассчитывать на неизменную стоимость этих активов в будущем. В течение 60-х годов растущая инфляция, ухудшение состояния торгового баланса США и общий дефицит платежного баланса привели к сосредоточению ликвидных долларовых запасов в руках официальных и частных держателей за пределами Соединенных Штатов. В конце 60-х годов открыто обсуждался вопрос о том, что курс доллара был завышен и для восстановления равновесия платежного баланса США требовалась девальвация доллара. За период с 1968 по 1970 г. доверие к существующему паритету доллара по отношению к другим ведущим валютам начало ослабевать.

В 1971 г. доверие к доллару упало. Многие частные лица – держатели долларов – стремились перевести свои средства в твердую европейскую валюту. Спекуляция долларами в ФРГ была настолько сильна, что ее центральный банк был вынужден на короткий период времени закрыть рынок иностранной валюты во Франкфурте. В сущности, свободная конвертируемость доллара была прекращена. Роль министров финансов 10 стран во время кризиса 1971 г. отражена в списке событий, которые привели к распаду Бреттон-Вудской валютной системы.

В результате этого кризиса произошла ревальвация ряда валют, в то время как курс доллара упал по отношению к курсам ведущих европейских валют приблизительно на 8%. Помимо этого была прекращена конверсия доллара в золото. В конце 1971 г. ведущие промышленные страны пришли к соглашению, по которому курс доллара был понижен и был установлен более широкий диапазон колебаний валютных курсов (2,25% вместо 1% в обоих направлениях).

В 1973 г. произошел второй кризис, и США были вынуждены вновь понизить курс доллара. Вскоре после этого рынки иностранной валюты перешли к свободному колебанию курсов ведущих валют.

Мировой долговой кризис: 1982–1983 гг. К 1981 г. размеры задолженностей развивающихся стран превзошли их возможности обслуживания долгов. В 1982 г. мировой долговой кризис стал реальностью, когда правительство Мексики заявило о своей неспособности выплатить в срок как основную сумму внешней задолженности, так и проценты по ней. Другие стра-

ны – должники последовали примеру Мексики, заявив о том, что средства, необходимые для обслуживания внешнего долга, превосходят их собственные резервы в иностранной валюте.

Кризис 1982 г. имел несколько причин. Первая: в период с 1978 по 1991 г. инфляция во всех странах подняла процентные ставки по международным ссудам и кредитам до рекордного уровня. Вторая: при предоставлении еврокредитов обычно использовался «плавающий процент», основанный на таком показателе процентных ставок, способном быстро реагировать на различные изменения, каким является LIBOR (ЛМСП – Лондонская межбанковская ставка предложения). Поэтому страны – должники быстро ощутили на себе влияние повышенных процентных ставок в форме роста объема средств, необходимых для обслуживания долга. Третья причина: произошло снижение мировой цены на товары, и доходы от экспорта стран – должников, в свою очередь, сократились из-за низких цен на экспортную продукцию.

После 1982 г. международное финансовое сообщество стало свидетелем проблем обслуживания долга и пересмотров сроков их погашения. Страны – должники вели переговоры с кредиторами относительно продления сроков погашения оставшейся части долга. Банки – кредиторы получали определенную плату, соглашаясь на пересмотр сроков погашения долга. Кроме того, многие страны – должники соглашались на программу стабилизации МВФ, что требовало жестких финансовых мер. Эти программы обычно требовали от стран – должников уменьшения роста денежной массы и дефицитов государственных бюджетов. В ответ на это МВФ должен был предоставить льготы для получения среднесрочных кредитов, что позволяло странам – должникам продолжать импортировать продукты питания, топливо, промышленные изделия, таким образом, способствуя развитию экономических систем этих стран.

Кризис европейской валютной системы (ЕВС): 1991–1992 гг.

В течение 80-х гг. значительная конвергенция процентных ставок имела место в странах – членах ЕВС. В 1991 г. страны – члены были готовы заключить соглашение, направленное на достижение валютной интеграции. Маастрихтские соглашения были достигнуты в конце 1991 г. и подписаны в феврале 1992 г. Эти соглашения призывали страны – члены представить предложение о валютном объединении для утверждения путем голосования.

Первое испытание для Маастрихтского соглашения состоя-

лось в июне 1992 г., когда избиратели в Дании отклонили это предложение. Это и последующие события отрицательно сказались на положении европейских валют, что привело к нестабильности на валютных рынках в течение летних месяцев. В августе стали распространяться некоторые мнения о том, что граждане Франции также могут сказать «нет» на референдуме. К началу сентября финская валюта подверглась серьезному спекулятивному давлению, и 8 сентября 1992 г. правительство позволило свободное колебание курса марки. Курс финской валюты упал на 12%, и экспортер – конкурент Швеция был вынужден резко увеличить процентные ставки, чтобы защитить собственную валюту. В течение первых двух недель сентября в Европе продолжался валютный кризис, который стал причиной невиданной по своим размерам интервенции центральных банков, значительных различий в процентных ставках в Европе, пересмотров центральных валютных курсов и временного исключения из ЕВС фунта стерлингов и итальянской лиры.

Давление на европейские валюты возобновилось в 1993 г. В начале августа страны, связанные механизмом валютных курсов, позволили колебание собственных валют в пределах 15% от принятых центральных валютных курсов по отношению к другим валютам. Исключение составили немецкая и датская валюты, пределы колебаний которых составили 2,25%.

3.3. Важные компоненты мировой валютно-финансовой системы

Рассмотрим существующую в настоящее время мировую валютно-финансовую систему, которая сформировалась под влиянием событий, описанных в следующем кратком историческом обзоре.

Существующая сегодня система включает 5 важных действующих компонентов:

- международный валютный фонд;
- валютный рынок;
- официальные резервы;
- спрос частного сектора на иностранную валюту;
- интервенцию и сеть свопов.

Все они действуют вместе, для того чтобы обеспечивать ликвидность, способствовать преодолению временных диспропорций и внушать доверие к данной системе.

*Международный валютный фонд**. При вступлении в члены МВФ страны берут на себя определенные обязательства, которые касаются их финансов, экономики и политики. Финансовые обязательства предполагают уплату взносов наличными деньгами, основанную на размере квоты стран – членов. США имеют наибольшую квоту в МВФ, а 10 крупнейших индустриальных стран имеют общую квоту, соответствующую 55% всего объема квот.

Страны – члены могут использовать ресурсы МВФ, основанные на размере их членского взноса. Первоначально страна – член платила 25% своей квоты в МВФ в золоте. Таким образом, страна – член с квотой, равной 200 млн долл., вначале платила фонду 50 млн долл. золотом и 150 млн долл. своей собственной валютой в форме не приносящих процентов предъявительских векселей. Квота подразделяется на 4 части, именуемые траншами. Первая доля, известная как доля квоты, подлежащая оплате в золоте, может использоваться страной – членом автоматически. Все члены могут беспрепятственно использовать эту долю. По мере того как объем средств, которым страна – член желала бы воспользоваться, увеличивается, МВФ становится более требовательным в отношении стандартов финансовой политики. Обусловленность кредитов обязательством должников проводить определенную экономическую политику, становится довольно жесткой при использовании третьей и четвертой долей квоты.

В дополнение к предоставляемой финансовой помощи своим членам путем заимствования средств членами фонд часто вступает в соглашения с обязательством предоставить обусловленную сумму кредита в момент его обращения в МВФ. В таких случаях страна – член получает не наличные деньги, а договаривается о предоставлении займа на оговоренную сумму.

* Кратко изложить функции МВФ можно следующим образом:

- предоставляет ликвидные средства странам – членам, которые испытывают нехватку международной ликвидности или покупательной способности;
- контролирует торговлю и систему платежей стран – членов, чтобы обеспечивать их либерализацию и свободную основу заключения сделок;
- побуждает страны проводить финансовую политику, которая приведет к стабильным экономическим взаимоотношениям с остальными странами мира и тем самым внушит доверие к существующей сегодня валютной системе и международным договоренностям об осуществлении платежей;
- содействует принятию странами – членами экономических программ, направленных на регулирование платежного баланса.

При таком соглашении страна – член может использовать определенную сумму на предусмотренных договором условиях. Такие кредиты могут быть продлены сверх первоначально установленного периода и продолжаться в течение нескольких лет.

Обязательства, касающиеся поведения стран – членов подразумевают либерализацию торговых и платежных отношений между странами. Также ожидается, что страны – члены будут следовать политике, направленной на поддержание финансового равновесия. Эти действия включают финансово-бюджетную политику, ведущую к устранению или снижению дефицита национального бюджета, и денежно-кредитную политику, направленную на борьбу с инфляцией.

Временами, когда страны – члены хотят воспользоваться ликвидными средствами МВФ, последний может поставить определенные условия, для того чтобы такие займы стали возможными. Кредиты МВФ могут быть обусловлены согласием стран проводить экономическую политику, направленную на снижение дефицита национального бюджета до определенного процента от ВВП, улучшение торгового баланса на отдельную сумму в долларах и ограничение роста номинальной заработной платы до установленного уровня. Программы МВФ имеют репутацию жестких программ из-за ограничений жизненного уровня стран, имеющих дефицит платежного баланса.

Экономические обязательства налагаются в основном на страны, не имеющие дефицита платежного баланса, которые стремятся к регулированию национальной экономической системы за счет стран с дефицитом баланса международных расчетов.

Валюта США играла главную роль в мировой валютно-финансовой системе. Поэтому США имели особые обязательства.

Финансовые обязательства США – переводить доллары в золото для иностранных правительств и центральных банков.

Требования к поведению США – управлять состоянием платежного баланса США так, чтобы предложение долларов соответствовало потребностям в долларах всех остальных стран мира, и держать определенное количество долларов и других официальных резервных средств.

Экономические обязательства США – управлять экономикой США, упрощая регулирование состояния платежного баланса стран, являющихся инвесторами и торговыми партнерами США.

Валютный рынок. Он облегчает торговлю иностранными валютами. На этом рынке одна валюта – это товар, который продают, тогда как другая валюта – это деньги, находящиеся в обращении. Валютный рынок является крупнейшим финансовым рынком мира, где ежедневно совершаются сделки на 1000 млрд долл. Этот рынок управляется крупнейшими коммерческими банками, которые торгуют валютой, имеющейся у них в форме бессрочных вкладов в других банках. Бессрочные вклады – это источник изъятия и перевода средств, в отличие от срочных депозитов, которые не могут быть изъяты до наступления срока платежа. Этот рынок действует как рынок без посредника, где торговля ведется по телефону или телетайпу, и он нигде физически не обозначен. Валютный рынок выполняет следующие функции:

- переносит покупательную способность из одной страны в другую;

- обеспечивает способы хеджирования открытых валютных позиций;

- обеспечивает клиринговый механизм для международных платежей. Коммерческие банки принимают участие в сделках с куплей-продажей валют в течение дня, при этом в их нетто (чистой) позиции к концу дня наблюдаются относительно небольшие изменения;

- обеспечивает источник кредитов, посредством чего банки могут покупать срочные тратты, выписанные в иностранной валюте, хранящиеся до наступления срока выплаты. Срочная тратта – это обязательство оплатить чек, выписанный банку на определенный срок.

Валютный рынок – одна из важных частей сложного финансового процесса, и, как следствие, рынок иностранной валюты отражает нарушение равновесия частотой и интенсивностью изменений курсов валют. Изменения обменных курсов на рынке обеспечивают центральные банки, правительства и МВФ механизмом, при помощи которого проблемы с платежами могут быть частично решены. Наконец, валютный рынок является важным компонентом частных международных финансовых рынков, усиливающим тесные связи между различными международными секторами денежного рынка.

Официальные резервы. Национальные правительства хранят официальные валютные резервы в различных формах. Официальные резервы выступают в качестве ведущих валют из-за

их общей приемлемости. Один центральный банк с готовностью примет резервы от другого банка, чтобы осуществить дополнительные международные взаиморасчеты. Например, в январе 1992 г. официальные резервы всех стран составили в целом 693 млрд долл.; эта сумма представляет собой немногим более 1/5 мирового экспорта (см. таблицу 2). Официальные резервы состоят из 4-х компонентов.

Таблица 2

**В качестве примера: официальные резервы
(во всех странах мира), январь 1992 г.**

Основные компоненты	Объем, млрд долл.
СДР*	20,4
Сальдо резервов в МВФ**	25,9
Иностранная валюта***	614,1
Общие резервы за вычетом золота	660,4
Золото****	32,9
Общие резервы	693,3
Общие резервы, % к мировому экспорту	20,4%

Одним из компонентов является сальдо резервов в МВФ. Оно представлено квотами стран – членов в МВФ, к которым последние имеют свободный доступ в случае необходимости пополнения их ликвидных ресурсов. В январе 1992 г. эти средства составили 25,9 млрд долл. (см. таблицу 2).

Другим компонентом являются специальные права заимствования, известные также как «бумажное» золото. СДР были созданы, чтобы пополнить международные ликвидные средства на момент, когда казалось, что рост официальных резервов не будет соответствовать мировым потребностям. СДР отражают бухгалтерские проводки в МВФ, при помощи которых страны – члены, испытывающие дефицит, могут уладить проблемы платежей на официальном уровне (центральный банк одной страны переводит СДР в центральный банк другой страны).

* Бухгалтерские записи, созданные в системе МВФ, которые могут использоваться странами для решения проблем с платежами на официальном уровне.

** Отражает средства, не использованные странами – членами при условии свободного доступа к ним.

*** Приблизительно 3/4 этих средств переведено в доллары США.

**** Цена менее 40 долл. за унцию.

Самый большой компонент состоит из иностранной валюты, принадлежащей национальным правительствам и их центральным банкам. В середине 80-х гг. около 3/4 этого объема средств было выражено в долларах, хотя использовались другие валюты: немецкие марки, фунты стерлингов, иены и французские франки.

Наконец, часть официальных резервов хранится в форме монетарного золота. Резервы монетарного золота создают проблему измерений из-за колеблющейся цены золота на мировом рынке товаров. Если золотые резервы оценены в текущих рыночных ценах, то цена резервов монетарного золота в долларах составит более половины всех официальных резервов.

Официальным резервам присуща довольно высокая концентрация. Например, в 1992 г. 10 стран сосредоточили у себя 385 млрд долл., или 50% всего мирового резерва (см. таблицу 3).

Таблица 3

В качестве примера: официальные резервы отдельных стран на конец 1991 г., млрд долл. США

США	55,5
Германия	46,8
Франция	24,8
Италия	34,6
Япония	52,1
Швейцария	22,1
Великобритания	30,1
Сингапур	23,8
Саудовская Аравия	8,6
Испания	46,3
Другие крупные держатели официальных резервов, в том числе	
Китай	21,6
Нидерланды	13,5
Канада	11,9
Австралия	10,8
Южная Корея	10,0

Источник: МВФ, International Financial Statistics, март, 1992.

Национальные правительства держат официальные резервы по многим причинам. В одних странах более озабочены необходимостью покрыть внешний долг, в то время как в других странах более заинтересованы в том, чтобы оплачивать импорт

топлива и продовольствия. Средн причин, побуждающих национальные правительства держать официальные резервы, можно выделить следующие:

- возможность осуществлять международные сделки, включая импорт, без задержки платежей;
- улучшение международной кредитоспособности государства;
- обеспечение ресурсами для интервенции на рынке иностранной валюты в случае необходимости;
- гарантия и обеспечение обслуживания внешнего долга.

Спрос частного сектора на иностранную валюту. Он связан с ее количеством в банках, осуществляющих операции по обмену валют. Спрос частного сектора обычно противоположен официальному спросу на валюту, поскольку держателями официальных резервов являются национальные правительства.

Спрос частного сектора представляет риск для коммерческих банков. Когда большое количество банков не уверено, что в ближайшем будущем на рынке будет достаточное предложение валюты, они могут сократить объемы средств в этой валюте, внесенные на депозиты. Такие шаги могут сократить объемы этой валюты на рынке.

Более 200 основных международных банков из нескольких десятков стран играют доминирующую роль на мировом валютном рынке, которые являются крупными игроками. Средн них такие банки, как Сумитомо, японский банк, имеющий, возможно, 20 валютных рынков и «дилингов» (помещение, в котором сотрудники банка или компании, то есть дилеры, занимаются совершением сделок с ценным бумагами, валютой, депозитами, золотом с помощью телефона, телекса и других средств связи) по всему миру, где и совершаются сделки по продаже иностранной валюты. Такой банк, как Сумитомо, будет на взаимной основе держать валюту на депозитах в банках тех стран, где есть спрос на услуги, касающиеся операций с валютой (возможно, более 20 стран).

Сумитомо может иметь текущий счет в National Westminster Bank, в Лондоне, в то время как последний, в свою очередь, будет держать средства в японской валюте (на депозите) в токийском офисе банка Сумитомо. Авуары этих более чем 200 банков в иенах, фунтах стерлингов или немецких марках представляют собой спрос частного сектора.

В действительности мировой валютной рынок – это внебиржевой, незарегистрированный рынок ценных бумаг, где «делате-

лями рынка» являются банки – дилеры. Если организация – дилер неактивна в отношении средств на незарегистрированном рынке, то она их продает; это сразу же отражается на стоимости этих средств. В этом отношении спрос частного сектора помогает понять высокую чувствительность обменных курсов валют.

Интервенция и сеть свопов. Своп предполагает резервное соглашение о предоставлении кредита между двумя (или более) странами. Своп используется для обмена национальной валюты на иностранную с обязательством обратного обмена через 3 месяца. *Валютный своп* – это продажа наличной валюты (слот) с одновременной покупкой ее на срок (форвард), или наоборот. Центральные банки используют свопы, чтобы обеспечить себя валютой для интервенции на мировом валютном рынке.

Чтобы понять, как действует сеть свопов, предположим, что США хотят продать 200 млн фунт стерлингов, для того чтобы поддержать курс доллара. Фактически происходит следующее: Федеральная резервная система (ФРС) продает Центральному банку Великобритании 100 млн долл. США (допустим, курс: 2 фунта стерлинга за 1 доллар) в обмен на 200 млн фунт стерлингов с обратным обменом через 3 месяца по фиксированному курсу. К официальным резервам Банка Великобритании прибавляются 100 млн долл. США, а к официальным резервам ФРС 200 млн фунт стерлингов. ФРС теперь может продавать фунты стерлинги на мировом валютном рынке с целью повысить курс доллара США.

Механизм свопов центральных банков был впервые разработан в начале 60-х годов ФРС, которая заключила соглашение с центральными банками 15 стран и расположенным в швейцарском городе Базеле Банком международных расчетов. Все вместе эти банки предоставили более 30 млрд долл. в иностранной валюте для защиты доллара. Другие страны также заключили соглашения относительно свопов, чтобы получать средства для интервенции на валютном рынке.

Взаимодействие 5-ти составляющих мировой валютно-финансовой системы показано на рис. 3. Каждый год заключается большое количество финансовых сделок. Сумма, на которую заключаются сделки, может в 100–150 раз превышать официальные резервы стран – участниц сделок. Под сделками подразумевается международная торговля и заграничные инвестиции, плата за услуги (туризм, транспортировка, страхование) и получение доходов от заграничных инвестиций. Эти

сделки заключаются на мировом валютном рынке. Частные коммерческие банки, которые держат, покупают и продают иностранную валюту, поддерживают мировой валютный рынок, совершая эти финансовые операции (поток 1 на рис. 3)

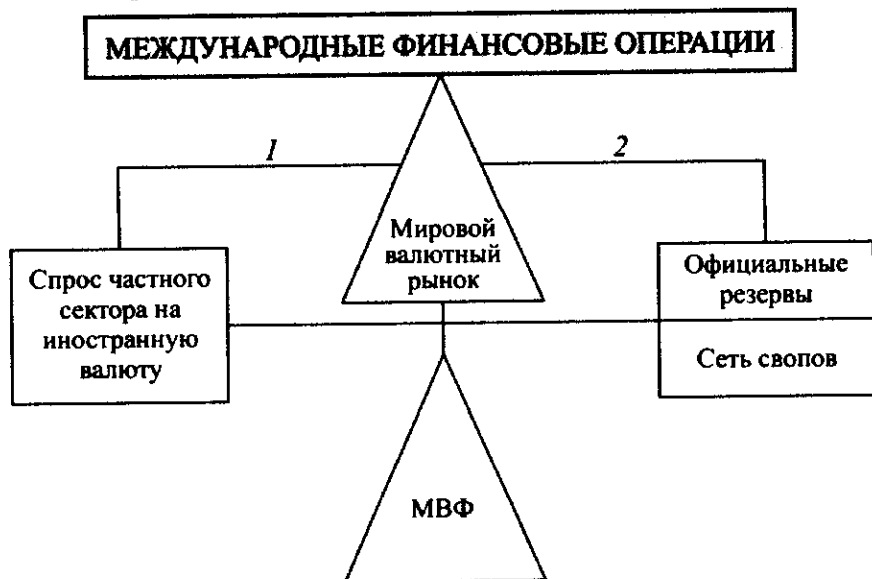


Рис. 3. Структура международной валютной системы:

1 – коммерческие банки являются держателями, покупателями и продавцами иностранной валюты. Тот объем конкретной валюты, держателями которого они хотели бы стать, составляет спрос частного сектора на эту валюту; 2 – центральный банк может продавать коммерческим банкам часть своих валютных резервов. Официальные резервы хранятся частично в форме платежных балансов в иностранной валюте, таких как депозиты или ликвидные инвестиции в рынок краткосрочного капитала.

Несоответствие спроса и предложения иностранной валюты в какой-либо отдельной стране может быть устранено путем использования ее официальных резервов. В тех случаях, когда спрос превышает нормальный уровень, центральный банк может продать коммерческим банкам часть своих официальных сбережений. Этот механизм показан на рис. 3, поток 1. Используя сеть свопов, страны также могут производить обмен с центральными банками других стран. В конечном счете МВФ может оказать краткосрочную помощь (воспользоваться механизмом кредитования) некоторым странам – членам, нуждающимся в заимствовании средств.

**Европейская валютная система:
некоторые ключевые даты**

1979 г., март	1986 г., февраль	1992 г., февраль	1992 г., июль	1992 г., сентябрь	1993 г., январь
Начинает действовать ЕВС. Первыми валютами, вошедшими в ЕВС, становятся: бельгийский и люксембургский франк, датская крона, французский франк, немецкая марка, ирландский фунт, итальянская лира и голландский гульден	Ратификация Единого европейского акта следует за предложением Плана Делора. Предполагается либерализация потоков капитала в 1990 г. и свободное движение капитала и рабочей силы в 1992 г.	Входе саммита в Маастрихте подписано соглашение о создании Европейского Союза. Появилась необходимость в проведении референдума	Дания отклонила Маастрихтское соглашение	Британский фунт стерлингов и итальянская лира временно исключены из европейского механизма фиксированных валютных курсов	Европейское сообщество официально становится единым рынком
1993 г., август	1993 г., октябрь	1993 г., ноябрь	1994 г., январь	1999 г., январь	
Второй кризис европейского механизма валютных курсов продолжительностью 12 мес. Границы колебаний валютных курсов увеличены до 15%, за исключением немецкой марки и голландского гульдена, для которых размеры колебаний сохранились в пределах 2,25%	Немецкий конституционный суд отклонил иск, направленный против Маастрихтского соглашения как противоречащего национальному суверенитету ФРГ	Маастрихтское соглашение вступает в силу. Вторая стадия в процессе валютной интеграции начался в январе 1994 г.	Начало второй стадии в процессе развития ЕВС. Организация Европейского валютного института	Начало третьей стадии европейской валютной интеграции. Был введен безналичный евро, а в 2002 г. – в иаличное обращение.	

В марте 1979 г. девятью членами Европейского Сообщества (ЕС) была оформлена *европейская валютная система* (ЕВС). Она представляет собой соглашение между странами об ограничении взаимных колебаний валютных курсов и достижении валютной стабильности. Предполагалось, что стабилизация валютных курсов будет способствовать развитию торговли между странами – участницами. ЕВС имеет такие особенности, как общую валютную единицу, регулирование колебаний валютных курсов стран – участниц, взаимные льготные условия предоставления кредитов и создание центрального резервного фонда. Некоторые поворотные пункты в развитии ЕВС отражены в таблице 4.

ЕВС основана на центральных резервах золота, долларов и валют стран – членов ЕС. Общей мерой системы являлась европейская валютная единица (*ЭКЮ*). Хотя ЭКЮ – это неполноценные деньги, но выполняла следующие важные функции денег, поскольку являлась:

- счетной денежной единицей;
- основой показателя определения отклонений рыночного курса валюты от центрального курса;
- мерой в операциях, связанных с интервенцией и кредитным механизмом;
- средством расчетов между руководящими денежно-кредитными учреждениями ЕС.

ЭКЮ была эквивалентна среднему взвешенному значению валют ЕВС. Доля каждой валюты, являющейся компонентом ЭКЮ, определяется размером ВВП каждой страны и ее участием в европейской торговле. Соотношение доллара и ЭКЮ было определено путем умножения обменных курсов валют стран – членов ЕС на их долю в валютной корзине ЭКЮ. На 8 января 1991 г. стоимость ЭКЮ равнялась 1,3377 долл.

3.4. Инфляция: сущность и виды проявления

Инфляция представляет собой обесценение денег, проявляющееся в форме роста цен на товары и услуги, не обусловленного повышением их качества. Инфляция вызывается, прежде всего, переполнением каналов денежного обращения избыточной денежной массой при отсутствии адекватного увеличения товарной массы. Существуют различные формы и виды проявления инфляции.

Глубинные причины инфляции находятся как в сфере обращения, так и в сфере производства и очень часто обуславливаются экономическими и политическими отношениями в стране.

Инфляция, как правило, измеряется ростом цен, но не всякое повышение цен связано с инфляцией. Повышение товарных цен может происходить и в условиях обращения золотой валюты, и в период оживления и подъема экономики, когда наряду с ростом цен растут и доходы. Общий рост цен, связанный с появлением более современных или новых товаров, вызванный изменением их стоимости и потребительской стоимости, может не иметь социально-экономических последствий.

При инфляции неравномерно возрастают цены на различные группы товаров, в результате меняется структура цен и национальный доход перераспределяется не только между сферами воспроизводства и отраслями народного хозяйства, но и между группами населения.

В процессе инфляции при появлении на рынке дополнительных денежных ресурсов цены на товары повышаются по-разному и с разной скоростью. Раньше всех при образовании лишних денег увеличиваются цены на товары первой необходимости, затем — на товары длительного пользования и особенно недвижимость.

Западные экономисты рассматривают инфляцию, как правило, анализируя факторы повышения цен, связанные с формированием потребительского спроса, с предложением товаров и услуг, с соотношением спроса и предложения, влияющих на формирование цен, и факторы производства. Все это определяют два вида инфляции: *инфляцию спроса*, вызванную избыточным спросом, и *инфляцию издержек*, вызывающую рост цен под воздействием нарастания издержек производства.

Инфляция спроса обуславливается «разбуханием» денежной массы и в связи с этим платежеспособного спроса при данном уровне цен в условиях недостаточно эластичного производства, способного быстро реагировать на потребности рынка. Совокупный спрос, превышающий производственные возможности экономики, вызывает повышение цен.

Основной причиной «разбухания» денежной массы является рост военных расходов, когда экономика ориентируется на значительные затраты на вооружение и по этой причине у государства нарастает бюджетный дефицит, покрываемый с помощью эмиссии, по существу, не обеспеченных товарными ресурсами денег.

На первоначальной стадии накопления избыточной денежной массы стимулируются наращивание производства и продаж, снижение безработицы, цен и в итоге – установление равновесия. Поэтому делается вывод, что в минимальных размерах инфляция даже полезна, так как она гарантирует от кризиса перепроизводства и сокращения занятости. В последующем, когда полная занятость распространяется на все сферы экономики и они уже не могут отвечать на увеличение спроса дополнительным предложением продукции, происходит рост цен. Затем начинают действовать факторы, вызывающие упадок производства, снижение его эффективности и обострение инфляции.

При инфляции спроса в платежном обороте существует определенный навес избыточной массы денежных средств по сравнению с ограниченным предложением, что и вызывает повышение цен и обесценение денег.

Инфляцию издержек рассматривают обычно с позиций роста цен под воздействием нарастающих издержек производства, прежде всего, роста затрат на заработную плату. Повышение цен на товары сокращает доходы населения, и требуется индексация заработной платы. Ее увеличение приводит к росту издержек на производство продукции, сокращению прибыли, объемов выпуска продукции по действующим ценам. Желание сохранить прибыль заставляет производителей повышать цены. Возникает инфляционная спираль – возрастание цен требует увеличения заработной платы, увеличение зарплаты влечет за собой повышение цен. Отсюда теория «инфляционной спирали» заработной платы и цен.

Инфляция издержек может быть лишь в том случае, если увеличиваются издержки на единицу продукции и в связи с этим поднимаются цены. Однако, заработная плата является лишь одним из элементов цены и, как правило, производство товаров дорожает за счет увеличения затрат на приобретение сырья, энергоносителей, оплату транспортных услуг. Повышение материальных затрат во всем мире – закономерный процесс в связи с удорожанием добычи, транспортировки сырьевых ресурсов и энергоносителей, и это всегда будет влиять на рост издержек производства. Противоположающим фактором выступает использование новейших технологий, снижающих затраты на единицу продукции.

Рост заработной платы вызывает рост издержек производства и соответственно рост цен, если происходит ее одновре-

менное повышение в основных отраслях хозяйства вне взаимосвязи с ростом производительности труда. В реальной жизни рост заработной платы в масштабах государства всегда значительно отстает от роста цен и полной компенсации никогда не осуществляется.

Инфляция издержек и инфляция спроса взаимосвязаны и взаимообусловлены, их трудно четко подразделить. Избыточная денежная масса в экономике всегда порождает повышенный спрос, вызывая неравновесие рынков в сфере совокупного спроса и совокупного предложения, реакцией на которое выступает рост цен. Являясь продуктом разбалансированного денежного рынка, инфляция спроса распространяется дальше, поражая производство и потребление, деформируя потребительский спрос, усиливая неравномерность и непропорциональность развития различных сфер хозяйствования, приводя в конечном счете к инфляции издержек.

Любая современная система экономики инфляционна, и в ней действуют факторы, относимые и к инфляции спроса, и к инфляции издержек.

Большую роль в развитии инфляционных процессов играют **внешнеэкономические факторы**. Они проявляются тогда, когда страна активно использует импортные товары. Закономерный рост мировой цены на сырье и энергоносители всегда провоцирует нарастание инфляции издержек. Импортные цены не только «подталкивают» цены национальной продукции, но и повышают издержки производства при использовании импортных комплектующих изделий, повышая стоимость готовой продукции.

Особое влияние на инфляционные процессы оказывает приток иностранных займов, валюты, так как ввоз иностранной валюты и скупка ее центральным банком увеличивают денежную массу в стране, способствуя тем самым обесценению денег, усилению инфляции. Здесь немалое значение имеет взвешенная денежная политика, проводимая центральным банком страны в части создания валютных запасов, использования механизма регулирования и формирования валютного курса и одновременно снижения его инфляционного давления на экономику.

Важным инфляционным фактором является и долларизация экономики, когда доллар становится параллельной валютой, выполняя функции денег. Наличие в денежном обороте более

твердой валюты вытесняет из обращения национальную и ускоряет снижение ее курса.

Инфляция может быть спровоцирована *налоговой политикой государства*. В условиях инфляции формирование доходов бюджета происходит на инфляционной основе – при спаде производства прибыль образуется преимущественно за счет роста цен, а не за счет создания реальных материальных ценностей. Если в бюджет изымается большая часть прибыли хозяйства, то усиливается тенденция уклонения от уплаты налогов, снижаются возможности инвестиционной активности. При падении объемов производства налог на добавленную стоимость только усугубляет инфляцию, он напрямую влияет на увеличение цен.

Инфляция может воспроизводиться и из-за политической нестабильности в государстве и социальной активности населения, связанной с забастовками в базовых отраслях экономики. Например, в России политический фактор сыграл важную роль в развитии инфляции.

В процессе преобразования планово-распределительной системы в рыночную в российской экономике в наибольшей степени проявилась корректирующая инфляция, обусловленная объективными процессами трансформации структуры внутренних цен. В новых условиях хозяйствования нельзя было оставить прежнюю систему ценообразования, фактически регулирующую прибыль и рентабельность, доходы и расходы бюджета, спрос и предложение продукции, занятость, состояние экспорта и импорта, платежного баланса, валютного курса.

При закрытости экономики государственное регулирование цен создавало относительно стабильное макроэкономическое равновесие. Либерализация всех сфер хозяйственной жизни резко нарушила это равновесие, а результатом отпусков цен была трансформация стоимостных пропорций в хозяйстве. Это вызвало сильную корректирующую инфляцию. Рост цен в потребительском секторе к концу 1992 г. увеличился в 26 раз, в производственном секторе – в 34 раза, что связано с существовавшими неоправданно низкими ценами на сырьевые ресурсы и энергоносители.

Инфляция классифицируется в зависимости от темпов роста цен. Она подразделяется на ползущую со среднегодовыми темпами прироста цен от 5 до 10%, характерную для развитых стран, где происходит небольшое умеренное обесценение де-

нег из года в год, и это признается неизбежным моментом нормального развития рыночной экономики и рассматривается в качестве фактора экономического роста.

Галопирующая инфляция (прирост цен 10–50%) и *гиперинфляция* характерны для развивающихся стран, переходящих от планово-распределительной системы к рыночной. Она рассматривается как негативное явление, вызывающее социально-экономическое и политическое напряжение в обществе.

Галопирующая инфляция делает бессмысленными денежные накопления с целью приобретения товаров не только длительного пользования и отдаленного спроса, но и непродовольственных товаров повседневного спроса. В результате усиливаются инфляционные ожидания и происходит переориентация покупательского спроса практически полностью на продовольственные товары.

В рамках гиперинфляции следует выделить *супергиперинфляцию*, при которой рост цен составляет свыше 50% и более в месяц. Так, в России в 1992 г. цены возросли более чем в 26 раз. Общий индекс цен за 4 года к концу 1995 г. повысился в 4,5 тыс. раз. Примером гиперинфляции может служить состояние денежного обращения после войны. В Германии после Первой мировой войны цены в 1923 г. возросли в 1,3 трлн раз (при проведении денежной реформы в 1923 г. одна новая марка обменивалась на 1 трлн прежних марок).

В Венгрии в 1946 г. один довоенный форинт приравнялся к 829 октильонов форинтов*.

3.4.1. Инфляция в современной России

В зависимости от продолжительности различают хроническую инфляцию и стагфляцию, когда инфляция сопровождается падением производства, что также характерно для современной России.

Социально-экономические последствия инфляции выражаются в:

– перераспределении доходов между группами населения, сферами производства, регионами, хозяйствующими структурами, государством, фирмами, населением, а также между дебиторами и кредиторами;

* Октильон равняется единице с 22 нулями.

- обесценении денежных накоплений населения, хозяйствующих субъектов и средств государственного бюджета;
- постоянно уплачиваемом инфляционном налоге, особенно получателями фиксированных денежных доходов;
- неравномерном росте цен, что увеличивает неравенство норм прибыли в разных отраслях и усугубляет диспропорции воспроизводства;
- искажении структуры потребительского спроса из-за стремления превратить обесценившиеся деньги в товары и валюту. Вследствие этого ускоряется оборачиваемость денежных средств и увеличивается инфляционный процесс;
- закреплении стагнации, снижении экономической активности, росте безработицы;
- сокращении инвестиций в народное хозяйство и повышении их риска;
- обесценении амортизационных фондов, что затрудняет воспроизводственный процесс;
- возрастании спекулятивной игры на ценах, валюте, процентах;
- активном развитии теневой экономики, в ее «уходе» от налогообложения;
- снижении покупательной способности национальной валюты и искажении ее реального курса по отношению к другим валютам;
- социальном расслоении общества и в итоге обострении социальных противоречий.

Отказ от государственного ценового регулирования в январе 1992 г., как считали некоторые экономисты, был единственно возможным и наиболее эффективным средством ликвидации «подавленной» инфляции, преодоления товарных дефицитов, предотвращения окончательного развала потребительского рынка и распада финансовой системы в целом. Одновременно предполагалось проведение жесткой денежно-кредитной и бюджетной политики для достижения рыночного равновесия.

В результате полного «освобождения» цен вместо рыночного равновесия в стране начался глубокий экономический кризис, приведший к гиперинфляции, а затем и к стагфляции экономики. Это было связано с тем, что либерализация цен проходила в условиях крайне монополизированных структур, не поддающихся быстрому превращению их в конкурентоспособных собственников. Процессы демонополизации, разгосу-

дарствления собственности еще не были до конца проработаны и начинались без создания надежной правовой базы как для приватизации, так и для регулирования экономических и социальных процессов в стране с деформированной структурой производства и крайне низкой его эффективностью.

Нарастанию хозяйственного и финансового кризисов, усугубивших инфляцию, способствовали национальная и социально-политическая нестабильность, а также политические процессы, связанные с распадом СССР.

Либерализация цен в России совпала с процессами дезинтеграции хозяйственных связей со странами социалистического содружества и с бывшими союзными республиками. Разрушается единый народнохозяйственный комплекс, единая банковская и бюджетная системы страны, единое рублевое пространство.

Дезинтеграция экономики стимулировала нарастание инфляции в результате резкого спада производства и введения национальных валют. Глобальный развал товарных рынков, обособление денежных систем союзных республик вызвали массовый сброс платежных средств на рынок России. Он составил свыше 1 трлн руб., что подняло цены в России, примерно, на 10%. Под государственным контролем оставались цены на топливно-энергетические ресурсы, ряд важнейших видов продовольственных товаров, жилье, транспортные услуги.

Экономическое напряжение в стране усугублялось расстройством финансовой системы, «войной бюджетов» между центром и регионами, огромными потерями государства из-за спада производства, затрат, связанных с конверсией военно-промышленного комплекса, выводом войск из стран дальнего и ближнего зарубежья, военными действиями на окраинах бывшего СССР.

Стремительный инфляционный рост оптовых и розничных цен в отсутствие конкуренции и государственного регулирования повышал затраты государства на содержание армии, науки, культуры, здравоохранения и образования. Они увеличивали дефицит государственного бюджета, который финансировался за счет централизованных кредитов Банка России, создавая в денежном обороте ничем не обеспеченную массу платежных средств.

Огромной проблемой для экономики России при регулировании инфляционных процессов становятся внешние займы.

Не решив ни одной экономической, социальной и политической проблемы с помощью иностранных кредитов, их активно использовали для покрытия бюджетного дефицита, который из года в год нарастал и требовал еще больших заимствований, поскольку все большую долю в бюджетных расходах занимают расходы по обслуживанию внешнего долга.

Таким образом, спровоцированная государством «отпуском» цен инфляция издержек дополнялась инфляцией спроса.

Важнейшим фактором нарастания инфляции в России в этот период явилась дальнейшая *либерализация валютного законодательства, внешней торговли, устранение валютных ограничений по текущим операциям, введение внутренней конвертируемости рубля* в условиях огромной внешней задолженности государства.

Отказ от защитных торговых и валютных барьеров привел к огромным потокам дешевых импортных товаров, которые вытеснили с внутреннего рынка аналогичную отечественную продукцию и способствовали сокращению ее производства.

Мощные спекуляции на валютном рынке вызвали быстрое падение курса рубля и вздорожание всех импортируемых товаров, что усилило внутреннюю инфляцию издержек за счет импортируемой инфляции. Одновременно резко сокращаются возможности импорта инвестиционных товаров, сводя на нет долгосрочные перспективы экономического роста и решение проблем инвестиций в народном хозяйстве. Мощным негативным фактором в этом плане стало «бегство» капиталов за рубеж, лишивших только в 1992 г. российскую экономику инвестиций в размере 12–13 млрд долл., что эквивалентно 15–16% ВВП.

Особенностью российской инфляции является то, что она сопровождалась привязкой рубля к доллару и наличием нереального валютного курса, который устанавливался только по результатам торгов на Московской межбанковской валютной бирже, в то время как 80% продаж иностранной валюты осуществляется на межбанковском рынке.

В условиях частичной конвертируемости рубля, расширения прав использования валюты предприятиями и населением увеличился спрос на иностранную валюту для страхования инфляционного риска.

Разрешение использовать на территории России в качестве платежного и покупательного средства иностранную валюту привело к долларизации экономики и дополнительному росту

денежной массы в обращении в объеме обращающейся иностранной валюты. Около 15% денежных доходов населения России вложено в наличную валюту, а повышенный спрос на нее стимулировал спекулятивные сделки с валютой на рынке.

Особенно активно пользовались этим банки, играя на повышении и понижении курса валют, получая значительный доход от обмена наличной и безналичной валюты, реэкспортируя наличную валюту в другие страны. Все это усиливало инфляционные тенденции в России.

Наиболее сильно финансовый кризис поразил промышленные предприятия, обусловив кризис неплатежей, спад производства, снижение налогооблагаемой базы и нарастание бюджетного дефицита.

Либерализация цен не только обесценила денежные накопления населения, но и лишила возможности государственные предприятия нормально осуществлять свою деятельность, обесценив их оборотные средства.

Потери оборотных средств государство предприятиям не компенсировало, оптовые цены возросли значительно быстрее возможностей увеличения оборотных средств. Банковский кредит стал недоступен из-за высоких процентных ставок в условиях жесткой денежной политики государства, направленной на снижение темпов инфляции.

Некоторым предприятиям за счет централизованных источников был предоставлен кредит на пополнение оборотных средств, но при условии использования этого кредита в первую очередь для внесения платежей в бюджет. В итоге банк кредитовал бюджет за счет роста задолженности предприятий банковской системе.

Обесценение активов государственных предприятий не компенсировалось переоценкой основных фондов, которая была осуществлена только в октябре 1992 г. За это время сумма недоначисленной амортизации, поступившей в виде налога на прибыль в доходы бюджета, составила около 1 трлн руб. В 1993 г. стоимость фондов не изменялась, что явилось главным фактором выбытия основных фондов без компенсации для создания новых. Сейчас амортизация утратила свойство одного из важнейших и надежных источников инвестиций и не в состоянии обеспечить даже простое воспроизводство основных фондов.

Проблема обеспечения промышленных предприятий платежными средствами резко обострилась из-за кризиса сбыта,

поскольку внутренний рынок был утерян отечественными товаропроизводителями.

В первой половине 1992 г. в результате проведения жесткой денежно-кредитной политики удалось резко сжать денежную массу, поставить под контроль дефицит бюджета, но продолжалась практика бесконтрольной выдачи кредитов республикам бывшего СССР.

Либерализация хозяйственных связей создавала огромные возможности для вывоза материальных и валютных ресурсов в ближнее и дальнее зарубежье, создавая дефицит на товарных и финансовых рынках в России.

В то же время нарастала задолженность бывших союзных республик Центральному банку РФ по «техническим» кредитам, связанным с невозможностью осуществления расчетов по поставкам товарно-материальных ценностей из России. Выдача этих кредитов спровоцировала не менее 25% общего объема инфляции.

Сжатие денежной массы внутри России вызвало колоссальный кризис неплатежей. Масштабы кризиса неплатежей существенно сократились после проведения в середине 1992 г. зачета взаимной задолженности предприятий, которым сократили неплатежи на 1,7 трлн руб. Вследствие этого наблюдается временный подъем промышленного производства при одновременном росте денежной массы и темпов инфляции в 2 раза.

В 1993 г., используя монетарные антиинфляционные инструменты, правительство стремилось сокращать денежную массу и довело ее к концу года до чрезвычайно низкого уровня — 14% по сравнению с декабрем 1991 г. Это произошло при высоком уровне бюджетного дефицита и его покрытия на 60% за счет эмиссии Центрального банка РФ.

Реакцией на жесткую денежно-кредитную политику явился новый виток нарастания взаимных неплатежей, рост которых продолжается до настоящего времени.

Стремление проводить жесткую денежно-кредитную политику, чтобы сбить инфляцию, превратилось в один из факторов, стимулирующих инфляционный рост цен, поскольку за определенными пределами снижения денежной массы начинаются последствия, которые неминуемо провоцируют нарастание инфляции по схеме: неплатежи — спад (остановка) производства — сокращение доходной базы бюджета — потребность в кредите для его финансирования.

Сокращая дефицит бюджета, государство увеличило свою задолженность перед предприятиями, а это обернулось неплатежами по технологическим цепочкам и общим кризисом неплатежей к концу года. Искусственное сжатие денежной массы и дефицита бюджета обусловило финансовый кризис в экономике.

С 1995 г. существенным моментом денежно-кредитной политики ЦБ РФ является требование жесткой централизации контроля за предложением денег экономике. Правительство отказалось от использования кредитов Банка России для покрытия дефицита федерального бюджета как основного фактора инфляции. Предусмотрено 57% дефицита покрывать доходами от операций с государственными ценными бумагами на внутреннем рынке, 47% – за счет внешних заимствований.

Банк России фактически прекратил прямое предоставление централизованных кредитов коммерческим банкам, он перешел к проведению кредитных аукционов, где на конкурсной основе продаются кредитные ресурсы.

Общим итогом последствий проводимых правительством жестких мероприятий в области регулирования денежной массы и снижения инфляции явился глубочайший экономический кризис (см. таблицу 5).

Либерализация цен и политика денежных ограничений привели к обвальному промышленному спаду.

Таблица 5

Показатели темпов падения ВВП по сравнению с предыдущим годом и роста инфляции, %

Год	Темпы падения (-) ВВП	Темпы падения (-) промышленного производства	Темпы падения (-) инвестиций	Рост рыночных цен
1992	-22	-18	-40	26,1 раз
1993	-12	-14	-12	9,4 раз
1994	-15	-21	-26	3,2 раз
1995	-4	-11	-13	131,0
1996	-6	-8	-15	21,8

Россия к началу 1997 г. потеряла больше половины своего валового национального продукта и вдвое снизила промышленное производство. При этом спад носил не структурный, а всеобщий характер и он поразил наиболее прогрессивные и

высокотехнологические отрасли и виды производства, что означает потерю как внутреннего, так и внешнего рынков.

Наиболее глубоким и опасным по своим социально-экономическим последствиям является спад инвестиционной активности. При сокращении объема инвестиций на 2/3 невозможны не только структурная перестройка, но и воспроизводственный процесс, поскольку происходит невозобновляемое выбытие основных фондов.

Много негативных последствий имеет и приватизация. Она не только не дала бюджету ощутимых поступлений, не способствовала привлечению отечественных и иностранных инвестиций, но и не оказала реального влияния на повышение эффективности хозяйствования. В ряде случаев благодаря приватизации оказались искусственно разрушенными технологические связи. Все это не могло не отразиться на финансовом положении страны и мерах по борьбе с инфляцией.

Основным фактором роста денежной массы в 1996 г. был кредит банковской системы на покрытие дефицита федерального бюджета. Увеличение кредита правительству за январь – сентябрь более чем в 2 раза превысило прирост кредитов, предоставленных банками экономике.

Поскольку инфляция в России имеет немонетарную природу, экономика, инвестиции, финансы очень слабо отреагировали на снижение цен. Со второго полугодия 1996 г. наметились признаки стабилизации производства, сокращения потребительского спроса и капитальных вложений.

Вместе с тем, существуют факторы, которые не позволят сохранить депрессивную стабилизацию. К ним относятся нарастание бюджетного дефицита и слабая собираемость налогов, дальнейший рост неплатежей и задолженности по заработной плате, возрастание сферы использования денежных суррогатов, увеличение безработицы.

В России сохраняется инфляционный потенциал, который по оценкам экономистов более чем вдвое превышает фактический уровень инфляции.

3.4.2. Основные направления антиинфляционной политики России

Природа инфляции в России и причины, ее усугубляющие, не характерны для стран с рыночной экономикой. Здесь пере-

плелись экономические и политические факторы, денежные и воспроизводственные. На путь рыночных преобразований страна вступила со специфической инфляцией планово-распределительной системы, на которую стали давить мощные факторы инфляции издержек. На фоне глобального товарного дефицита происходят огромный отток материальных и валютных ресурсов России в ближнее и дальнее зарубежье, вытеснение импортом отечественного производства, масштабный разрыв хозяйственных связей из-за распада СССР, ослабление внутри России некоего экономического сотрудничества и катастрофический спад производства, разрушение сверхмонополизированного производства без создания рыночной инфраструктуры и конкуренции, искусственное административное сдерживание инфляции и нарастающие неплатежи во всех экономических структурах и т.д.

Уникальный характер российской инфляции требует использования особых методов ее регулирования, соответствующих современным реальным условиям национальной экономики. Антиинфляционная программа должна учитывать реальное развитие рыночных отношений, возможность использования рыночных регуляторов с государственным регулированием.

Цель антиинфляционной политики государства состоит в том, чтобы установить контроль над инфляцией и добиться приемлемых для народного хозяйства темпов ее роста. Попытки справиться с инфляцией путем рестрикционной денежной политики в российских условиях имеют значительно более негативные последствия, чем сама инфляция, так как отбрасывают экономику назад за счет снижения уровня производства, нарастания неплатежей во всех секторах экономики, откладывания выплат по государственному внешнему и внутреннему долгу. Крайне негативные последствия имеет такая политика и для социальной сферы: возрастает безработица, своевременно не выплачиваются заработная плата, пенсии, пособия, резко снижается жизненный уровень населения.

Важной задачей в борьбе с инфляцией является *преодоление экономического спада, кризиса неплатежей, спада инвестиционной активности, формирование стабильной рыночной инфраструктуры*. Оздоровление экономики связано с поддержкой приоритетных отраслей народного хозяйства, стимулированием экспорта продукции, в том числе экспорта вооружений, разумная протекционистская политика и политика ва-

лотного курса, способствующих решению вопросов конкурентоспособности отечественных товаров, а не спаду производства, как это происходит при установлении «коридора» допустимого изменения валютного курса.

Большое значение в антиинфляционной политике имеет структурная перестройка экономики и приспособление ее к потребностям рынка за счет грамотной конверсии военно-промышленного комплекса, демонополизации и регулирования деятельности существующих монополий, стимулирования конкуренции в производстве, распределении, секторе услуг и т.д.

В сложившихся условиях решающим фактором борьбы с инфляцией будет возможность восстановления государственных структур управления и контроля за ценами и доходами, распределением и перераспределением материальных и финансовых ресурсов при сохранении курса на преимущественное применение свободных рыночных цен. Государству не обойтись без регулирования цен на энергоносители, на продукцию, выпускаемую монопольными структурами, транспортные услуги. Необходимо государственное вмешательство для ликвидации ножиц цен на промышленную и сельскохозяйственную продукцию.

Как и во многих развитых странах с рыночной экономикой, должна быть создана система ценового соглашения между производителями, профсоюзами и правительством по всей технологической цепочке производства и с учетом реального платежеспособного спроса потребителей.

При переходе к рынку необходима цивилизованная приватизация на основе учета реальных экономических, технологических и экологических потребностей общества, на базе реальной оценки приватизируемого имущества, обеспечивающего соответствующие поступления средств в государственный бюджет. Для достижения эффективности экономики необходимо искать разумное соотношение между всеми формами собственности.

На базе этих преобразований может быть осуществлен комплекс мер макроэкономической политики, связанной с формированием и развитием единого общероссийского рынка товаров, кредита, валюты, фондового рынка, рынка недвижимости, земли, труда и т.д. Большую роль в этом играет восстановление экономического союза стран СНГ с учетом взаимных интересов.

Особое внимание в антиинфляционной политике должно быть уделено совершенствованию налоговой системы:

- сокращению количества взимаемых налогов;
- отказу от использования инфляции как источника финансирования бюджета. С этой целью необходимо регулярно переоценивать основные фонды, индексировать все ограничители доходов предприятий, выступающих в абсолютных суммах, корректировать отчеты о прибылях и убытках;
- пересмотру налоговых платежей, включаемых в издержки производства, которые стимулируют рост цен: отчислений в пенсионный фонд, фонд социального страхования, фонд занятости населения, платы за землю, налога на имущество и т.д.;
- изменению методики налогообложения;
- ликвидации государственной задолженности перед отраслями и сферами народного хозяйства;
- регулированию перераспределительных отношений между бюджетами Федерации и регионов.

Поскольку в бюджетных расходах большую долю составляют расходы по обслуживанию внешнего и внутреннего долгов, для сдерживания инфляции важно определить пределы внешних заимствований и предоставления российских кредитов иностранным государствам. Пока внешние заимствования России значительно превышают возможности страны по возврату текущих платежей. Необходимо активнее использовать различные формы регулирования обязательств страны и реализации ее долговых активов.

Важным направлением в антиинфляционной политике является дальнейшее развитие и государственное регулирование валютного и финансового рынков, а также совершенствование механизма формирования валютного курса.

Основой внешнеэкономической деятельности продолжают оставаться развитие экспорта и укрепление его базы, что требует обеспечения эффективного экспортного и валютного контроля с целью остановить «бегство» капитала за рубеж и обеспечить своевременность и полноту уплаты налогов по этим операциям.

Большое значение для сдерживания инфляции может иметь перестройка экспорта и импорта: переход с сырьевой ориентации экспорта на технологические виды продукции, а также отказ от бросовых цен, по которым реализуется отечественное сырье и теряется экспортная выручка на десятки миллиардов долларов в год.

Одну из определяющих ролей в проведении антиинфляционной политики играет Центральный банк РФ, который осуществляет денежно-кредитное регулирование. Он должен смягчить ограничения денежной массы в обращении и добиваться улучшения ее структуры, поскольку более высокие темпы роста менее ликвидных компонентов денежной массы способствуют ослаблению инфляционного давления, а сокращение объема наличных денег сокращает темпы инфляции.

Необходимо прямое управление кредитной эмиссией, используемой на восстановление хозяйственных связей, подъем производства. Для сдерживания инфляции нужна поддержка инвестиционной активности коммерческих банков, как это используется в мировой практике (хотя бы в рамках льгот по созданию обязательных резервов в ЦБ РФ).

Большое значение для борьбы с инфляцией имеет снятие инфляционных ожиданий как у хозяйствующих структур, так и у населения, что в значительной мере может быть обусловлено экономической и политической стабильностью в стране.

Успешное осуществление антиинфляционной политики возможно только на основе разработки нормативных актов, регулирующих все сферы рыночных отношений и безусловно выполнения существующего законодательства.

Выводы к главе 3

1. Для эффективного функционирования все международные денежные системы соединяют основные функции и характеристики. Исторически эти функции выполняли несколько определенных совокупностей международных валютных соглашений. Тот факт, что особое внимание уделяется механизмам, институтам, проблемам и результатам функционирования мировой валютно-финансовой системы, позволит нам проследить динамическое развитие международной валютной системы, которая включает глобальные финансы. Мировая валютно-финансовая система – механизм, находящийся в постоянном развитии. Это происходит благодаря действиям национальных правительств, оказывающим влияние на ее «эксплуатационные характеристики», а также тенденциям развития и событиям, имеющим место в мировой экономике.

2. В период с 1870 по 1914 г. Великобритания тесно привязала фунт стерлингов к золоту. В течение этого периода Великобритания имела преимущество страны, не участвующей в войнах, что способ-

ствовало формированию ее имиджа как образца финансовой надежности и осторожности. Успех золотого стандарта в тот период объясняется спокойствием того времени. Мировая экономика не была подвержена столь серьезным испытаниям, каким были Первая мировая война и «Великая депрессия».

3. После Первой мировой войны возник ряд проблем. Первая: дифференцированная инфляция, которая имела место в странах ранее при золотом стандарте, подняла вопрос о создании соответствующей схемы валютных курсов. Вторая: США не были опытным мировым банкиром. Страна занималась кредитованием в 20-е годы XX в., и многие из предоставленных ею ссуд не были возвращены. Третья: «Великая депрессия» 30-х годов стала причиной сокращения объема международной торговли и инвестиций. Некоторые страны попытались решить проблему дефицита платежного баланса, разрешив беспрепятственное обесценение собственной валюты по отношению к другим валютам. Эта валютная нестабильность подрывала доверие к системе и вела к дальнейшему снижению объема международного кредитования и инвестиций. Мировая валютно-финансовая система, эффективно способствующая росту мировой торговли и платежей, не просуществовала и до конца Второй мировой войны. К концу Второй мировой войны международная валютно-финансовая конференция в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Гэмпшир, учредила создание 2-х новых организаций – Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития. Они были призваны играть главную роль в международных финансах.

4. Существующая сегодня мировая валютно-финансовая система включает пять важных действующих компонентов: международный валютный фонд, валютный рынок, официальные резервы, спрос частного сектора на иностранную валюту, интервенцию и сеть свопов. Все они действуют вместе, для того чтобы обеспечивать ликвидность, способствовать преодолению временных диспропорций и внушать доверие к системе.

5. Инфляция, как правило, измеряется ростом цен, но не всякое повышение цен связано с инфляцией. Повышение товарных цен может происходить и в условиях обращения золотой валюты, и в период оживления и подъема экономики, когда наряду с ростом цен растут и доходы. Общий рост цен, связанный с появлением более современных или новых товаров, вызванный изменением их стоимости и потребительской стоимости, может не иметь социально-экономических последствий. При инфляции неравномерно возрастают цены на различные группы товаров, в результате меняется структура

цен и национальный доход перераспределяется не только между сферами воспроизводства и отраслями народного хозяйства, но и между группами населения.

6. Стремительный инфляционный рост оптовых и розничных цен в отсутствие конкуренции и государственного регулирования повышал затраты государства на содержание армии, науки, культуры, здравоохранения и образования. Они увеличивали дефицит государственного бюджета, который финансировался за счет централизованных кредитов Банка России, создавая в денежном обороте ничем не обеспеченную массу платежных средств.

7. Цель антиинфляционной политики государства состоит в том, чтобы установить контроль над инфляцией и добиться приемлемых для народного хозяйства темпов ее роста. Попытки справиться с инфляцией путем рестрикционной денежной политики в российских условиях имеют значительно более негативные последствия, чем сама инфляция, так как отбрасывают экономику назад за счет снижения уровня производства, нарастания неплатежей во всех секторах экономики, откладывания выплат по государственному внешнему и внутреннему долгу. Крайне негативные последствия имеет такая политика и для социальной сферы: возрастает безработица, своевременно не выплачиваются заработная плата, пенсии, пособия, резко снижается жизненный уровень населения.

Контрольные вопросы

1. Раскройте ключевое требование, необходимое для успешного функционирования мировой валютно-финансовой системы.
2. Расскажите историю развития мировой валютно-финансовой системы.
3. Из каких важнейших действующих компонентов состоит мировая валютно-финансовая система? Какова их взаимосвязь?
4. Какие особенности имеет европейская валютная система?
5. Что представляет собой инфляция и чем она измеряется?
6. Объясните, какие виды инфляции вы знаете и раскройте их сущность.
7. В чем выражаются социально-экономические последствия инфляции в России?
8. Какова цель антиинфляционной политики России?

Глава 4.

Международные валютно-финансовые расчеты в системе мирохозяйственных связей. Платежный баланс.

Активное развитие международной торговли, отвечающее требованиям прогрессирующей глобализации мировой экономики, сопровождается появлением новых организационных форм, модернизацией техники проведения мирохозяйственных, то есть внешнеэкономических операций и расчетов по ним. Традиционные формы и методы проведения внешнеэкономических операций и финансирования сделок в системе мирохозяйственных связей замещаются современными и необычными формами, носящими многоуровневый характер. Это позволяет лучше приспособлять внешнеэкономические сделки к конкретным нуждам и возможностям хозяйствующих субъектов различных стран базирования.

4.1. Понятие международных валютно-финансовых расчетов

Национальная денежная единица страны обменивается на иностранную валюту, прежде всего, для осуществления платежей за границей при возникновении обязательств перед зарубежными хозяйствующими субъектами (юридическими и физическими лицами). Основным же каналом для поступления иностранной валюты в страну являются платежи из-за рубежа.

Денежные требования и валютные обязательства возникают на основе политических, экономических, культурных и научно-технических отношений между странами, юридическими и физическими лицами, находящимися на пространстве разных национальных хозяйств. Под международными валютно-финансовыми расчетами, то есть *международными расчетами* понимаются организация и регулирование платежей по выше-

упомянутым денежным требованиям и обязательствам. Международные расчеты выступают в качестве повседневной деятельности банков, производящих расчеты с иностранными субъектами на основе выработанных международным сообществом и принятых в большинстве стран мира условий, норм и порядка осуществления этих расчетов. Деятельность банков в области международных расчетов является объектом государственного регулирования.

При всем многообразии международных расчетов по внешнеэкономическим связям их можно объединить в две группы:

– торговые, включающие платежи и поступления по внешнеторговым операциям, международному кредиту, международным перевозкам грузов различными видами транспорта;

– неторговые, к которым относятся платежи по содержанию дипломатических, торговых, консульских и других представительств и международных организаций, а также расходы по пребыванию делегаций, групп специалистов и отдельных граждан в других странах, и еще переводы денежных средств за границу по поручению общественных и других организаций и частных лиц.

Такое деление обусловлено различиями в ценах, на основе которых строятся различные платежи. Торговые расчеты связаны с операциями, которые осуществляются на основе внешнеторговых цен и международных тарифов. Особенностью неторговых расчетов является их проведение по внутренним различным ценам на товары и по тарифам платных услуг населению каждой страны. В этом случае платежи, как правило, осуществляются в соответствующих национальных валютах.

Все международные расчеты проводятся банками по поручению своих клиентов – участников внешнеэкономической деятельности.

Международные расчеты, как правило, осуществляются безналичным путем через банки методом установления корреспондентских, то есть договорных отношений между финансово-кредитными организациями разных стран. В связи с этим, банки подписывают соответствующие корреспондентские соглашения об открытии счетов (ностро – счетов данного банка в других банках, лоро – счетов других банков в данном банке), в которых определяются порядок расчетов, размер суммы в качестве комиссионного вознаграждения, а также методы пополнения корреспондентского счета по мере расходования финансовых

средств. Кроме того, банки могут осуществлять международные расчеты через свои иностранные филиалы и отделения.

В зависимости от условий контрактов по внешнеторговым сделкам, степени конвертируемости, позиций национальной и иностранной валюты используются различные формы международных расчетов. Ниже рассматриваются наиболее часто применяемые в коммерческой практике формы международных расчетов.

4.2. Формы и методы международных валютно-финансовых расчетов

Мировая практика выработала необходимые формы и методы: *инкассо, аккредитив, банковский перевод, авансовые расчеты, расчеты по открытому счету, а также расчеты в виде векселей и чеков*. В последние десятилетия XX в. появилось новое средство – *кредитные карточки*.

Международные расчеты осуществляются с помощью выработанных мировой практикой правил и традиций. Так, международные расчеты с применением *документарных аккредитивов* кодифицированы Унифицированными правилами и традициями, которые были впервые приняты в 1933 г. Международной торговой палатой на Венском конгрессе и периодически пересматриваются. Международные расчеты в форме *инкассо* упорядочиваются Унифицированными правилами по инкассо, которые были впервые разработаны в 1936 г. Международной торговой палатой и также периодически пересматриваются. К данным документам присоединяются только банки. В случае их присоединения к этим правилам и традициям они становятся обязательными для банков и их клиентов, которые применяют упомянутые формы расчетов.

Выбор формы международных расчетов определяется рядом факторов. Интересы экспортеров и импортеров товаров, услуг не совпадают, поскольку экспортер желает получить платежи от импортера в короткие сроки, в то же время импортер стремится отсрочить платеж до момента окончательной реализации товара. Поэтому выбранная форма международных расчетов является взаимно согласованной (компромиссом, в котором учитываются экономические позиции контрагентов, степень их доверия друг к другу, экономическая конъюнктура, политическая ситуация и т.п.). Вместе с тем, важное значение

имеет вид товара, то есть объекта сделки, а также уровень спроса и предложения на товар, то есть на объект сделки. Поскольку международные расчеты тесно связаны с кредитными отношениями, то наличие или отсутствие последних, как на межгосударственном уровне, так и на уровне контрагентов, также оказывает влияние на выбор формы международных расчетов.

Разумеется, достижение компромисса не означает, что экспортер и импортер получают одинаковые преимущества, например, некоторые формы международных расчетов более выгодны экспортеру, другие – импортеру. Так, если надежной формой международных расчетов, с позиции экспортера, является *авансовый платеж*, то менее надежной для него представляется *расчет по открытому счету*.

Основными формами международных расчетов считаются *инкассо* и *аккредитив*.

Инкассовая форма расчетов, суть которой состоит в том, что банк по поручению своего клиента (экспортера или кредитора) получает платежи от импортера (плательщика) после отгрузки товаров и оказания услуг. Получаемые средства зачисляются на банковский счет клиента. При этом платежи с импортера могут взыскиваться:

– во-первых, на основании только финансовых документов (чистое инкассо). При чистом инкассо банки обрабатывают переводной вексель (тратта), простой вексель, чек и т.д., но не обрабатывают отгрузочную документацию;

– во-вторых, на основании финансовых документов, сопровождаемых коммерческими документами, или только коммерческих документов – документарное инкассо, при котором обрабатываются либо финансовые и коммерческие (отгрузочные) документы одновременно, либо только коммерческие документы (товаросопроводительная документация, включая счета-фактуры, транспортные накладные, сертификаты качества, происхождения и т.д.).

С позиций экспортера относительно риска неполучения платежа инкассо является менее предпочтительным способом расчетов по сравнению с документарным безотзывным аккредитивом.

Схему расчетов по инкассо можно представить упрощенно в следующем виде: после заключения контракта, в котором определяется через какие банки будут производиться расчеты,

экспортер производит отгрузку товара. После получения от перевозчика транспортных документов экспортер передает все необходимые документы в банк, которому он поручает осуществлять инкассирование (банк-ремитент). Банк-ремитент, проверив документы, направляет их банку-корреспонденту в стране импортера (инкассирующий банк). Последний проверив документы, представляет их импортеру-плательщику. Инкассирующий банк может делать это непосредственно или через другой банк (представляющий банк). Документы выдаются плательщику в двух формах:

- документы против платежа, то есть когда исполняющий банк передает отгрузочные документы импортеру только после осуществления им платежа;
- документы против акцепта, то есть отгрузочные документы выдаются покупателю после акцепта им тратты, выписанной экспортером.

Несомненное преимущество тратты для экспортера заключается в его уверенности в том, что платеж будет совершен в установленные сроки, поскольку, акцептовав тратту, импортер юридически обязан совершить платеж даже тогда, когда полученный товар оказался бракованным или поврежденным. Недостатком тратты для экспортера является отсутствие гарантий, что импортер будет в состоянии оплатить груз. Поэтому экспортер заранее должен быть уверен в устойчивости финансового состояния импортера. Одновременно у тратты есть другой недостаток, связанный с тем, что импортер может отказаться оплачивать или акцептовать тратту несмотря на то, что экспортер уже понес издержки, связанные с осуществлением поставки, включая складские расходы.

Получив платеж от импортера, инкассирующий банк направляет выручку в банк-ремитент, который зачисляет ее на счет экспортера.

Инкассовая операция оказывается в целом более выгодной импортеру, поскольку платеж осуществляется против документов, представляющих ему право на товар. Следовательно, до этого момента импортер может сохранять свои средства в обороте. При этом он не подвержен риску платить за еще не отгруженный товар. Напротив, экспортеру после отгрузки товара не гарантирована оплата. Всегда существует риск того, что импортер по разным причинам может отказаться от товара. К тому же получение экспортером причитающейся ему выруч-

ки происходит не сразу после отгрузки товара, а спустя некоторое время. Тем самым экспортер фактически предоставляет кредит покупателю. Кроме того, поскольку хождение документов через банки может длиться от нескольких недель до месяца, а в ряде случаев и дольше, существует риск введения валютных ограничений. Это относится, прежде всего, к странам, которые еще не объявили о своем присоединении к ст. VIII Устава МВФ об отмене валютных ограничений по текущим операциям.

Аккредитивная форма международных расчетов – более выгодная для экспортера форма. Аккредитив представляет собой поручение банка или иного кредитного учреждения произвести по просьбе клиента оплату документов в пользу третьего лица – экспортера (бенефициара) при выполнении им определенных условий. Аккредитив может обеспечить краткосрочный кредит при условии согласия банка произвести учет (покупку) документов. При аккредитивной форме расчетов экспортер и импортер заключают контракт на поставку товаров или оказание услуг с указанием того, что расчеты будут осуществляться в форме аккредитива. Импортер обращается в свой банк (банк-эмитент) с заявлением об открытии аккредитива в пользу экспортера. Банк-эмитент направляет аккредитивное письмо одному из банков в стране экспортера, с которыми он поддерживает корреспондентские отношения (авизирующий банк), поручая ему передать аккредитив экспортеру.

После получения копии аккредитива экспортер производит отгрузку товара и в соответствии с условиями аккредитива представляет требуемые документы в банк, указанный в аккредитиве (им может быть и авизирующий банк), который направляет их в банк-эмитент. Этот банк проверяет правильность оформления документов и производит их оплату. После перевода денег в авизирующий банк банк-эмитент выдает документы импортеру. Авизирующий банк зачисляет поступившие от банка-эмитента средства на счет экспортера, импортер получает товары.

Однако, в соответствии с условиями аккредитива оплату представляемых экспортером документов может производить не только банк-эмитент, но и другой банк, указанный в аккредитиве (исполняющий банк). В этом случае исполняющий банк (им может быть и авизирующий банк) после оплаты представленных экс-

портером документов требует возмещения произведенного платежа у банка-эмитента.

При осуществлении расчетов в аккредитивной форме банки взимают более высокий комиссионный сбор, чем при инкассовой форме международных расчетов, поскольку она является сложной и сопряжена со значительными издержками.

Международные расчеты в форме аванса – предварительная полная или частичная выплата в счет общей суммы контракта до отгрузки товара. Как правило, платеж в форме аванса может достичь 1/3 общей суммы контракта. Однако, данная форма может применяться только тогда, когда импортер весьма заинтересован в получении товара (в случае, если число продавцов на глобальном рынке либо количество товара ограничено), или тогда, когда экспортер оказывает на него существенное давление, которому импортер не может в силу ряда причин противостоять.

Платеж после отгрузки товара производится покупателем (в случае договоренности продавца и покупателя об использовании такого способа платежа) при получении телеграфного или телексного сообщения от продавца с подробным описанием отгруженных товаров. Если оплата от покупателя не поступает, то экспортер имеет определенную гарантию, поскольку все необходимые для получения товара документы находятся в его распоряжении. Однако, в этом случае возникает проблема реализации отгруженных товаров. Учитывая риск, возникающий при этом способе платежа, он может применяться преимущественно между фирмами, имеющими прочные связи.

Международные расчеты по открытому счету, при осуществлении которых импортер совершает периодические платежи экспортеру после получения товаров. После завершения расчетов производятся окончательная выверка и погашение остающейся задолженности. Этот способ расчетов наиболее выгоден для импортера, экспортер же не имеет твердых гарантий получения оплаты отгруженных товаров. К тому же ему приходится в ряде случаев прибегать к банковскому кредиту. Поэтому платежи по открытому счету чаще применяются между деловыми партнерами, связанными тесными хозяйственными отношениями, основанными на их взаимном доверии друг к другу.

Другие формы международных расчетов меньше времени требуют на применение системы СВИФТ (акционерное обще-

ство «Всемирная межбанковская финансовая телекоммуникационная сеть», созданное в 1973 г. в Брюсселе, членом которого с 1989 г. являлся СССР, а после его распада Россия), а также на телеграфные переводы. Расчеты с использованием чеков и векселей занимают более продолжительный период.

Применяемые в международных расчетах *тратты* представляют собой безусловный приказ трассанта (кредитора) трассату (заемщику) об уплате в указанный в тратте срок ремитенту (третьему лицу) определенной суммы денег. Акцептованные банками тратты, то есть тратты, имеющие согласие плательщика на оплату, могут быть обращены в наличные деньги путем учета. Имеется в виду путем продажи их банку или специализированному учреждению до истечения срока, которые взимают за это определенную плату. Порядок же вексельных расчетов основывается на Едином вексельном законе, принятом Женевской вексельной конвенцией 1930 г.

Международные расчеты с применением *чеков* базируются на Чековой конвенции 1931 г. Чек представляет собой денежный документ установленной формы, содержащий приказ владельца счета в кредитном учреждении о выплате предъявителю чека указанной в нем суммы. Чек может быть выписан в любой валюте. В международной торговле платеж с помощью чека считается медленным методом расчета, поскольку получатель платежа должен ожидать возврата чека в банк кредитора для клиринга до того, как будет кредитован его собственный счет. В международной торговле чеки высылаются для инкассирования. Экспортер должен выдать своему банку распоряжение для инкассирования данного платежа.

На современном этапе в международных расчетах широко используются *кредитные карточки*, к которым относятся именные денежные документы, предоставляющие их владельцам возможность приобретать товары и услуги без оплаты наличными. Кредитные карточки имеют широкое распространение в США. В последние годы наметилась тенденция к возрастанию их роли и в России.

Представляется, что по мере воплощения в реальность научно-технических достижений в практике международных расчетов усилится значение *электронных средств*.

Страны СНГ, начавшие коренные изменения своих хозяйств, постепенно формируют национальные валютные системы с учетом имеющейся мировой практики. Вступление стран СНГ в

МВФ означает, что они принимают на себя обязательства, содержащиеся в его Уставе. Началось становление национальных валютных систем. Коммерческие банки стран СНГ начинают интегрироваться в мировой рынок капиталов, устанавливают корреспондентские отношения с иностранными банками, широко применяют существующие формы международных расчетов.

4.3. Структура платежного баланса

На современном этапе развития мировой экономики между странами формируются разнообразные хозяйственные отношения. Так, доминирование отдельных стран в определенных сферах мирохозяйственных связей сочетается с партнерством, отставанием от развитых стран или следованием за ними в других сферах. Наряду с экономическими связями между ними можно говорить также об отношениях в политической, военной, культурной и других сферах, сопровождающихся денежными поступлениями и платежами. Многоаспектный комплекс международных экономических отношений страны находит свое отражение в балансовом счете их международных операций, который обозначается термином «платежный баланс».

Исторически платежный баланс в форме торгового баланса появился еще в Средние века. Государственные органы осуществляли регистрацию импортных и экспортных операций для контроля взиманием таможенных пошлин. Собственно термин «платежный баланс» был введен в обиход английским экономистом Джеймсом Стюартом (1712–1780 гг.), полагавшим, что достижение богатства страны обеспечивается за счет активного торгового сальдо. В этот период баланс выполнял, прежде всего, фискальную роль. В своем современном виде платежный баланс выступает важным ориентиром при разработке основных элементов макроэкономической политики (бюджетно-налоговой, кредитно-денежной, внешнеторговой, валютной и т.д.).

Платежный баланс (или балансовый счет международных операций) – это стоимостное выражение всего комплекса мирохозяйственных связей страны в форме соотношения поступлений и денежных платежей. Он отражает масштабы, структуру и характер внешнеэкономических операций страны, ее участие в мировой экономике. На практике принято пользоваться термином «платежный баланс», а показатели валютных потоков по всем операциям обозначать как платежи и поступления.

В курсе экономической теории доказывается, почему платежный баланс состоит из двух больших разделов, сумма которых теоретически дает нулевое сальдо. Этими разделами являются *счет текущих операций* и *счет операций с капиталом и финансовыми инструментами*.

В этом контексте наиболее известны схемы представления данных, изложенных в соответствующих методических разработках МВФ, в частности, в пятом издании Руководства по составлению платежного баланса, опубликованном в 1993 г., и применяется на практике в соответствующих статистических публикациях МВФ. Схема платежного баланса, принятая ЦБ России, в целом основывается на методиках МВФ.

Как известно, финансовое положение стран выражается в двух типах документов:

- *динамических*, к которым относятся платежный баланс и отчет о прибылях и убытках;
- *статистических*, которые включают расчетный баланс и баланс предприятий.

Платежный баланс страны является основным источником информации о взаимодействии важнейших макроэкономических показателей как внутри нее, так и на международном уровне. Платежные балансы, как правило, охватывают не только денежные платежи и поступления, которые фактически произведены или подлежат срочному исполнению на определенную дату, но и будущие денежные платежи по международным требованиям и обязательствам. Подобная практика объясняется тем, что значительная часть сделок, в том числе, торговые операции, осуществляются в современных условиях на основе кредита. В настоящее время таблицы платежных балансов содержат достаточно сведений о движении всех видов ценностей между странами. При этом та часть обязательств, выплаты по которым переносятся на будущее, включается в статьи платежного баланса, отражающие движение капиталов и кредитов.

Конкретизируя, можно сказать, что платежный баланс представляет собой сводный балансовый счет, показывающий результат текущих операций стран с внешним миром (баланс текущих операций) и сальдо движения их капиталов и валютных средств (баланс финансовых операций с капиталом) как разность между суммарными платежами за рубеж и полученными выплатами из-за рубежа.

Платежный баланс отражает количественное и качествен-

ное выражение объема, структуру и характер внешнеэкономических операций страны, а также уровень ее участия в мировой экономике. Основными принципами его составления является принцип двойной записи и равенства частей. В платежный баланс включаются следующие операции:

– *кредитовые*, к которым относятся все разновидности сделок, приносящие в страну иностранную валюту, например, экспортные сделки, приток иностранного капитала из-за рубежа;

– *дебетовые*, к которым относятся все разновидности сделок, связанные с расходованием иностранной валюты.

Платежный баланс с бухгалтерской позиции всегда находится в равновесии. Но по его основным разделам либо имеет место *активное сальдо*, если поступления превышают платежи, либо *пассивные* – если платежи превышают поступления валюты.

Платежный баланс, как уже отмечено, состоит из двух взаимосвязанных структурных частей – *баланса текущих операций* и *баланса финансовых операций с капиталом*, которые между собой взаимосвязаны.

Дефицит баланса текущих операций означает, что экспорт товаров и услуг недостаточен для оплаты импорта товаров и услуг. Осуществить финансирование этого дефицита можно за счет займа за рубежом, либо реализации за рубеж материальных и финансовых активов страны, что отражается в балансе финансовых операций с капиталом. Следовательно, дефицит баланса текущих операций финансируется притоком денежных поступлений на счет финансовых операций с капиталом и, наоборот, положительное сальдо первого счета сопровождается покупкой зарубежных материальных и финансовых активов, те оттоком денежных средств по второму балансу. Несбалансированность платежного баланса по текущим операциям и движению капиталов регулируется изменением официальных резервов, то есть запасов иностранной валюты в центральном банке страны. В сумме сальдо счета текущих операций, сальдо счета финансовых операций с капиталом и изменение официальных резервов должны составить ноль. Это означает, что платежный баланс в итоге должен быть сведен без остатка.

1. *Баланс текущих операций* предполагает *торговый баланс*, который показывает разницу между товарным экспортом и товарным импортом страны, а также *баланс услуг и некоммерческих платежей*.

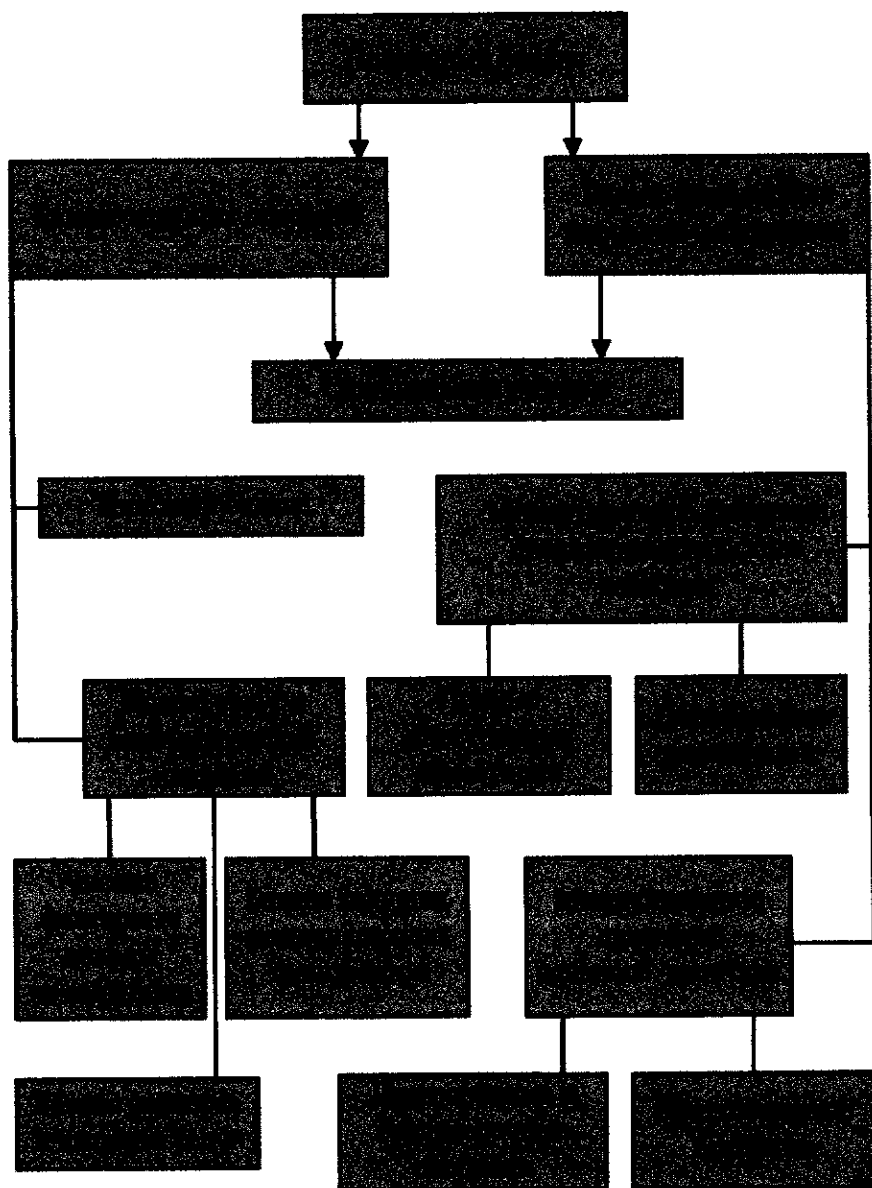
Под *торговым балансом* понимаются показатели по внеш-

ней торговле страны традиционно занимающей важное место в ее платежном балансе. Поскольку значительная часть внешней торговли осуществляется в кредит, имеются различия между показателями торговли, платежей и поступлений, фактически произведенных за соответствующий период.

Экономическое значение актива или дефицита торгового баланса применительно к конкретной стране зависит от ее положения в мировой экономике, характера ее связей с партнерами и общей экономической политики. Для стран, отстающих от лидеров по уровню экономического развития, активный торговый баланс необходим как источник валютных средств для оплаты международных обязательств по другим статьям платежного баланса. Отдельными индустриально развитыми странами, например, Германией, Японией и др., активное сальдо торгового баланса используется для создания второй экономики за рубежом.

Пассивный торговый баланс считается нецелесообразным и, как правило, оценивается как фактор слабости внешнеэкономических позиций страны. Это верно для развивающихся стран, испытывающих дефицит валютных поступлений. А для индустриально развитых стран это может иметь другое значение. Например, дефицит торгового баланса США (с 1971 г.) объясняется активным продвижением на их рынок международных конкурентов по производству товаров все большей сложности, например, из стран Западной Европы, а также Гонконга, Тайваня, Южной Кореи, Японии и других стран. В результате складывающегося международного разделения труда более эффективно используются ресурсы в мировом масштабе. Обратным отражением дефицита внешней торговли США служит активное сальдо по этим операциям у указанных партнеров, которые используют валютные поступления для зарубежных капиталовложений, в том числе и в США.

Что касается *баланса услуг*, то он включает платежи и поступления по транспортным перевозкам; страхованию; электронной, телекосмической, телеграфной, телефонной, почтовой и другим видам связи; международному туризму; обмену научно-техническим и производственным опытом; экспертными услугами; содержанию дипломатических, торговых и других представительств за рубежом; передаче информации; культурным и научным обменам; различным комиссионным сборам; рекламе; ярмаркам и т.д.

Структура платежного баланса

Услуги представляют собой динамично развивающийся сектор мирохозяйственных связей. Его роль и воздействие на объем и структуру платежей и поступлений постоянно возрастают.

По принятым в мировой статистике правилам, в раздел «услуги» входят выплаты доходов по инвестициям за границей и процентов по международным кредитам – чистые факторные доходы из-за рубежа, хотя по экономическому содержанию они ближе к движению капиталов и услуг.

В платежном балансе выделяются статьи по предоставлению военной помощи зарубежным государствам, военные расходы за границей. Они как бы примыкают к операциям услуг.

По методике МВФ принято также показывать определенной позицией в платежном балансе односторонние переводы – *баланс текущих международных трансфертов*:

– *государственные операции*, к которым относятся субсидии другим странам по линии экономической помощи, государственные пенсии, взносы в международные организации;

– *частные операции*, к которым относятся денежные переводы на родину родственникам, иностранных рабочих, специалистов, а также постоянных эмигрантов.

Перечисленные операции услуг, движения доходов от инвестиций, сделки военного характера и односторонние переводы называют «невидимыми» операциями, подразумевая, что они относятся к экспорту и импорту товаров, то есть осязаемых ценностей.

2. Баланс финансовых операций с капиталом включает поступление средств по двум категориям:

– *международному движению предпринимательского капитала*;

– *международному движению ссудного капитала*.

Предпринимательский капитал включает *прямые иностранные инвестиции* – приобретение и строительство предприятий за рубежом, а также *портфельные инвестиции* – приобретение ценных бумаг иностранных компаний.

Международное движение *ссудного капитала* классифицируется по признаку срочности. *Долгосрочные и среднесрочные операции* включают государственные и частные займы, а также кредиты, предоставленные на срок более одного года. *Краткосрочные операции* включают международные кредиты сроком до одного года, текущие счета национальных банков в иностранных банках (авуары), перемещение денежного капитала между банками.

Таблица 6
В качестве примера: платежный баланс за 2001 г., млрд долл.

	США	Япония	ФРГ	Зона евро	Россия
Счет текущих операций	-393,39	87,80	2,44	-17,32	34,97
Товары: экспорт, в ценах фоб	721,75	383,59	569,95	924,69	101,89
Товары: импорт, в ценах фоб	-1224,98	-313,38	-481,44	-857,42	-53,77
<i>Торговый баланс</i>	-424,23	70,21	88,51	67,28	48,12
Услуги: кредит	276,28	64,52	87,50	290,54	10,79
Услуги: дебет	-210,34	-108,25	-138,48	-294,14	-19,22
<i>Баланс товаров и услуг</i>	-358,29	26,48	37,53	63,68	36,69
(Факторные) доходы: кредит	283,76	103,09	105,34	253,34	6,8
(Факторные) доходы: дебет	-269,39	-33,87	-116,61	-288,87	-10,76
<i>Баланс товаров, услуг и факторных доходов</i>	-343,92	95,70	26,27	28,15	35,73
Текущие трансферты: кредит	10,47	6,15	15,15	67,78	0,38
Текущие трансферты: дебет	-59,94	-14,06	-38,98	-113,25	-1,14
Счет операций с капиталом	0,83	-2,87	-0,83	8,51	-9,38
Счет операций с капиталом: кредит	0,83	0,99	1,87	15,25	2,13
Счет операций с капиталом: дебет	-	-3,86	-2,70	-6,73	-11,50
Финансовый счет	386,79	-48,16	-26,28	-37,30	-4,08
Прямые инвестиции за границей	-127,84	-38,50	-42,75	-231,68	-2,53
Прямые инвестиции в данной стране	130,80	6,19	31,53	139,83	2,47
Портфельные инвестиции: активы	-94,86	-106,79	-115,26	-261,11	0,08
Портфельные инвестиции: пассивы	426,06	60,50	114,19	316,70	-0,76
Финансовые производственные инструменты: активы	...	102,79	-	-	...
Финансовые производственные инструменты: пассивы	...	-101,40	5,92	-3,29	-
Другие инвестиции: активы	-143,54	46,59	-87,06	-227,52	0,08
Другие инвестиции: пассивы	195,97	-17,55	67,14	229,76	-3,44
Чистые ошибки и пропуски	10,70	3,72	19,21	29,22	-10,25
<i>Итоговый баланс</i>	4,93	40,49	-5,47	-16,89	11,27
Резервы	-4,93	-40,49	5,47	16,89	-11,27

Источник: International Financial Statistics, 2003. (July). – P. 390, 430, 534, 802, 1000.

Заключительные статьи платежного баланса отражают операции с *ликвидными валютными активами*, в которых участвуют государственные валютные структуры, в результате чего происходит изменение величины и состава централизованных официальных золотовалютных резервов.

В этом контексте представляется важным показать *классификацию статей* платежного баланса по методике МВФ.

А. Текущие операции – товары, услуги, доходы от инвестиций, прочие услуги и доходы, частные и официальные односторонние переводы.

В. Прямые инвестиции и прочий долгосрочный капитал – прямые и портфельные инвестиции, прочный долгосрочный капитал.

С. Краткосрочный капитал.

Д. Ошибки и пропуски.

Е. Компенсирующие статьи.

Переоценка золотовалютных резервов, распределение и использование СДР.

Ф. Чрезвычайное финансирование.

Г. Обязательства, образующие валютные резервы иностранных официальных органов.

Н. Итоговое изменение резервов – СДР, резервная позиция в МВФ, иностранная валюта, прочие требования, кредиты МВФ.

Принятая МВФ система классификации статей платежного баланса используется его странами – членами, включая Россию, как основа национальных методов классификации.

Платежный баланс регулируется с помощью следующих *основных методов*:

– *административный метод*, с применением которого происходит регулирование национального таможенно-тарифного законодательства;

– *финансовый метод*, с помощью которого регулируется экспорт товаров и услуг;

– *кредитный метод*, с участием которого происходит применение мер денежно-кредитной политики;

валютный метод, с использованием которого проводятся операции по повышению или снижению курса национальной валюты.

Кроме всего этого, заметим, в Уставе МВФ есть специальная статья VIII (части 2 (а), 3 и 4), в соответствии с которой

страна, принимающая на себя обязательства, указанные в этой статье, не может в дальнейшем, в частности, вводить без получения соответствующего согласия МВФ ограничения по совершению платежей и перевода по текущим операциям, вводить множественность валютных курсов или устанавливать дискриминационные валютные ограничения. Значительное большинство стран – членом МВФ, включая Россию, присоединились к этой статье.

Что касается статьи «Чистые ошибки и пропуски», то в тех странах, где учет имеет прочные традиции, относительная величина этой статьи, как правило, невелика. Там же, где имеют место бегство или нелегальный отток капитала, эта величина может быть существенно больше. С другой стороны, объем неучтенных ресурсов может достигать кризисных размеров и в тех странах, куда устремляется нелегальный капитал. Так, в платежном балансе Швейцарии, являющейся традиционным убежищем для многих капиталов, данная статья в отдельные годы последнего десятилетия XX в. составляла 8–9 млрд долл. Притом, что счет операций с капиталом и финансовыми инструментами колебался в отдельные годы от 13 до 27 млрд долл.

Заметим, ЦБ России публикует на своем сайте два варианта платежного баланса страны в аналитическом и нейтральном представлениях. В первом случае «чистые ошибки и пропуски», а также изменение «валютных резервов» не включаются в счет операций с капиталом и финансовыми инструментами. Поэтому итоговое сальдо баланса отсутствует, и как итог показывается только изменение валютных резервов. Во втором – «резервные активы» учитываются в счете операций с капиталом и финансовыми инструментами, поэтому при добавлении статьи «Чистые ошибки и пропуски» общее сальдо баланса равняется нулю. Таким образом, с формальной стороны соблюдается равенство кредитовых и дебетовых статей¹⁰.

Выводы к главе 4

1. Под международными расчетами понимаются организация и регулирование платежей по денежным требованиям и обязательствам, возникающим на базе политических, экономических, культурных и научно-технических отношений между странами, юридическими и физическими лицами, находящимися на пространстве разных национальных хозяйств. С целью успешного соперничества на

глобальных экспортных рынках, экспортер должен предлагать форму расчетов, приемлемой как для него, так и для импортера. Авансовый платеж и документарный аккредитив являются наиболее предпочтительными формами международных расчетов для экспортера. Но выбор данных форм может отразиться на цене товаров в сторону ее снижения. Вместе с тем, экспортер не подвергается риску отказа иностранного покупателя от платежа за поставленные товары.

2. Платежный баланс представляет собой статистический отчет обо всех международных сделках резидентов отдельной страны с нерезидентами за определенный период времени. Он отражает соотношение между объемом товаров и услуг, полученных данной страной из-за границы и предоставленных за границе, а также изменение ее финансовой позиции по отношению к загранице. Динамика платежного баланса страны является важным индикатором для ее правительства при проведении определенной экономической политики, особенно в валютной, денежно-кредитной и налоговой сферах.

Контрольные вопросы

1. Что понимается под международными расчетами?
2. В чем заключается суть основных форм международных расчетов?
3. Изложите функции платежного баланса и его структурных частей – баланса текущих операций и баланса финансовых операций с капиталом.

Глава 5. Основные международные валютно-финансовые организации

Вторая мировая война отчетливо показала тесную взаимозависимость благополучия глобального (мирового) рынка и национальных хозяйств в системе мировой экономики. Одним из негативных результатов этой войны является распад мирового рынка на его европейском региональном уровне, что сдерживало развитие многостороннего (межгосударственного) экономического сотрудничества.

Научный анализ этих глобальных изменений послужил для экономистов и правоведов основой для выводов о необходимости разработки универсального механизма организационно-правового регулирования международных экономических отношений.

Основные решения этих задач были заложены в ст. 55–60 Устава ООН. Возможность создания организаций, специализирующихся в отраслевых межгосударственных связях, является одной из важных задач. Программы создания таких организаций были подготовлены еще в годы Второй мировой войны. Среди них следует отметить Доклады Дж. Кейнса «О международном клиринговом союзе» (1941 г.) и Г. Уайта «О международном стабилизационном фонде» (1943 г.), а также разработки специалистов различных стран по урегулированию многосторонних экономических отношений. Основная идея этих работ сводилась к назревшей необходимости *создания международных валютно-финансовых и кредитных организаций в системе мировой экономики.*

5.1. Международные валютно-финансовые организации системы ООН

Создание универсальных международных валютно-финансовых и кредитных организаций, специализирующихся в области

экономического сотрудничества, продвигалось одновременно с развитием структур самой ООН, включало формирование механизмов в следующих областях:

- регулирование мирового валютно-финансового порядка (МВФ);
- финансирование национального экономического развития (группа Всемирного банка);
- регулирование международной торговли (ГАТТ).

Соглашение о международном валютно-финансовом регулировании разрабатывалось на конференциях ООН, состоявшихся в 1944–1945 гг. в г. Бреттон-Вудс. В то время СССР принял активное участие в разработке этих соглашений, но воздержался от их подписания по политическим причинам. Объясняется это тем, что соглашения были нацелены на регион рыночной экономики и содержали положения несовместимые, на взгляд советского правительства, с принципами уважения национального суверенитета и невмешательства во внутренние дела государств.

На основе Бреттон-Вудских соглашений были учреждены две специализированные организации – *Международный банк реконструкции и развития* (МБРР), *Международный валютный фонд* (МВФ), основными функциями которых должны были стать:

- выработка политики в области валютных курсов и предоставление финансовых ресурсов для стран – членов в целях поддержания этой политики (МВФ);
- составление программ реконструкции и развития территорий стран – членов путем поощрения капиталовложений для производственных целей (МБРР).

Международные валютно-финансовые и кредитные организации условно можно назвать международными финансовыми институтами. Они занимают важное место в системе мировой экономики. Их объединяет общая цель – развитие сотрудничества, обеспечение целостности и устойчивости сложной и противоречивой мировой экономики, регулирование международных экономических отношений, в том числе валютно-финансовых и кредитных.

Международные финансовые организации, как уже было отмечено, возникли в основном после Второй мировой войны (за исключением *Банка международных расчетов* – 1930 г.) и к их функциям относятся:

- предоставление кредитов странам;
- разработка принципов существования мировой валютной системы;
- осуществление межгосударственного регулирования международных валютно-финансовых и кредитных отношений.

Создание международных финансовых институтов было обусловлено следующими *факторами*:

- усиление интернационализации хозяйственной жизни, образование ТНК и ТНБ, сфера действия которых выходит за национальные границы;
- развитие межгосударственного регулирования мирохозяйственных связей, в том числе валютно-финансовых и кредитных отношений;
- осознание ведущими государствами необходимости совместного решения причин неустойчивости мировой экономики, включая мировую валютную систему, мировые рынки валют, кредитов, ценных бумаг, золота.

Международные валютно-финансовые и кредитные организации имеют все более важное значение в мировой экономике. Во-первых, их деятельность позволяет внести необходимое регулирующее начало и определенную стабильность в функционировании валютно-расчетных отношений. Во-вторых, они призваны служить форумом для налаживания валютно-расчетных отношений между странами. В-третьих, возрастает значение международных валютно-финансовых и кредитных организаций в сфере изучения, анализа и обобщения информации о тенденциях развития и выработки рекомендаций по важнейшим проблемам мировой экономики.

Международные валютно-финансовые и кредитные организации занимают важное место в системе мировой экономики. Среди них особое значение имеют аналогичные организации системы ООН.

В валютно-финансовой сфере мировой экономики важное место занимают такие специализированные учреждения системы ООН, как *Международный валютный фонд и финансовые организации, входящие в группу Всемирного банка.*

5.1.1. Международный валютный фонд (МВФ)

Международный валютный фонд – МВФ (International Monetary Fund) – многосторонняя межправительственная валютно-кредитная организация, специализированное учрежде-

ние ООН, но автономен в своих действиях. В частности, соглашение между ООН и МВФ содержит положение о том, что ООН не имеет права давать МВФ рекомендации относительно его политики. Создан в 1944 г. на валютно-финансовой конференции в г. Бреттон-Вудс (США) для упорядочения валютно-финансовых отношений между странами, поддержания валютных курсов и оказания кредитной помощи для выравнивания платежных балансов.

Деятельность МВФ направлена на обеспечение мирового экономического роста и поддержание мировой экономической стабильности через содействие странам – членам в разработке и реализации эффективной национальной экономической политики.

Высший орган МВФ – Совет управляющих, включающий представителей стран – членов. Правление его располагается в Вашингтоне* (США), отделения – в гг. Женева и Париж. Членами МВФ являются 184 государства, в том числе Россия (1 июля 1992 г.) и другие страны СНГ. Капитал МВФ формируется из взносов его членов в соответствии с квотой, величина которой зависит от их экономического потенциала, места и роли в мировой экономике и международной торговле, из возвращенных кредитов. Он составляет около 290 млрд единиц «специальных прав заимствования» – СПЗ (Special Drawing Rights – SDR). СПЗ** – международные кредитно-расчетные средства стран – членов МВФ, предназначенные для покрытия дефицитов их платежных балансов, введенные в 1969 г. СПЗ являются инструментом МВФ, позволяющим создавать валютные резервы на основе международного соглашения с целью предотвращения опасности постоянной нехватки валютных резервов.

Уставные цели МВФ – консультации и сотрудничество между его членами по международным валютным проблемам, содействие уравниванию роста и эффективности международной торговли и обмена путем приведения в устойчивое

* Только несколько стран мира по разным причинам не являются членами МВФ, среди них Гонконг, Куба, Тайвань, Южная Корея и др.

** СПЗ или СДР – международные платежные и резервные средства, выпускаемые МВФ и используемые для безналичных международных расчетов путем записей на специальных счетах и в качестве расчетной единицы МВФ.

состояние валютных курсов, предотвращения конкурентного обесценивания валют, установления многосторонней системы платежей по текущим сделкам между странами – членами и устранения валютных ограничений, препятствующих росту мировой торговли.

В настоящее время МВФ – это крупнейший банк данных и центр глобального экономического анализа для выработки и представления рекомендаций в области валютно-кредитной и экономической политики для каждой из стран – членов, с которыми проводятся консультации. МВФ специализируется на вопросах их краткосрочной финансово-экономической стабилизации. Стабилизационные программы МВФ, как правило, предполагают при предоставлении финансовой, кредитной помощи странам, введение в них режима строгой экономии, реформы налоговой политики, сокращение бюджетных расходов путем сдерживания роста зарплаты государственных служащих, снижения субсидий, изменения инвестиционных программ, девальвации национальных валют и др. МВФ играет важную роль в процессе многостороннего согласования макроэкономической политики индустриально развитых стран.

Уставом МВФ не принимается во внимание различия между странами по каким-либо признакам, например, по уровню их экономического развития, национальному доходу на душу населения и т.д. Отсутствие стран различных категорий среди его членов обуславливает единообразие их правового статуса, равный для всех круг прав и обязанностей, то есть Устав МВФ допускает членство лишь в полном объеме, отстраняя половинчатые и промежуточные формы участия в нем, которые присутствуют в других учреждениях ООН (члены – сотрудники, сочлены, ассоциированные члены). Единственное, из чего исходят в МВФ, делая предпочтение тем или иным странам, это дата их вступления в него.

Программа взаимодействия и квота страны – члена в системе международных финансовых организаций являются одними из основополагающих понятий участия страны в этих организациях.

В МВФ такие программы обозначаются стабилизационными. С момента выявления кризисных явлений, *стабилизационные программы* являются приоритетным элементом в принятой МВФ стратегии решения валютно-финансовых проблем стран – членов. Стабилизационной программой обозначают

пакет экономических и правовых мер, принятых в МВФ и странной – членом. В него входят: решение МВФ о предоставлении кредитов, составление страной – членом «письмо о намерениях», содержащее основные элементы программы, исполнительные критерии и рекомендации, принятые Фондом в адрес страны.

Стабилизационные программы формулируются самостоятельно страной – членом, но при непосредственном участии экспертов МВФ. В ходе переговоров МВФ определяет исполнительные критерии, которые предоставляют стране доступ к очередным частям кредитов. Соблюдение этих критериев систематически контролируются МВФ.

Стабилизационные программы являются специфическим правовым институтом, характеризующимся отходом от классического понятия международных договоров. Решение МВФ о предоставлении кредитов и «письмо о намерениях» кредитующей страны являются их параллельными заявлениями, но не договором между ними. Подобная практика считается весьма удобной для обеих сторон. Невыполнение исполнительных критериев не означает для МВФ нарушения его Устава, но для страны – члена эта формула имеет важное политическое значение, подчеркивая правовую их независимость в принятии решений относительно своей внутренней политики. Хотя страны самостоятельно определяют свои стабилизационные программы, они находятся под определенным влиянием МВФ, который рекомендует пакеты документов, проверенных на практике. Только после одобрения МВФ данной программы предоставляются кредиты. Страны – члены не имеют другого выхода, как согласовывать свои стабилизационные программы с рекомендациями МВФ.

К стандартным рекомендациям МВФ по стабилизационным программам относятся изменения в двух основных областях:

- кредитно-денежной политике;
- фискальной (бюджетной) политике.

Квота страны в уставном фонде МВФ является одним из основополагающих элементов ее финансовых и организационных отношений с ним. Квота определяется, во-первых, ее удельным весом в общем числе голосов при принятии решений в МВФ. Эти голоса имеют значение при избрании исполнительных директоров, принятии различных оперативных решений, в том числе в области политики МВФ, принимаемых

Советом исполнительных директоров и Советом управляющих МВФ. Во-вторых, от размера квоты зависит величина кредита, на который может рассчитывать страна в МВФ. В-третьих, квота определяет долю страны в распределяемых Фондом СПЗ.

Величина квоты рассчитывается МВФ не только в связи с вступлением новых членов, но и с регулярно осуществляемыми повышениями квот его стран, производимыми каждые 5 лет. Существует целая система расчета квот в МВФ, включающая определенные правила и отступления. Размер квоты определяется исходя из положения страны в мировой экономике. В настоящее время доля России в общем числе голосов в МВФ составляет 2,85%, Германии и Японии – по 5,5%, США – 17,7%, ЕС – более 26%.

Одна единица СПЗ рассчитывается на основе корзины, состоящей из четырех наиболее распространенных в международных платежах валют – доллара США (45%), евро (29%), японской иены (15%) и английского фунта стерлингов (11%). Как видно, доминирующее положение в корзине СПЗ, вступившей в силу с 1 января 2001 г., занимает доллар США.

От величины квоты зависят число голосов, которое имеет страна в МВФ; максимальный объем ресурсов, которого страна может получить от МВФ; доля страны при распределении СПЗ; порядок представительства в органах управления.

5.1.2. Группа Всемирного банка (ВБ)

Членство в МВФ служит важной предпосылкой для участия стран в другом компоненте Бреттон-Вудской валютной системы – в Международном банке реконструкции и развития (МБРР), участницами которого могут стать только страны – члены МВФ, взявшие на себя определенные уставом обязательства. В свою очередь, членство в МБРР является предварительным условием для участия стран в Международной ассоциации развития и Международной финансовой корпорации. В этом проявляется функциональная связь между этими важнейшими специализированными учреждениями системы ООН.

Группа Всемирного банка состоит из пяти тесно связанных между собой международных организаций, входящих в систему ООН. Их общей целью является оказание финансовой помощи развивающимся странам, испытывающим трудности в

обеспечении экономического развития. К данной группе помимо *Международного банка реконструкции и развития* относятся *Международная финансовая корпорация, Международная ассоциация развития, Многостороннее инвестиционно-гарантийное агентство, Международный центр по урегулированию инвестиционных споров.*

Международный банк реконструкции и развития (МБРР)

Ядром группы Всемирного банка является Международный банк реконструкции и развития (International Bank of Reconstruction and Development) – специализированное (кредитно-финансовое) учреждение ООН, широко известен как Всемирный банк, но в соответствии с соглашением, подписанным между ним и ООН, он является независимой международной финансовой организацией. Основан одновременно с МВФ по решению международной валютно-финансовой конференции в 1944 г. в г. Бреттон-Вудс (США).

Высший орган МБРР – Совет управляющих, включающий представителей стран – членов. Правление находится в Вашингтоне (США). Число членов – 184 государства. Акционерный капитал МБРР – около 190 млрд долл. Капитал МБРР формируется путем подписки стран – членов на акции. Значительную часть средств МБРР получает на рынках частного капитала, что обуславливает высокую стоимость кредитов.

Уставные цели МБРР (Всемирного банка) – создание благоприятных условий для производительности капитальных вложений, стимулирование международного потока долгосрочных инвестиций, содействие реконструкции и развитию экономики (территорий) стран – членов, облегчение перевода военной экономики в гражданскую, гарантирование частных иностранных инвестиций. МБРР предоставляет долгосрочные (15–20 лет) кредиты, прежде всего, развивающимся странам, а затем странам с переходной экономикой. Эти кредиты направляются на обеспечение структурных изменений в экономике стран – заемщиков. Свою политику МБРР реализует через установление приоритетных направлений проектного кредитования (проекты развития инфраструктуры, сельскохозяйственных объектов и др.), а также с помощью хозяйственно-политических условий «кредитов на цели структурной адаптации», не связанных с указанными проектами.

МБРР и МВФ играют главную роль в многостороннем сотрудничестве стран в целях решения важнейших *глобальных финансовых проблем*, оказывают существенное воздействие на международную кредитную и инвестиционную ситуацию, структурную перестройку мировой экономики, преодоление бедности в развивающихся странах.

Важной целью деятельности МБРР является поддержка экономического развития стран – членов, содействие социальному развитию, росту международной торговли через предоставление займов и многосторонняя помощь в области формирования их экономической политики. МБРР – это одна из самых крупных международных организаций, предоставляющая ресурсы на цели развития, а также, по мнению многих экономистов, центр выработки стратегии развития капиталистического мира.

Определяющее значение в деятельности МБРР, как и МВФ, имеют совместные с их странами – членами, так называемые, *«программы адаптации»*, которые постепенно становятся важным элементом помощи развивающимся и реформирующимся странам. МБРР, прежде всего, старается определить уровень равновесия между программами адаптации и индивидуальными инвестиционными займами, присущими его природе. МБРР содержит под сферой своего влияния возможности финансирования инвестиций, которые являются существенным элементом реализации его целей.

С середины 70-х годов XX в. МБРР осуществляет политику совместного финансирования своих программ с тремя группами заемателей: официальными и частными организациями развития, органами экспортного кредитования, коммерческими банками. В этой сфере МБРР придерживается следующих *критериев*:

- план совместного финансирования должен соответствовать принятой Банком программе адаптации;

- совместное финансирование означает разделение риска между Банком и кредиторами, однако, ответственность Банка является большей, чем у кредиторов, поскольку он несет ответственность за формулирование и наблюдение за реализацией программ;

- Банк берет на себя поддержку процесса выработки договора о займах между заемщиками и кредиторами, поскольку он не является основной стороной в формировании договора,

между тем, как его авторитет при принятии программ адаптации является гарантией их успешного выполнения.

Важнейшим элементом стратегии МБРР является создание устойчивых отношений между заемщиками и кредиторами. Одной из своих целей МБРР ставит упорядочивание проблем задолженностей стран – членов так, чтобы новые займы стимулировали экономический рост, а не были использованы на обслуживание долгов или другие, противоречащие договорным условиям, цели.

Эффективность разработанной системы наблюдения за финансовыми проектами и программами МБРР подтверждена практикой. Он не поощряет увеличения размеров займов странами – членами. Рост объема займов может ограничить возможности строгого контроля за реализацией финансирования им соответствующих программ, провалами в его кредитной политике и снижении его финансовой популярности.

Значительное повышение объема займов может иметь последствием изменения в соотношении квот и влияния в МБРР, прежде всего, ведущих кредиторов и, в частности, США. Ведущая позиция США и наличие влияния развитых стран на мировом рынке капитала является гарантией кредитной политики Банка, основанной на выгодных для него условиях займа. Любые изменения могли бы отразиться на его финансовой популярности.

МБРР в своей деятельности придерживается консервативных позиций. Это вытекает из его намерения сохранить высокую степень популярности, которая позволяет не только повысить эффективность заимствования, но и расширить использование других форм финансовой помощи. Он выступает за повышение роли банковского сектора в экономике. Приоритетное значение для МБРР в решении долговых проблем имеет сотрудничество с крупными коммерческими банками, располагающими необходимыми для него инвестирующими финансовыми ресурсами.

В современном мире коммерческие банки без проблем находят заемщиков, в том числе и в развитых ведущих странах. Поэтому сотрудничество с МБРР не является для них приоритетным. Между тем коммерческие банки без официальных финансовых гарантий своих вложений воздерживаются от увеличения объема кредитов. Условием же для этого, выдвигаемым партнерами, является использование МБРР уставной формы его активности, то есть полное гарантирование креди-

тов, предоставляемых коммерческими банками или другими организациями. МБРР отвергает эти условия. В случае гарантирования займов МБРР должен привести в неподвижное состояние на своем счете суммы, равные уровню предложенных гарантий. В таком случае для МБРР нет разницы, предоставляет он займы или гарантии. На практике преимущество имеют займы, поскольку здесь МБРР сам решает все вопросы, возникающие вокруг проблем заимствования.

В рамках предложений об увеличении совместного с коммерческими банками финансирования МБРР своих клиентов выдвинута идея о создании его собственного коммерческого банка по финансированию экономических проектов в странах – членах.

Кроме сотрудничества с крупными коммерческими банками помощь МБРР в привлечении иностранных капиталов происходит в формах сотрудничества с Международной финансовой корпорацией, гарантирования неторгового риска иностранных инвестиций и стимулирования стран – членов к реализации экономических изменений согласно программам Банка.

Необходимым условием реализации этих программ является разработка и оформление института гарантий. В отличие от МВФ, который, согласно уставу, не может предоставлять гарантий, МБРР имеет такое право. Однако, он никогда не использует эти гарантии в широких соответствующих масштабах, поскольку для него они однозначны с займами.

В процессе взаимодействия МБРР и МВФ выработаны новые и действенные инструменты регулирования международных отношений на основе изменения уставов данных организаций и разработки внутренних правил.

Международная финансовая корпорация

Международная финансовая корпорация – МФК (International Finance Corporation – IFC), в задачи которой входит поддержка развития частных инвестиций в развивающихся странах, была создана в 1956 г. по инициативе США. МФК – специализированное учреждение системы ООН, входящее в группу Всемирного банка (ВБ). Ее высший орган – Совет управляющих образуется из членов Совета управляющих ВБ. Президент ВБ одновременно является руководителем МФК. Она расположена в Вашингтоне (США).

В рамках МФК функционирует ряд бюро – во Франкфурте-на-Майне (Германия), Лондоне (Великобритания), Париже (Франция), Токио (Япония). Членами МФК являются 178 государств – членом ВБ. Россия в нее вступила 12 апреля 1993 г.

В отличие от МБРР эта организация работает на микроуровне, финансируя не правительства, а непосредственно предприятия, прежде всего, частного сектора. МФК – крупнейший в мире источник прямого финансирования проектов частных капиталовложений в развивающихся странах и стран с переходной экономикой. Источниками финансирования МФК являются взносы членов и уставной капитал (1,4 млрд долл.), кредиты МБРР, отчисления от прибыли, средства от возвращения кредитов, а также привлекаемые на международных финансовых рынках.

МФК была учреждена для стимулирования работы частного сектора в развивающихся странах путем финансирования его проектов, оказывая помощь предприятиям в мобилизации финансов на глобальных (международных) финансовых рынках, содействие хозяйствующим субъектам и местным органам самоуправления. Поэтому она инвестирует средства в жизнеспособные частные предприятия в развивающихся странах и странах с переходной экономикой, а также предоставляет своим клиентам долгосрочные кредиты, гарантии, оказывает им консультативные услуги. Процентные ставки зависят от страны и проекта, а погашение займов осуществляется в течение 3–15 лет, при этом отсрочки платежей достигают 12 лет. Почти 80% своих финансовых средств МФК обеспечивает на международных финансовых рынках, а 20% заимствуется у МБРР. Ее владельцами являются страны – члены МФК.

С 1956 г. (со времени своего создания) МФК выделило более 67 млрд долл. собственных средств на осуществление различных проектов и организовало финансирование свыше 3 тыс. частных предприятий в 140 развивающихся странах на сумму 23 млрд долл. С 1993 г. МФК утвердило финансирование 88 российских проектов на 968 млн долл. из собственных средств и 995 млн долл. – из средств участников программы по привлечению синдицированных средств. Совокупная стоимость этих проектов составила 3,9 млрд долл.

Международная ассоциация развития

Следует отметить, что не все развивающиеся страны имели возможность получать кредиты в МБРР или МФК по действо-

вавшим в тот период процентным ставкам. Подобную задачу должна была выполнить созданная в 1960 г. Международная ассоциация развития – МАР (International Development Association – IDA), в задачи которой входит предоставление средств на «мягких» условиях, то есть предоставление им особо льготных кредитов экономически отсталым развивающимся странам. Она предоставляет кредиты, прежде всего, самым отсталым (бедным) странам, хотя с 90-х годов такая помощь оказывается и отдельным странам с переходной экономикой. Относящиеся по классификации ООН к числу развивающихся. МАР выделяет финансовые средства на более льготных условиях, чем МБРР и МФК. Она является фактически доверительным фондом, находящимся под управлением МБРР. Совокупный объем кредитования МАР за 1960–2002 гг. составил более 135 млрд долл., а к 2008 г. – 165 млрд долл. МАР предоставляет беспроцентные займы (кредиты) на длительные сроки – 35–40 лет (МБРР – 15–20 лет), при этом льготный период погашения и отсрочка основных платежей составляет в течение первых 10 лет, взимая комиссионные на покрытие административных расходов.

МАР – это специализированное учреждение системы ООН, входящие в группу Всемирного банка. Президент ВБ одновременно является главой МАР, члены Совета управляющих и директората ВБ также выполняют аналогичные обязанности в МАР. Членами МАР являются 165 государств – членов Всемирного банка. Россия является членом с 1992 г. Место пребывания – Вашингтон (США). Источниками финансирования МАР являются добровольные взносы государств – членов (более 70 млрд долл.), прибыли МБРР, возвращенные кредиты, ранее выданных.

Так, страна имеет право получать финансовые ресурсы от МБРР или МАР при двух критериях. Первый (он же основной) критерий устанавливает верхнее значение душевого национального дохода. На 2005 г. этот показатель определен в объеме 975 долл. Второй критерий – степень кредитоспособности страны. Поэтому в исключительных случаях МАР может временно выделять ресурсы странам, где душевой НД выше уровня, определенного для данного года, но которые не в состоянии получать кредиты в МБРР по причине слабой кредитоспособности. При этом такие страны должны проводить активную политику реструктуризации экономики. Исключение также сделано для некоторых небольших островных государств. Та-

ким образом, ряд стран имеет права получать финансовые ресурсы только от МБРР, другие – от МАР (65 стран по итогам 2005 финансового года). Есть также незначительная группа стран, которые могут получать кредиты от обеих организаций.

Однако, критерий кредитоспособности в отдельных случаях оказывается решающим. Так, Украина, где душевой НД в 2001 г., по данным МБРР, равнялся 710 долл., имеет право получать финансовые ресурсы только от МБРР, а Азербайджан и Узбекистан, душевой НД в которых в 2001 г. равнялся 650 и 560 долл. соответственно, – частично от МБРР и частично от МАР.

Основными задачами МАР являются:

- ускорение экономического роста в странах – заемщиках посредством оказания им содействия в разработке эффективной макроэкономической и отраслевой политики, в том числе способствующей развитию сельских районов и частного сектора;

- инвестирование в человеческий капитал путем содействия развитию социальной сферы, принятию мер по борьбе с инфекционными заболеваниями и смягчению их последствий;

- расширение организационно-технических возможностей для повышения эффективности управления, в том числе государственного и для борьбы с коррупцией;

- охрана окружающей среды в целях устойчивого развития;

- содействие преодолению последствий вооруженных конфликтов;

- содействие торговле и региональной интеграции развивающихся стран.

В качестве примеров помощи МАР можно назвать предоставление ею займов на восстановление экономики Руанды после гражданской войны, борьбу со СПИДом в Чаде и Эритрее, внедрение всеобщего начального образования в Индии, реформирование сельского хозяйства в Азербайджане, развитие фермерства в Таджикистане и др.

Многостороннее инвестиционно-гарантийное агентство

В 1988 г. в группе Всемирного банка появилось новое учреждение – Многостороннее инвестиционно-гарантийное агентство – МИГА (Multilateral Investment Guarantee Agency – MIGA), или Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям – МАИГ, в задачи которого входит поддержка пря-

мых зарубежных инвестиций в развивающихся странах и странах с переходной экономикой посредством принятия гарантий (через страхование) по некоммерческим рискам (например, война, конфискация и т.п.).

МИГА – специализированное учреждение системы ООН, входящее в группу Всемирного банка. Его высшим органом является Совет управляющих, а оперативное руководство МИГА осуществляет директорат в составе 20 членов, которые назначаются из числа сотрудников ВБ. Президент ВБ по совместительству является председателем директората МИГА.

МИГА создано с целью оказания помощи развивающимся странам в привлечении иностранных инвестиций путем предоставления инвесторам гарантий от убытков, связанных с некоммерческими рисками, то есть от политических рисков. К ним относятся экспроприация, военные действия, гражданские беспорядки, нарушение условий контракта и переводы валют, в результате которых владелец гарантий лишается права собственности над своим капиталовложением и т.д. Кроме того, МИГА оказывает техническую помощь в распространении информации о возможностях для инвестирования средств. Для этого МИГА заключает договоры страхования с иностранными инвесторами за комиссионные – 2–4%. Источником финансирования деятельности МИГА выступает его уставной капитал, образованный из взносов стран – членов.

В настоящее время членами МИГА являются 167 государств – членов Всемирного банка. Россия также является его членом. Место расположения – Вашингтон (США). За период своей деятельности выдало 800 гарантий на общую сумму около 15 млрд долл. В России МИГА выдало гарантии по двум проектам, которые были связаны с предоставлением займов иностранной лизинговой компании, учрежденной на ее территории.

Типовой страховой полис МИГА гарантирует инвестиции в течение 15 лет и может быть продлен до 20 лет, при этом в настоящее время предельная сумма, гарантируемая по одному проекту, составляет 50 млн долл. Гарантии предоставляются только на случай рисков, возникающих в развивающихся странах – членах МИГА. Объектом гарантий являются прямые иностранные инвестиции, в том числе осуществленные через покупку акций компаний на территории принимающей страны. МИГА должно способствовать устранению преград на пу-

ти движения капиталов, в том числе подписанию одно- и многосторонних соглашений по стимулированию прямых иностранных инвестиций, урегулированию споров между инвесторами и принимающими странами.

Международный центр урегулирования инвестиционных споров

Международный центр урегулирования инвестиционных споров (МЦУИС), в задачи которого входит осуществление содействия потокам международных инвестиций путем предоставления услуг по арбитражному разбирательству и урегулированию споров между правительствами и иностранными инвесторами, проводит консультирование, располагает информацией об инвестиционном законодательстве различных стран.

МЦУИС – специализированное учреждение системы ООН, входящее в группу Всемирного банка. Его высший орган – Административный совет, в котором каждое государство – член имеет одного представителя. Возглавляет Административный совет президент ВБ. Имеется также секретариат. МЦУИС основан в 1966 г. Он, прежде всего, стимулирует поток инвестиций, благодаря обеспечению условий для проведения примирительных и арбитражных переговоров между правительствами и иностранными инвесторами. МЦУИС обеспечивает международные механизмы урегулирования и разрешения инвестиционных споров в арбитражном порядке, тем самым содействуя улучшению инвестиционного климата и привлечению иностранных инвестиций.

Общее число дел, урегулированных с помощью МЦУИС к началу 2006 г. – 96. Количество дел, зарегистрированных им к тому же времени с целью оказания содействия в урегулировании, – 105. Он оказывал содействие в урегулировании инвестиционных споров в ряде стран СНГ, в частности, в Грузии, Казахстане, Украине и др.

В настоящее время членами этого международного центра являются 155 государств – членов ВБ. Россия с 1992 г. является его членом. МЦУИС находится в Вашингтоне (США).

Авторитет этой организации достаточно высок, и многие международные соглашения об инвестициях содержат ссылки на арбитражное разбирательство именно в МЦУИС. Этот Центр занимается научно-исследовательской работой и публикаций

материалов по вопросам арбитражного законодательства, регулирующего иностранные инвестиции. Он также выдает рекомендации и публикует труды по законодательству об иностранных инвестициях.

5.1.3. Сотрудничество между МБРР и МВФ

В последнее время сотрудничество между МБРР и МВФ приобретает важное значение. Из опыта МБРР вытекает, что весьма значительных успехов достигают страны, которые ранее начали реализацию стабилизационных программ МВФ. Займы МБРР представляют им дополнительные возможности. МБРР и МВФ находятся в поиске механизмов координации и согласования процесса адаптации – стабилизационных программ Фонда и программ адаптации Банка. Обе организации являются в известной мере комплементарными – дополняющими друг друга. Есть определенное соответствие в структурном строении этих двух организаций, обеспечивающее их взаимодействие. Образно выражаясь, они подходят друг к другу как «ключ к замку». С целью устранения сходных действий, направленных на достижение одной цели – дублирования стабилизационных программ и программ адаптации, а также повышения эффективности этих процессов, ими совместно создан институт *«рамочных программ»* (Policy Framework Papers). Основной задачей данного института является достижение соглашения между страной – членом, МБРР и МВФ на проведение программ с целью преодоления проблем платежного дефицита и ускорения экономического роста. Кроме того, этот институт мобилизует дополнительные средства, которые должны поддерживать реализацию процессов адаптации.

Безусловно, МБРР и МВФ достигли высокого уровня координации своих действий, но это не означает, что улучшились результаты их кредитной политики. В основном достигнуто снижение издержек и дублирования в работе этих организаций.

Тесное сотрудничество между МБРР и МВФ начато со времени их основания. Кроме различных целей их деятельности, существуют также задачи, за воплощение в реальность которых ответственность несут они обе. Однако, это вовсе не означает их единогласия в решении проблем.

Разделение полномочий между МБРР и МВФ официально

было оформлено в 1966 г. в виде *меморандума*. Он не только определил границы – сферы их влияния, но и установил мероприятия, за выполнение которых ответственность несут обе организации. На практике меморандум в значительной степени подтвердил независимость обеих организаций, чем стимулировал углубление и расширение сотрудничества между ними. В 1989 г. на уровне их руководства были пересмотрены принципы сотрудничества между ними, принятые в 1966 г. Заключение – однозначное: цель их деятельности одна и механизмы ее достижения должны быть согласованы между ними.

Таким образом, деятельность МВФ сосредотачивается на *макроэкономических аспектах хозяйства* и ее инструментах, то есть государственных расходах, ценовой политике, деньгах и кредите, процентной ставке и валютных курсах. МБРР, со своей стороны, занимается стратегией развития, секторными и проектными инвестициями, программами адаптации, политикой размещения ресурсов как государственного сектора, так и частного сектора, приоритетами в государственных расходах.

В этой связи, целесообразно пересмотреть координационные принципы для обеих организаций, существующие разногласия и формы совместной деятельности. Формами координации являются действия по реализации «рамочных программ». Реализация программ и проектов МВФ и МБРР считается для международной финансовой общественности элементом устойчивости, что повышает их степень популярности, представляет возможность осуществить реорганизацию долгов стран – членов на глобальном уровне, подготавливает условия для привлечения инвестиций.

Отличительной чертой рассматриваемых финансовых институтов является их *наднациональный характер*.

По окончании Второй мировой войны на мировом пространстве начался процесс создания многосторонних организаций двух типов – межгосударственных (координационных) и наднациональных (властноориентированных).

Наднациональные организации, как правило, создавались в сферах межгосударственного сотрудничества, затрагивающие интересы всего человечества, то есть наднационального регулирования требовали те проблемы, которые впоследствии были определены как глобальные.

Международные экономические проблемы, в широком смысле этого слова, относятся к категории *глобальных проблем*

современности и требуют особых механизмов регулирования. Последние конкретизировались в международных организациях наднационального типа.

В соответствии со своим Уставом МВФ призван определять политику в области равенства национальных валют по отношению к доллару (как к резервной валютной единице) и золоту (единый эквивалент валют). Основой правил МВФ 1945 г. явилось обязательство стран – членов поддерживать финансируемое равенство национальных валют по текущим операциям. В случае невыполнения этих требований к стране – члену применялись жесткие меры воздействия, включающие приостановление пользования кредитами МВФ сроком на один год, а при наличии существенных нарушений исключение из него (ст. IV, сек. 6).

Сходные статьи имеются и в Уставе МБРР. Оба учреждения жестко контролировали соблюдение своих требований. Достаточно отметить, что меры воздействия применялись в 1948 г. к Франции, в 1960 г. к Чехословакии, в 1962 г. к Кубе и т.д. Однако, подобные действия имеют противоречия. Понимание негативности этой практики привело к поиску других механизмов международного регулирования общих финансовых проблем. В Уставы МБРР и МВФ были внесены в 1969 г. первая и в 1976 г. вторая поправки (Ямайские соглашения). Их принятие обусловило как основную меру выработку и представление на усмотрение стран соответствующих рекомендаций. Соблюдение последних гарантирует государствам финансирование их затрат по структурной перестройке экономики.

В последние годы МБРР и МВФ практикуют финансирование таких программ с привлечением капиталов частных банков в пределах «рамочных соглашений» на условиях устной договоренности с ними. Если предложение устраивает инвестора, он заключает договор со страной – членом, принявшей рекомендации МБРР и МВФ, которые, при этом, выступают гарантами. В начале 80-х годов так финансировались программы в Колумбии, Таиланде и других странах.

В условиях глобализации мировой экономики подобная практика приобрела глобальное распространение. В этой связи руководство глобальных финансовых институтов рассматривает вопрос о внесении в уставы изменений с целью закрепления положений о полномочиях межгосударственных организаций заключать кредитные соглашения с частными инвесторами.

Предложения МБРР и МВФ странам – членам, как правило, формируются на основе следующих **принципов**:

– *разумная макроэкономическая политика* (правительства определяют государственные расходы, обеспечивают поступление необходимых средств в бюджет, строго контролируют займы государства и уровень эмиссии денег, поддерживают конкурентоспособный обменный курс своей национальной валюты);

– *разумная микроэкономическая политика* (правительства вводят свободные цены, отказываются от регулирования рынка, обеспечивают свободу экспорта и импорта продукции, создают развитую правовую систему, защиты права собственности);

– *свободная торговля* (правительства ослабляют меры по опеке своей промышленности, создают условия для свободного соперничества товаров);

– *социальные гарантии* (правительства обеспечивают деятельность своих основных жизненно важных служб, в том числе и за счет сокращения государственных расходов на вооружение).

5.2. Другие международные валютно-финансовые организации

Развитие современной мирохозяйственной системы в условиях глобализации характеризуется усилением связей и взаимодействия между странами. Тенденция к объединению вызвана потребностью решения стоящих перед человечеством глобальных проблем, таких как угроза ядерной катастрофы, международного терроризма, экологический кризис, здравоохранения, Космоса и т.д. Но самую глубокую основу укрепления целостности мира составляет нарастающая взаимозависимость государств в экономической, в том числе финансовой, сфере. Не одно государство мира не может претендовать на полноценное развитие, если не втянута в систему мирохозяйственных связей, в которой важное значение имеют международные экономические организации. Остановимся на деятельности некоторых из них.

5.2.1. Банк международных расчетов

Банк международных расчетов (Bank for International Settlement – BIS) является старейшей международной финансовой

организацией. Штаб-квартира которого находится в Базеле (Швейцария). Данный банк был основан в 1930 г., прежде всего, с целью осуществления немецких репарационных платежей после Первой мировой войны, то есть возмещение причиненного ущерба в денежной или иной форме, выплата которой обычно предусматривается в мирном договоре. Однако, эта задача потеряла свою актуальность уже в 1931 г., когда вследствие воздержания исполнения обязательств на неопределенный срок (моратория) выплаты были прекращены.

В настоящее время Банк международных расчетов (БМР), будучи банком центральных банков, имеет своей целью поддерживать сотрудничество центральных банков и выполнять задачи по поручительству в рамках международных соглашений.

Свою *основную функцию* координатора центральных банков ведущих развитых стран БМР сохраняет до сих пор. Он объединяет центральные банки 55 государств. Кроме того, он производит расчеты между странами – членами ЕС, выполняет функции депозитария Европейского объединения угля и стали, 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.

Банк международных расчетов, согласно уставу, имеет право осуществлять ряд простых банковских операций – по учету и ломбардные, с центральными банками, покупку и продажу ведущих на бирже ценных бумаг (кроме акций) за свой счет и за счет центральных банков, а также он осуществляет операции по платежам и т.п.

Банку международных расчетов предоставление кредитов правительствам стран в принципе запрещено. Тем не менее, нарушая этот принцип, он начиная с 1990 г. предоставляет странам Центрально-Восточной Европы краткосрочные кредиты для ускорения их перехода от административно-плановой экономики к рыночному хозяйству с целью обслуживания договорных ссуд МВФ или МБРР.

Существенная роль БМР состоит в том, что он состоялся как форма сотрудничества управляющих эмиссионными банками и ведомство по контролю за банковской деятельностью – Базельский комитет банковского надзора. Этот форум создал открытость глобальных (международных) финансовых рынков, в том

числе региональных рынков, в частности, евროрынка, распространя значительные данные.

В соответствии с швейцарским правом *Банк международных расчетов* – акционерное общество, держателями акций которого являются практически все центральные банки стран Европы. Основными акционерами БМР являются центральные банки, прежде всего, индустриально развитых стран, Австралии, Канады, США, Японии и др. Учитывая рост значения развивающихся стран, в частности, стран Азии, в мировой экономике, в сентябре 1996 г. в члены были приняты 9 новых стран, в том числе Россия.

Заметим, членами Административного совета МБР являются центральные банки Бельгии, Великобритании, Германии, Италии, Франции и Японии, которые совместно с группой коммерческих банков США во главе с банкирским домом Моргана его учредили. В состав административного совета данного банка входят и другие члены, принимающие активное участие в его деятельности. На заседаниях Совета МБР назначается его президент и генеральный директор. В руководящие органы БМР входят общее собрание представителей центральных банков – членов, которые является высшим органом, Совет директоров, президент банка и Администрация.

5.2.2. Европейский банк реконструкции и развития

Европейский банк реконструкции и развития – ЕБРР (European Bank for Reconstruction and Development – EBRD) является одним из ведущих международных финансовых институтов регионального уровня. ЕБРР – единственное международное финансово-кредитное учреждение, членом и одним из организаторов которого был бывший СССР. Будучи относительно молодой организацией, ЕБРР и не обладает большим опытом, как группа Всемирного банка. Идея его создания впервые возникла в октябре 1989 г., но официально он был открыт в 1990 г. и приступил к операциям в апреле 1991 г. Учредителями ЕБРР были 34 страны, в том числе Австралия, Кипр, Мальта, Новая Зеландия, США, Турция, Япония, а также Европейское экономическое сообщество (ныне Европейский Союз) и Европейский инвестиционный банк (ЕИБ).

ЕБРР – это региональный межгосударственный банк. Его штаб-квартира находится в Лондоне (Великобритания). Члены

ЕБРР – 60 стран, включая Россию, ЕС и ЕИБ. Первоначальный акционерный капитал ЕБРР был увеличен до 20 млрд евро. Квота России в акционерном капитале ЕБРР – 800 млн евро. Главная его цель – оказание кредитного и финансового содействия странам Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) и бывшего СССР в переходе к рыночной экономике. В соответствии с уставными документами ЕБРР, предусмотрено предоставление займов, консультационная помощь, осуществление инвестиций в уставные капиталы организаций стран – членов, а также предоставление гарантий по их кредитам. Эти меры направлены на решение задач по содействию переходу к демократии и рыночной экономике, поощрение частной предпринимательской деятельности в странах ЦВЕ, СНГ и Прибалтики.

ЕБРР исполняет функции по финансированию и кредитованию различного рода проектов в частном, кооперативном и государственном секторах. Наряду с собственной кредитной деятельностью, он предполагает расширять гарантийные операции, направленные на уменьшение экономического риска для частного инвестирования капиталов из других регионов. В функции ЕБРР также вменено финансово-кредитное содействие более широкому и устойчивому экономическому сотрудничеству фирм, компаний, организаций стран ЦВЕ с предприятиями других стран.

*Основными направлениями деятельности ЕБРР являются содействие структурной перестройки экономики в странах ЦВЕ и СНГ, проведение приватизационных мероприятий, объединение энергетических, транспортных и телекоммуникационных сетей Европы, реформа банковских систем, защита окружающей среды. ЕБРР представляет собой разностороннее сочетание коммерческого банка и банка развития, что нашло отражение в его структуре. В состав ЕБРР входят две операционные службы соответствующих направлений – *Коммерческий департамент* и *Департамент развития*.*

В качестве кредитного института нового типа ЕБРР в течение первого года своей деятельности использовал свыше 30% капитала для финансирования различных проектов и организаций, при этом 60% этих средств было предназначено для частного сектора и 40% – для государственного. ЕБРР требует от стран – заемщиков информации о состоянии их хозяйств, вступает с предложениями относительно упорядочивания их экономических процессов.

После смены руководства ЕБРР в 1993 г., в связи с обвинениями в нецеленаправленном расходовании финансовых средств, свои основные инвестиционные программы он стал направлять в последующие годы в группу наиболее продвинувшихся стран в процессе экономических реформ на пространстве СНГ. Возглавляет их список Россия.

На начало 2006 г. ЕБРР финансировал или участвовал в финансировании около 1 тыс. проектов в 27 странах. Совокупный объем финансирования проектов, утвержденных ЕБРР, составил около 25 млрд евро. Общее количество проектов, намеченных ЕБРР к реализации в России, составляет 109. Европейский банк реконструкции и развития уже оказывал России содействие в развитии малого бизнеса, укреплении финансовой системы, проведении приватизации и по ряду других направлений.

5.2.3. Отдельные региональные банки развития

Определенную роль в мировой экономике играют также *региональные банки развития*, к которым относятся *Азиатский банк развития, Африканский банк развития, Европейский инвестиционный банк, Исламский банк развития, Межамериканский банк развития* и др. (см. таблицу 7). Региональные

Таблица 7

Отдельные региональные банки развития

№№ п.п.	Официальное название банка	Год создания (начала деятельности)	Местонахождение
1.	Азиатский банк развития	1966	Манила (Филиппины)
2.	Африканский банк развития	1964	Абиджан (Кот-д'Ивуар)
3.	Европейский инвестиционный банк	1958	Люксембург
4.	Исламский банк развития	1975	Джидда (Саудовская Аравия)
5.	Межамериканский банк развития	1959 (1960)	Вашингтон (США)

Источник: Международные экономические отношения. Учебник / Под ред. Смитиенко Б.М. – М.: ИНФРА-М, 2005. – С. 455.

банки развития действуют на определенном мирохозяйственном пространстве. Европейский инвестиционный банк имеет свою специфику, он является кредитным учреждением. В качестве обязательного условия вступления в Исламский банк развития предъявляются требования членства в Организации Исламской конференции, однако данный банк может создавать специальные фонды, в том числе фонды поддержки мусульманских общин в странах, не являющихся его членами.

5.3. Участие России и стран СНГ в деятельности международных финансовых организаций

В условиях прогрессирующей глобализации мировой экономики Россия сохраняет репутацию ведущей державы, несмотря на временное некоторое ослабление своего экономического влияния на мирохозяйственном пространстве. Она является постоянным членом Совета Безопасности ООН, участником организации ведущих индустриально развитых стран – «Большой семерки», превратившейся с 1997 г. в «Большую восьмерку», играет определенную роль в дипломатическом регулировании международных конфликтов, в частности, на Балканах и Ближнем Востоке. В начале 90-х годов XX в. Россия стала членом Совета таможенного сотрудничества, превратившийся в Международную таможенную организацию (1991 г.), Международной торговой палаты (1993 г.) и различных международных организаций.

Статус международного кредитора как члена Парижского и Лондонского клубов стран – кредиторов должен позволить России вернуть часть огромной задолженности третьих стран, образовавшейся во времена СССР, которая составляет 155 млрд долл. Россия присоединилась к некоторым важнейшим международным конвенциям торгово-экономического характера, что потребовало разработки соответствующих национальных нормативных актов и других документов. Позитивные результаты работы в данном направлении, достигнутые за последние годы, позволяют России более эффективно защищать свои экономические интересы. Это заметно упрочило ее международный авторитет.

Важным событием является то, что Россия присоединилась к *глобальным и региональным финансовым организациям* – Международному валютному фонду и Международному банку реконструкции и развития в 1992 г., а также заняла место СССР в

Европейском банке реконструкции и развития, учрежденным специально для содействия реформам, проводимыми странами ЦВЕ и СНГ. Присоединение к этим международным финансовым организациям предоставляет возможность России на равных правах участвовать в выработке политики в области развития мировой экономики, получать консультации по экономическим, в том числе финансовым, вопросам от этих авторитетных в глобальных масштабах учреждений и рассчитывать на получение кредитов от них. Вступление в них повысило доверие к России как участнице международного экономического сотрудничества, открыло новые источники финансирования для нее.

Вступление России и других стран СНГ в МВФ явилось продиктованной временем объективной необходимостью для обеих сторон. Соглашение МВФ с Россией было, в первую очередь, необходимо ведущим развитым странам Запада, что предоставило им возможность удержать ее в рамках системы международных консультаций и переговоров, где определенную роль играет сам Фонд, специализированный в вопросах долгов и кредитования. Без участия МВФ в роли координатора ведущим развитым странам Запада было бы сложно решать проблемы унаследованных Россией долгов СССР, получения ею новых кредитов. Неопределенный статус ассоциированного члена, который получил СССР в МВФ незадолго до своего распада, не мог быть унаследован Россией.

На протяжении 1992 г. членами МВФ стали все страны СНГ. Они обладают в нем равными правами с другими странами — членами и разделяют те же обязанности, возложенные на них. Правда, в соответствии со статьей V раздела 12 (I), (II) и (III) Устава МВФ он может оказывать содействие «развивающимся странам — членам» в решении проблем платежного баланса на специальных условиях. Однако, это сделано всего лишь для целей анализа, статистики и предоставления отчетных данных в публикациях МВФ, где страны СНГ отнесены к категории развивающихся стран с рыночной экономикой. Между тем, эти страны представлены в Совете исполнительных директоров, где, к слову, только Россия из них имеет в нем собственного представителя.

Россия вошла в систему международных финансовых организаций на благоприятных условиях. Она получила достаточно большую квоту базовых голосов, что и позволило ей назначить своего исполнительного директора и, тем самым, участвовать в формировании политики данных учреждений в сфере

мировой экономики. Не менее важный момент – это те возможности, которые открываются для России в сфере межгосударственного экономического сотрудничества с другими их странами. На практике это сводится к сотрудничеству страны – члена с международными финансовыми организациями в рамках программ взаимодействия.

По оценке экономической ситуации в странах СНГ и, в частности, России, МВФ в своем решении относительно размера квот для стран этого региона, как своих новых членов установил для них определенные преимущества и льготы.

Экономическая политика Правительства России в значительной степени формируется в контексте рекомендаций МВФ, ценность которых не столько в том, что их выполнение служит предпосылкой для последующего получения кредитов, сколько в том, что они воплощают в себе его многолетний опыт по экономическому преобразованию отсталых или находящихся в кризисе стран и могут быть полезны как в экономическом плане, так и при формировании законодательной базы рыночных реформ.

В сфере формирования макроэкономической политики на период реформ в России МВФ и МБРР оказывают помощь как в создании экономической программы, так и ее финансировании за счет средств международных финансовых институтов и кредитов коммерческих структур стран – членов.

Участие России в системе международных финансовых организаций делает возможным правовое регулирование экономических отношений на территории страны нормами права данных институтов. Это возможно в следующих случаях:

– во-первых, если правовой документ, выработанный органами международной структуры, содержит положения, регламентирующие отношения субъектов национального права – правительства, государственного банка и т.д.;

– во-вторых, если международная финансовая организация заключает контракты о предоставлении технической помощи, займов, кредитов с юридическим лицом государства, в котором реализуется стабилизационная программа, содержащая положения о том, что они подчиняются не только национальному праву данного государства, но и внутренним правилам международной финансовой организации.

Подобные контракты заключены *Международной финансовой корпорацией* с предприятиями Нижегородской области. Та-

ким образом, на территории России становится возможным осуществление международной юрисдикции в форме правил международной финансовой организации. Это обстоятельство диктует необходимость изучения и осмысления указанных правил государственными органами и национальными судами страны.

Опыт развития правового механизма МВФ, МБРР и ЕБРР заслуживает изучения не только во имя развития международно-правовой доктрины, но и с позиций его использования при строительстве структур экономического сотрудничества в рамках СНГ и, возможно, при формировании Межгосударственного банка СНГ. В этом случае принято обращать внимание на опыт ЕЭС. Стоит задуматься также над тем, что «мягкое» регулирование в рамках МВФ – МБРР более соответствует реалиям современных отношений на пространстве СНГ. При этом определенное влияние на создание нового механизма межгосударственного экономического сотрудничества могли бы оказать как концептуальные аспекты формирования системы МВФ и МБРР, так и применяемые ими механизмы правового регулирования межгосударственного экономического развития. Кроме того, сам по себе весьма важен опыт формирования и деятельности ЕБРР по разработке экономических программ, применению правовых механизмов обеспечения их реализации. Изучение этого опыта может удерживать страны СНГ от ошибок и выявить наиболее эффективные пути их дальнейшего развития.

Что касается ЕБРР, то страны СНГ по определенным группам представлены в нем соответствующими управляющими. Россия здесь представлена своим управляющим, который является председателем Центрального банка РФ и заместителем управляющего (по должности – первый заместитель министра финансов РФ). Участие в делах ЕБРР управляющего от России предоставляет ей возможность участия в выработке политики, а также принятии соответствующих решений.

ЕБРР оказывает России содействие на основе плана, одобренного его Советом. Подписанное еще в марте 1993 г. Соглашение между Правительством РФ и ЕБРР «О Постоянном представительстве ЕБРР», которое лежит в русле Соглашения об учреждении ЕБРР, определяет статус, функции, привилегии и неприкосновенность Банка и Постоянного представительства в России. В соответствии со статьей V раздела 9 «В дополнение к основному представительству в Москве Банк с согласия Правительства страны может учреждать дополнительные

представительства в других ее населенных пунктах». Это свидетельствует о двусторонней заинтересованности в развитии отношений между ЕБРР и Россией.

Совет директоров ЕБРР подписал несколько проектов кредитного содействия. Из них более важными являются соглашения о предоставлении топливно-энергетическому комплексу России кредита, об учреждении постоянного консультационного органа на высоком уровне по проблемам приватизации. Нашло одобрение решение об инвестировании в уставной капитал Российского проектного банка. В рамках многосторонней помощи со стороны «Большой семерки» предусмотрено долевое участие ЕБРР в фонде поддержки малого и среднего предпринимательства и фонде приватизации. Россия является крупнейшим получателем технической помощи от ЕБРР. Реализуется около 40 подобных проектов.

Запланировано создание международной школы по финансам и банковскому делу. Предполагается сотрудничество ЕБРР с Россией в разработке законодательства о банкротстве и по ряду других финансово-экономических вопросов.

ЕБРР способствует формированию в своих странах специальных фондов, обеспечивая до трети их первоначального капитала. Подобного рода фонды уже создавались частными банками и компаниями в развивающихся странах. Опыт и начальные наработки в деятельности ЕБРР, безусловно, должны быть учтены при формировании нового международного финансового института регионального характера – Межгосударственного банка СНГ (Банк СНГ).

Межгосударственный банк СНГ, как региональный банк призван стать одним из важнейших финансово-экономических институтов СНГ. Соглашение об его учреждении подписано 22 января 1993 г. в Минске. В соответствии с соглашением, в задачи Банка СНГ входит обеспечение организации и осуществление многосторонних расчетов между Центральными (национальными) банками стран – участниц Соглашения по торговым и другим операциям.

Банк СНГ в пределах предоставленных ему полномочий призван осуществлять совместную денежно-кредитную политику стран – участниц Соглашения. Решения о кредитовании и других важных операциях должны приниматься его Советом (квалифицированным большинством в 2/3 голосов).

Существуют разные точки зрения по вопросу проведения расчетов стран – участниц Соглашения через Банк СНГ. Одна из них сводится к тому, что расчеты должны производиться в рублях, эмитируемых Центральным банком РФ, другая – эксперты исходят из того, что рубль в принципе не может быть одновременно национальной валютой России и законным платежным средством между странами СНГ. Пока эта проблема остается неразрешенной, что заметно сказывается на развитии интеграционных процессов на пространстве СНГ.

Организационные возможности Банка СНГ ограничены. Это связано с тем, что страны региона не приняли решения о согласовании с Банком СНГ кредитной и эмиссионной политики своих центральных банков. Перспективы формирования Банка СНГ, очевидно, зависят от развития Содружества в целом.

5.4. Организационно-правовой аспект деятельности международных финансовых организаций

Международные финансовые организации, их структуры, функции и цели, которые рассмотрены в предыдущих параграфах, как видим различны. Это проявляется как в их внутренней организации, устройстве, уставных отношениях, способах принятия решений, так и формах взаимоотношений между странами – членами и не членами данных организаций. Но их объединяет то, что все они заняты регулированием международных экономических отношений на мирохозяйственном пространстве. Сам предмет правового регулирования международных экономических отношений специфичен. Он требует особых методов правового регулирования.

Регулирование экономики (динамично изменяющейся системы) требует оперативного изменения организационно-правовой базы, в то время как принятие обязательного (уставного) решения затруднено процедурными институтами.

Рассмотренные методы влияния МВФ и МБРР на государства проводятся через заключение соответствующих соглашений, содержащих рекомендации для их стран – членов. Соблюдение последними этих рекомендаций Фонд и Банк берут под свой контроль в целях вынесения соответствующих решений о предоставлении кредитов на реализацию программ развития. Высказывались соображения о том, что эти рекоменда-

ции МВФ и МБРР относятся к «мягкому праву», то есть являются по сути обязательными нормами. Анализ же практики их применения позволяет заключить, что элементы наднациональности в них видоизменились, но не исчезли. Скорее они приспособлены к современным условиям межгосударственных отношений, получили новое развитие.

Невыполнение рекомендаций служит поводом для глубокого анализа финансово-экономического состояния стран – членов МВФ и МБРР в плане его соответствия своим уставным обязательствам. Таким образом рекомендательные нормы являются лишь тактичной (гибкой) формой обращения внимания на развитие экономической ситуации в конкретной стране.

МБРР и МВФ создавались как международные организации, определяющие принципы и правила существования *глобальной финансовой системы для развития мировой экономики*. Эта функция остается основной в их деятельности и на современном этапе. В то же время круг полномочий МБРР и МВФ значительно расширился от решения узкоспециальных валютно-финансовых вопросов до макроэкономического прогнозирования применительно к их странам – членам и мировому рынку в целом. Разработка стабилизационных программ для многих стран позволила системе МБРР – МВФ превратиться в своеобразный интеллектуальный экономический центр глобального масштаба. При этом функции финансового центра (кредитование, предоставление займа) перестали быть определяющими в деятельности этих организаций. Необходимо признать, что МБРР и МВФ, изыскивая новые организационно-правовые методы, следуют по пути поиска равновесия интересов отдельных стран – членов и мирового экономического сообщества в целом. В таком же контексте можно говорить о ЕБРР и первоначальных идеях о Банке СНГ, разумеется, в региональных масштабах.

Деятельность ЕБРР подтверждает его направленность. Еще в июле 1992 г. в Хельсинки на Советании по безопасности и сотрудничеству в Европе (СБСЕ) была принята программа действий и сотрудничества, где в частности, в главе VII, п. 2 отмечается, что государства – участники «выражают удовлетворение тем, что ЕБРР ... может оказать значительную поддержку перестройке и модернизации экономики стран, находящихся на переходном этапе».

Соглашением о создании ЕБРР предусмотрено установле-

ние его тесных связей с МБРР и МВФ, а также другими финансовыми институтами глобального и регионального уровня с целью координации усилий и достижения оптимальной эффективности в реализации программ развития.

В настоящее время ЕБРР приобрел высокое кредитное доверие и популярность, что обеспечило ему масштабный доступ на глобальные рынки капиталов, значительные возможности для заимствования средств на льготных условиях.

Заметим, что *присоединение государств* к международным финансовым организациям осуществляется ими самостоятельно и на добровольных началах, что подтверждает их независимость в принятии соответствующих решений. С позиции экономического права, получение членства в международной финансовой организации является юридическим фактом и действием, влекущим наступление определенных организационно-правовых и экономических последствий международного характера. К ним можно отнести:

- возникновение качественно нового комплекса международных экономических прав и обязанностей, связанных с пребыванием нового члена в международной финансовой организации;
- появление новых членов как по характеру, так и по субъектному составу правоотношений.

Определенный характер новых членов обуславливается предметом специализации международного института (в данном случае – валютно-финансовая сфера). Что касается субъектного состава, то правоотношения нового члена возникают с органами управления международного финансового института, с другими членами данного института, а также с третьими странами.

Присоединение суверенного государства к любой международной финансовой организации можно охарактеризовать как частичное ограничение государством своей власти в отдельных сферах отношений, добровольную передачу определенной части конституционных прав в распоряжение данного института. Отмеченные положения общего характера относятся и к вопросу о юридическом статусе и организационно-правовых последствиях членства в международных финансовых организациях.

Исторический ход событий современности свидетельствует о том, что функционирование государства разобщенно от мировой экономики и мирового сообщества в целом весьма проблематично. Практически все межгосударственные учреждения, функционирующие на мирохозяйственном пространстве

как в системе ООН, так и вне ее, призваны выполнять интегрирующую и координирующую функции во взаимодействиях между субъектами международного права.

Выводы к главе 5

1. Международные валютно-финансовые и кредитные организации условно можно назвать международными финансовыми институтами. Они занимают важное место в системе мирохозяйственных связей. Их объединяет общая цель – развитие сотрудничества и обеспечение целостности и устойчивости сложной и противоречивой мировой экономики, регулирование мирохозяйственных связей, в том числе валютно-финансовой и кредитных отношений, проведение исследований по проблемам валютно-финансовой и кредитной сфер мировой экономики, выработка рекомендаций и предложений по регулированию и совершенствованию мировой экономики в целом. К международным финансовым организациям системы ООН относятся Международный валютный фонд (МВФ), группа Всемирного банка, ядром которого является Международный банк реконструкции и развития (МБРР), включающая в свой состав Международную финансовую корпорацию (МФК), Международную ассоциацию развития (МАР), Многостороннее инвестиционно-гарантийное агентство (МИГА), Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС).

2. МВФ – многосторонняя валютно-кредитная организация системы ООН. Создан в 1944 г. в Бреттон-Вудсе для упорядочения валютно-финансовых отношений между странами и поддержания их валютных курсов, оказания им кредитной помощи для выравнивания платежных балансов. Занимает важное место в мировой валютной системе. Осуществляет регулирующие, консультативные и финансовые функции.

Программа взаимодействия и квота страны – члена в системе международных финансовых организаций являются одним из основополагающих условий их участия в этих организациях. В МВФ такие программы взаимодействия носят стабилизационный характер. С момента выявления кризисных явлений стабилизационные программы являются приоритетным элементом в принятой МВФ стратегии решения валютно-финансовых проблем своих стран – членов. Стабилизационной программой обозначают пакет экономических и правовых мер, принятых МВФ и страной – членом. В него входят: решение МВФ о предоставлении кредитов, составление страной –

членом «письма о намерениях», содержащего основные элементы программы и исполнительные критерии и рекомендации, принятые Фондом в адрес страны.

3. Членами МБРР могут стать только страны – члены МВФ, взявшие на себя определенные уставом обязательства. МБРР – специализированное кредитно-финансовое учреждение ООН. Основан одновременно с МВФ по решению Международной валютно-финансовой конференции в 1944 г. в Бреттон-Вудсе. МБРР называют Всемирным банком. К его группе относятся: МФК, МАР, МИГА и МЦУИС. Уставные цели МБРР – создание благоприятных условий для производительности капитальных вложений, стимулирование международного потока долгосрочных инвестиций, содействие реконструкции и развитию экономики стран – членов, облегчение перевода военной экономики в гражданскую, гарантирование частных иностранных инвестиций.

4. Определяющее значение, в деятельности МВФ и МБРР имеют совместные со странами – членами программы, так называемые, «программы адаптации», которые постепенно становятся важным элементом помощи развивающимся и реформирующимся странам, однако, не основным, как в случае с МВФ. МБРР, прежде всего, старается определить уровень равновесия между программами адаптации и индивидуальными инвестиционными займами, присущими его природе.

5. В последнее время сотрудничество между МБРР и МВФ приобретает весьма важное значение. Из опыта МБРР вытекает, что весьма значительных успехов достигают страны, ранее реализовавшие стабилизационные программы МВФ. Для них займы Банка являются дополнительными. МБРР и МВФ находятся в поиске механизмов координации и согласования процесса адаптации – стабилизационных программ Фонда и программ адаптации Банка. Обе организации являются в значительной степени комплементарными – дополняющими друг друга, что означает взаимное соответствие в структурном строении двух организаций, обеспечивающее взаимодействие. С целью устранения сходных действий, направленных на достижение одной цели, дублирования стабилизационных программ и программ адаптации, а также повышения эффективности этих процессов, этими учреждениями совместно создан институт «рамочных программ». Основной его задачей является достижение Соглашения между страной – членом МБРР и МВФ на реализацию программ с целью преодоления проблем платежного дефицита и ускорения экономического роста. Кроме того, институт «рамочных программ» мобилизует дополнительные средства, которые должны поддерживать реализацию процессов адаптации.

Деятельность МВФ сосредотачивается на макроэкономических аспектах хозяйства и ее инструментах, то есть государственных расходах, ценовой политике, деньгах и кредите, процентной ставке и валютных курсах. МБРР со своей стороны занимается стратегией развития, секторными и проектными инвестициями, программами адаптации, политикой размещения ресурсов как государственного сектора, так и частного сектора, приоритетами в государственных расходах.

6. Банк международных расчетов является старейшей международной финансовой организацией. Его штаб-квартира находится в Базеле. Он был основан в 1930 г., прежде всего, с целью осуществления немецких репарационных платежей после Первой мировой войны. Однако, эта задача потеряла свою актуальность уже в 1931 г. вследствие воздержания Германии исполнения от принятых на себя обязательств на неопределенный срок. В настоящее время этот банк, будучи банком центральных банков, имеет своей целью поддерживать сотрудничество центральных банков и выполнять задачи по поручительству в рамках международных соглашений.

7. К региональным финансовым организациям относятся региональные банки и финансовые учреждения, предоставляющие финансовые ресурсы на цели развития, а также закрепления и углубления интеграционных процессов в ряде регионов мировой экономики. ЕБРР является одним из ведущих международных финансовых институтов регионального уровня. Идея создания ЕБРР впервые возникла в октябре 1989 г. Официально он был открыт в 1990 г. и приступил к операциям в апреле 1991 г. Главная его цель – оказание кредитного и финансового содействия странам Центральной и Восточной Европы и бывшего СССР в переходе к рыночной экономике. Основными целями являются предоставление займов, консультационная помощь, осуществление инвестиций в уставные капиталы организаций стран – членов, а также выставление гарантий по кредитам. Эти цели направлены на решение следующих задач: содействие переходу к демократии и рыночной экономике; поощрение частной и предпринимательской деятельности в странах ЦВЕ, СНГ и Прибалтики; финансирование и кредитование различного рода проектов в частном, кооперативном и государственном секторах. В этом отношении важен также опыт формирования и деятельности ЕБРР по составлению экономических программ, правовых механизмов обеспечения их реализации. Изучение этого опыта может удерживать страны СНГ от ошибок и выявить наиболее эффективные пути их экономического развития.

8. Членами МВФ стали все страны СНГ, в том числе Россия. Они обладают в нем равными правами наряду с другими странами – членами.

Они разделяют с ними возложенные на них обязанности. Участие России в системе международных финансовых институтов делает возможным правовое регулирование экономических отношений на территории страны нормами права данных институтов. Опыт развития правового механизма международных финансовых институтов заслуживает изучения не только во имя развития международно-правовой доктрины, но и с позиций его использования при строительстве структур экономического сотрудничества в рамках СНГ и, возможно, при формировании Межгосударственного банка СНГ. Мягкое правовое регулирование в рамках МВФ – МБРР более соответствует реалиям современных отношений на пространстве СНГ. При этом определенное влияние на создание нового механизма межгосударственного экономического сотрудничества могут оказать как концептуальные аспекты формирования системы МВФ и МБРР, так и применяемые ими механизмы правового регулирования межгосударственного экономического развития.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте международные валютно-финансовые организации (специализированные учреждения) системы ООН.
2. Объясните, в чем заключается роль МВФ при кризисных явлениях в странах – членах? Какое значение имеют стабилизационные программы в их решении?
3. Раскройте значение МБРР в поддержке экономического развития стран – членов. Какую роль играют программы адаптации в деятельности МБРР?
4. Каковы цели и принципы функционирования тесно связанных между собой организаций группы Всемирного банка?
5. Расскажите, в чем состоит суть сотрудничества между МБРР и МВФ? На каких принципах формируются рекомендации МБРР и МВФ странам – членам?
6. Почему Банк международных расчетов считается банком центральных банков?
7. Поясните, каковы функции ЕБРР?
8. Какое участие принимают страны СНГ в деятельности международных финансовых институтов? Нужен ли странам СНГ свой Межгосударственный банк?
9. Дайте правовую оценку деятельности международных финансовых институтов.

Глава 6.

Международное движение капитала

Одной из основных форм мирохозяйственных связей является международное движение капитала. Эта форма считается определяющим элементом в функционировании мировой экономики, развитии форм и условий системы мирохозяйственных связей. Международное движение капитала (ввоз и вывоз капитала или коротко – вывоз капитала) – это движение одного из факторов производства, основанное на его исторически сложившемся или приобретенном сосредоточении в отдельных странах; размещение и функционирование относительно избыточных, прежде всего, *финансовых ресурсов (капиталов)* за рубежом с целью их увеличения, то есть систематического извлечения предпринимательской прибыли или ссудного процента в той стране, куда они вывезены. Вкладывая капитал за рубежом, инвестор осуществляет иностранные инвестиции. Международное движение капитала превратилось на протяжении XX в. в такую форму международных экономических отношений, которая по масштабам и последствиям для мировой экономики конкурирует с международной торговлей товарами и услугами, а периодически оно по своей динамике опережало ее.

6.1. Теории международного движения капитала

Теории, концепции и модели, объясняющие причины и характер вывоза капитала, многочисленны. Одни из них ограничиваются отдельными формами международного движения капитала (концепции и модели ТНК, прямых инвестиций, портфельных инвестиций, бегства капитала), другие пытаются охватить вывоз и ввоз капитала в целом (неоклассическая, неокейнсианская, марксистская теории вывоза капитала).

Впервые в мире начал исследовать международное движение капитала англичанин Джон Стюарт Милль. Он исследовал,

прежде всего, два вопроса: воздействие вывоза капитала на внешнюю торговлю и связь международного движения капитала с нормой прибыли и нормой накопления капитала. В первом вопросе, опираясь на теорию сравнительных преимуществ (Д. Рикардо), Милль пришел к выводу, что, предоставляя кредиты зарубежным странам или налаживая там с помощью своего предпринимательского капитала производство экспортных товаров, вывозящая капитал страна содействует расширению своей внешней торговли. Широкое кредитование экспорта разумно, если платежеспособность иностранных покупателей ограничена, а создание за рубежом производственных мощностей для удовлетворения потребностей капиталэкспортирующей страны снижает в ней дороговизну сырья, полуфабрикатов, дефицита низких по цене готовых изделий.

По второму вопросу Дж.С. Милль отмечал, что капитал движется между странами из-за разницы в норме прибыли, которая в наиболее состоятельных капитализированных странах имеет тенденцию к снижению, как доказывал еще Д. Рикардо. В этом вопросе он предвосхитил ту часть теории соотношения факторов производства Хекшера – Олина, где речь идет о движении капитала как фактора производства. Причем Дж.С. Милль подчеркивал, что колебания в нормах прибыли должен быть существенным, чтобы покрыть еще и риск, который иностранный капитал имеет в чужой стране. По его мнению, «в страны, до сих пор считающиеся варварскими, или такие, как Россия и Турция, где процесс цивилизации лишь начинается, капитал мигрирует только при перспективе получения очень высокой сверхприбыли». При этом он выдвинул идею, до сих пор разделяемую неоклассической и марксистской теориями вывоза капитала, что инвестирование капитала за рубежом противодействует тенденции понижения нормы прибыли в стране – экспортере капитала и тормозит рост избыточного, с позиции прибыльного размещения, капитала. Перенакопление же капитала, то есть в виде избыточных производственных мощностей и запасов товаров, избыточной рабочей силы, весьма низкого ссудного процента по кредитам, представляет собой угрозу для экономического кругооборота.

Идеи Милля, концепция факторов производства (экономических факторов) французского экономиста Ж.-Б. Сэя, положения маржинализма о предельной производительности экономических факторов и труды английских исследователей вы-

воза капитала конца XIX – начала XX в. Дж. А. Гобсона и Дж. Кейнса способствовали появлению главной неоклассической теории международного движения капитала – теории соотношения факторов производства шведов Э. Хекшера и Б. Олина. В то же время, эта теория, наряду с международной торговлей, частично посвящена международному движению капитала. Так, Э. Хекшер сформулировал тезис о тенденции к международному равновесию цен на факторы производства. Эта тенденция движется как косвенным путем, то есть – через международную торговлю, так и прямым – через международное движение факторов производства, чья стоимость и количественное соотношение в разных странах неодинаковы. Б. Олин же доказал, что международное движение факторов производства объясняется неодинаковым спросом на них в разных странах. Они движутся оттуда, где их предельная производительность низка, туда, где она высока. Для капитала, то есть для капитала в ссудной форме, предельная производительность определяется процентной ставкой (ссудным процентом), разница в которой регулирует движение капитала. Но при этом Б. Олин указывал на многочисленные дополнительные моменты, которые воздействуют на международное движение капитала: таможенные барьеры, что мешают ввозу товаров и тем самым подталкивают зарубежных поставщиков на ввоз капитала для проникновения на рынок; стремление фирм к гарантированным источникам сырья, а также к географической диверсификации капиталовложений, политические разногласия или близость между странами (в качестве стимула для притока капитала из Франции в дореволюционную Россию он приводит пример их политического союза с конца XIX в.); вывоз капитала в целях ухода от высокого налогообложения и при резком снижении безопасности инвестирования на родине. Наконец, он проводит разницу между экспортом долгосрочного и краткосрочного капитала (последний, по его мнению, носит обычно спекулятивный характер), между которыми расположен вывоз экспортных кредитов.

Австрийцы Рагнар Нурксе и Готфрид Хаберлер (эмигрировавшие в США), датчанин Карл Иверсен довершили формирование неоклассического направления в теории международного движения капитала. Так, Р. Нурксе создал различные теоретические модели международного движения капитала, связывая в них производство, внешнюю торговлю, спрос и предложение

капитала внутри страны, его вывоз и ввоз. Он сформулировал взаимосвязь между вывозом капитала и движением мировой цены, суть которой состоит в ограничении на ввоз иностранного капитала, побуждающие страны – экспортеры сырья увеличивать его вывоз для компенсации нехватки иностранной валюты. Но это ведет к снижению мировой цены на сырье и ухудшению экономического положения этих стран, а в результате уменьшается их способность привлекать иностранный капитал.

Неокейнсианская же теория проявляет особый интерес к связи движения капитала и состояния платежного баланса страны. Еще швейцарский экономист XIX в. Леон Вальрас указывал на то, что в стране дисбаланс внешней торговли должен компенсироваться движением капитала и если внешнеторговый баланс отрицателен, то нужно ввозить капитал, и наоборот. Подобной точки зрения придерживался и основатель неоклассического направления англичанин Альфред Маршалл.

А вот Джон Мейнрад Кейнс исходил из того, что само международное движение капитала возникает из неравновесия платежных балансов разных стран. В полемике с Б. Олином он подчеркивал, что вывоз капитала из страны осуществляется, когда экспорт товаров превышает их импорт, а при нарушении этого правила необходимо вмешательство государства. В отличие от неоклассиков Дж.М. Кейнс считал, что вывоз капитала при некоторых обстоятельствах может быть выгоден фирме, но не национальной экономике в целом.

В экономико-математической модели влияния экспорта и импорта капитала на динамику национального дохода американский неокейнсианец Фриц Махлуп продемонстрировал, что в стране – экспортере капитала сокращение национального дохода вследствие уменьшения потенциальных отечественных инвестиций может компенсироваться товарным экспортом, стимулированным вывозом капитала. Он добавил в неокейнсианскую теорию международного движения капитала ряд важных положений:

– если у страны сальдо текущего платежного баланса положительное, то вывоз капитала балансирует превышение экспорта товаров над их импортом, давая возможность странам – покупателям ее товаров увеличивать закупки, компенсируя это ввозом капитала, и в результате национальный доход страны – экспортера капитала в целом увеличивается из-за дальнейшего роста товарного экспорта;

— влияние ввоза капитала на внутриэкономическую ситуацию в стране — импортеру его зависит от форм ввозимого капитала, хотя наиболее благоприятен ввоз прямых инвестиций, так как он связан с ввозом машин, оборудования и технологии, но и ввоз портфельных инвестиций поддерживает активность местного рынка ценных бумаг.

Англичанин Рой Харрод же в своей модели «экономической динамики» подчеркивал, что, чем ниже темпы экономического роста страны, богатой капиталом, тем сильнее тенденция к вывозу капитала из нее. А американский экономист Евсей Домар (выходец из России) уточнил, что вывоз капитала зависит от того, как темпы переводимых в страну доходов от зарубежных инвестиций соотносятся с темпами роста отечественных инвестиций. Если последние растут быстрее первых, то торговый баланс положительный (ведь приток инвестиционных доходов из-за рубежа часто стимулирует импорт или вообще происходит в форме ввоза импортных товаров) и, наоборот. Модели Р. Харрода и Е. Домара служат исходной позицией многих современных динамических моделей вывоза капитала.

Карл Маркс обосновывал вывоз капитала его избытком в капиталозэкспортирующей стране. Под избытком капитала он, вслед за Дж.С. Миллем, понимал такой капитал, применение которого в стране вело бы к понижению нормы прибыли. Избыточный капитал выступает в товарной, производительной (избыточные производственные мощности и рабочая сила) и денежной формах. Через экспорт товаров, услуг, капитала этот избыток (как реальный, так и потенциальный) вывозится за рубеж. Возможности для вывоза капитала в крупных масштабах появляются после втягивания большинства стран в орбиту мирового капитализма и создания в них предварительных условий и, прежде всего, производственной инфраструктуры, хотя часто сам иностранный капитал и создает эту инфраструктуру.

Таковы основные идеи вышеуказанных известных экономистов по поводу международного движения капитала в целом. Однако, ни одно из выше изложенных направлений экономической мысли не смогло выдвинуть теорию или концепцию, удовлетворительно объясняющие одновременное существование различных форм и видов вывоза и ввоза капитала.

6.2. Основные причины вывоза капитала

Движение капитала значительно отличается от движения товаров. Вывоз капитала – зарубежное инвестирование, представляет собой процесс изъятия части капитала из национального оборота в данной стране и перемещение его в товарной и преимущественно денежной форме в производственный процесс и обращение в других странах. На начальном этапе вывоз капитала был характерен для незначительного числа индустриально развитых стран, осуществляющих экспорт капитала на окраины мировой экономики. Развитие мировой экономики значительно расширило границы данного процесса, то есть вывоз капитала становится присущ каждому из динамично развивающихся национальных хозяйств.

Возможность вывоза капитала обуславливается тем, что большинство стран уже вошли в глобализирующуюся мировую экономику, где они взаимодействуют посредством развитой сетью транспортных, информационных и других коммуникаций.

Основной причиной вывоза капитала является его относительный избыток на национальном рынке. В целях получения предпринимательской прибыли или ссудного процента капитал переводится за рубеж. Начиная со второй половины XX в., вывоз капитала постоянно растет. Экспорт капитала опережает по темпам роста как товарный экспорт, так и ВВП индустриально развитых стран. Именно рост межстранового движения капитала стал одним из факторов глобализации мировой экономики на рубеже XX–XXI вв. В этих условиях активизируется его международное перемещение.

Международное перемещение капитала – это встречное движение капиталов между странами, приносящее их владельцам определенный доход. Объективной основой перемещения капитала является растущая *интернационализация и глобализация мировой экономики*.

Причины вывоза капиталов за пределы национальных границ разнообразны. Традиционная марксистская школа считала, что главной причиной этого в эпоху империализма, как справедливо заметил российский ученый В.К. Поспелов, является относительный избыток капитала. Монополии не всегда находят сферы достаточно прибыльного применения капитала в собственной стране. Отмечалось также, что техническая воз-

возможность вывоза капитала практически во все регионы мирохозяйственного пространства появилась с распространением переносимых средств транспорта в конце XIX – начале XX в.

Однако, на рубеже XX–XXI вв. такое объяснение, как утверждает В.К. Поспелов, недостаточно и не вполне адекватно новым историческим условиям. Всемирные научно-технологические сдвиги привели к существенным изменениям в масштабах производства. В экономике индустриально развитых стран сохраняется и развивается сложная иерархия мелких, средних, крупных и гигантских предприятий. В то время как предприятия первых двух категорий сосредоточены преимущественно в национальных границах, а крупные и гигантские предприятия в поисках прибыльного приложения капитала стремятся освоить все мировое экономическое пространство.

При этом, по мнению В.К. Поспелова, достигается экономия на масштабах производства, используется более дешевая квалифицированная рабочая сила, решаются проблемы неодинаковой обеспеченности различных регионов и стран природными ресурсами, осуществляется проникновение на рынки стран, проводящих политику ограничения иностранного капитала, укрепляются позиции фирм на существующих и потенциальных рынках сбыта продукции. Быть крупной компанией и замыкаться в национальных границах в современных условиях означает, как правило, «утрату темпа движения» и, следовательно, ухудшение позиций в конкурентной борьбе.

Другими причинами вывоза капитала являются:

– несовпадение спроса на капитал и его предложение в различных структурах мировой экономики;

– появление возможности освоения национальных товарных рынков. При этом капитал экспортируется для того, чтобы провоцировать экспорт товаров, стимулировать спрос на собственную продукцию. В этих целях осваиваются имеющиеся рынки, более того формируются новые рынки;

– стремление ТНК использовать различия между странами на уровне издержек производства;

– наличие в странах, куда экспортируется капитал, более дешевого сырья и рабочей силы и стремление других стран получить свободный доступ к источникам сырья, получение преимуществ, связанных с использованием рабочей силы (высококвалифицированной), развитой производственной и социальной инфраструктуры;

– устойчивая политическая обстановка и в целом благоприятная инвестиционная атмосфера в принимающей стране, льготный инвестиционный режим в свободных экономических зонах;

– улучшение конъюнктурных условий предпринимательства;
– более низкие экологические стандарты в принимающей капитале стране.

Вывоз капитала играет различную роль для экспортирующих и импортирующих его стран. Принято считать, что вывоз капитала несколько сдерживает экономическое развитие экспортирующей страны, но является эффективным средством расширения сферы влияния на ее внешнюю торговлю. Вместе с тем, ввоз капитала ускоряет экономическое развитие принимающих его стран.

В современных условиях перемещение капитала способствует разрешению некоторых экономических противоречий. Например, преодолеваются проблемы внутреннего производства, ограниченности ресурсов и их эффективного использования, расширяется товарный экспорт, меняется роль и место ТНК, значительная часть национального хозяйства включается в интернациональный воспроизводственный процесс, ускоряются темпы НТП.

6.3. Основные формы вывоза капитала

Масштабы международного движения капитала исчисляются весьма значительными суммами, триллионами долларов. Отчасти такие внушительные масштабы объясняются разнообразием форм экспорта и импорта капитала. По характеру использования капитал может быть *предпринимательским* и *ссудным*, а по форме собственности, то есть по источникам происхождения – *государственным* и *частным*.

Государственный капитал состоит из средств государственного бюджета, которые передвигаются за рубеж или принимаются отсюда по решению непосредственно национальных правительств или международных финансовых учреждений и организаций. По формам они разделяются на государственные займы, ссуды, гранты (дары), помощь, международное движение которых определяется межправительственными соглашениями. К ним также относятся кредиты и другие средства международных организаций, например, кредиты МВФ. Основу

этих средств составляют деньги налогоплательщиков. Доминирующей формой вывоза капитала являются международные займы.

Частный капитал составляют средства негосударственных источников, перемещающиеся за рубеж или принимаемые оттуда частными, то есть юридическими или физическими лицами. К этим средствам относятся инвестиции, торговые кредиты, межбанковское кредитование. Несмотря, что они имеют частный характер, национальное правительство их перемещения старается держать под контролем и может регулировать в рамках своей компетенции. Однако, в практической деятельности существуют различные своеобразные методы превращения государственных денежных средств в частные инвестиции. В вывозе частного капитала преобладает вывоз предпринимательского капитала. В основном его вывозят крупные промышленные компании и банки.

Что касается *ссудного капитала*, то он означает предоставление средств займа с целью получения процента. В этих целях активно используется как частный, так и государственный капитал. Вывоз ссудного капитала осуществляется в виде международных займов, кредитов, банковских депозитов, перечисления средств на счета иностранных финансовых институтов. По срокам вывоз ссудного капитала делится на краткосрочный, среднесрочный и долгосрочный. К первой группе относятся вклады в иностранных банках до одного года, ко второй – более одного года, причем наиболее значимые капиталовложения. К долгосрочной (третьей) группе относятся все вложения предпринимательского капитала в форме прямых и портфельных инвестиций (преимущественно частные инвестиции), а также ссудный капитал (государственные кредиты).

А вот *предпринимательский капитал* прямо или косвенно вкладывается в производство и связан с приобретением разного объема прав на получение прибыли в форме дивиденда. Здесь чаще всего выступает частный капитал. Вывоз предпринимательского капитала осуществляется за счет строительства зарубежных собственных или на паях предприятий, через приобретение ими контрольного пакета или части акций действующих предприятий, путем открытия за рубежом своих филиалов или дочерних компаний. В зависимости от контроля за международными капиталовложениями в иностранные предприятия различают два вида предпринимательского капитала –

прямые инвестиции и портфельные инвестиции, которых традиционно относят к предпринимательскому капиталу. Под зарубежными инвестициями в целом понимается такое перемещение капитала, которое преследует цель установления контроля и участия в управлении компаний в стране, принимающей данный капитал.

Заметим, ссудный капитал отличается от предпринимательского капитала тем, что при вывозе последнего инвестор получает прибыль, а при выдаче первого – процент.

6.3.1. Прямые инвестиции

К прямым инвестициям относят те капиталовложения, которые позволяют инвестору непосредственно участвовать в управленческом контроле над деятельностью объекта вложения. Прямые инвестиции подразумевают долгосрочные связи, а их владелец часто называется стратегическим инвестором. Предприятия, в которых присутствуют зарубежные прямые инвестиции, называются иностранными филиалами, разделяя их по степени контроля со стороны зарубежной родительской компании на:

– *отделения или филиалы*, которые полностью или частично принадлежат зарубежному инвестору и являются его представительством с целью осуществления коммерческих операций, хозяйственным обществом (товариществом) и т.д. Чаще всего это закупочно-сбытовые предприятия со складами и сервисным обслуживанием, строительные и добывающие предприятия;

– *ассоциированные компании*, в которых зарубежному инвестору принадлежит от 10 до 50% акций (паев) с правом голоса;

– *дочерние компании*, в которых зарубежному инвестору принадлежит более 50% акций (паев) с правом голоса. Инвестор имеет право назначать или снять (сместить) большинство членов административного, исполнительного или наблюдательного органа⁵.

Прямые зарубежные инвестиции включают в себя первоначальное приобретение инвестором собственности за границей, а также все последующие сделки между инвестором и предприятием, куда вложен его капитал. В состав прямых зарубежных инвестиций входят:

– вложение компаниями за границу собственного капитала – капитал филиалов и доля в уставном капитале дочерних и ассоциированных компаний, в том числе совместных предприятий;

– реинвестирование прибыли – доля прямого инвестора в доходах предприятия с зарубежными инвестициями, нераспределенная в качестве дивидендов и не переведенная прямо инвестору;

– внутрикорпорационные переводы капитала в форме кредитов и займов между прямым инвестором, с одной стороны, и дочерними, ассоциированными компаниями и отделениями, в том числе филиалами – с другой стороны.

6.3.2. Портфельные инвестиции

К портфельным инвестициям относят такие вложения в иностранные ценные бумаги, которые не предоставляют инвестору права непосредственно участвовать в управленческом контроле над деятельностью объекта вложения. На практике это одиночные акции или их небольшие пакеты, частные и государственные облигации, векселя и другие долговые обязательства в виде ценных бумаг. Инвесторы могут получить прибыль лишь в соответствии с установленными правилами о ценных бумагах.

Формирование портфеля проводится путем приобретения ценных бумаг и других активов. *Портфель* – комплекс собранных в целую систему различных инвестиционных ценностей, являющихся инструментом для достижения конкретной инвестиционной цели вкладчика. В портфеле можно содержать ценные бумаги одного типа – акции или различные инвестиционные ценности, то есть акции, облигации, сберегательные и депозитные сертификаты, залоговые свидетельства, страховые полисы и др.

Портфельные инвестиции являются важным источником привлечения иностранного капитала для финансирования облигационных займов, выпускаемых крупнейшими корпорациями, центральными (национальными и частными, в том числе коммерческими) банками. Посредниками в осуществлении зарубежных портфельных инвестиций выступают, как правило, крупные инвестиционные банки.

На движение портфельных инвестиций значительное влияние оказывает разница в норме процентных ставок, выплачиваемых по облигациям в отдельных странах.

Существенное отличие прямого инвестирования от портфельного инвестирования состоит в том, что портфельный инвестор, как правило, не стремится заполучить управление объектом вложения.

В послевоенный период в структуре экспорта капитала произошли определенные изменения, отразившие особенности развития мировой экономики. Существенно важным из них является резкий рост международных кредитов в 70–80-х годах и формирование мировой кредитно-финансовой сферы капитала. Заметно возросло значение ссудного капитала.

Мировой рынок капитала, через которого проходят подавляющая часть международного движения капитала, а также значительная часть международных расчетов, в том числе валютно-расчетные отношения. Мировой рынок капитала в широком смысле – совокупность национальных рынков капитала, в узком смысле – только тех частей их, где совершается торговля финансовыми активами между резидентами одной страны. В данной работе термин «мировой рынок капитала» используется преимущественно в узком значении. Хотя разница между узким и широким определениями становится все меньше, поскольку национальные рынки капитала все больше интернационализируются и глобализируются.

На мировом рынке капитала принимают участие ТНК, транснациональные банки, в том числе отдельные коммерческие банки, институциональные инвесторы, а также различные государственные органы и международные организации.

6.4. Оффшорные финансовые центры

Важным явлением в мировой экономике, особой формой международных экономических отношений во второй половине XX столетия стали свободные экономические зоны. В системе мирохозяйственных связей свободные экономические зоны предстают как фактор ускоренного экономического роста за счет активизации международного товарооборота, подвижности инвестиций, обмена технологиями, информацией, углубления интеграционных экономических процессов.

К совокупности условий, способствующих росту международного движения капиталов, а также либерализации международного перемещения товаров и услуг, относятся создание и функционирование свободных экономических зон. Действи-

тельно, в мировой экономике присутствуют анклавные, в которых международное движение капитала, перемещение товаров и услуг имеют ярко выраженную отличительную особенность. Появление зон с особым экономическим статусом стало одной из характерных черт мировой экономики в последние несколько десятилетий.

Свободные или специальные (особые) экономические зоны (СЭЗ), будучи важным институтом мировой экономики, являются составной экономической частью территорий национальных хозяйств с особыми льготными, например, внешнеэкономическими, таможенными, инвестиционными, валютно-финансовыми и налоговыми режимами, поощряющими экономическую, в частности, производственно-коммерческую и предпринимательскую деятельность зарубежных участников, привлечение внешних инвестиций и передовых иностранных технологий.

Среди распространенных на мирохозяйственном пространстве свободных экономических зон выделяются такие разновидности (формы), как *оффшорные зоны*, которые стали формироваться в 70-е годы XX в. В отличие от СЭЗ при создании оффшорных зон не ставится целью привлечение иностранного капитала в местное производство. Они создаются на небольших территориях с немногочисленным населением, где отсутствуют природные ресурсы для организации производства. Оффшорные зоны получают доходы от услуг по регистрации на своих территориях компаний зарубежных стран.

Глобализация мировой экономики, наиболее ярко проявившаяся в финансовой сфере, по-новому преподнесла проблему оффшорных зон. Под *оффшорной зоной* или *оффшорным финансовым центром* понимается территория или страна, чье законодательство разрешает регистрацию и функционирование оффшорных компаний, деятельность которых основана на извлечении прибыли из источников, расположенных за пределами страны или территорий их регистрации.

Среди оффшорных компаний выделяются:

а) *компании холдингового типа*, к которым относятся оперативно-холдинговые компании, компании по владению недвижимостью, судами и объектами интеллектуальной собственности.

б) *торгово-посреднические* экспортно-импортные, закупочные и дистрибьюторские фирмы.

в) *компании финансового профиля* оффшорные банки, фи-

нансовые посреднические компании (частные банки), страховые компании.

В последнее время в оффшорной практике получили распространение инвестиционные структуры типа оффшорных взаимных фондов, инвестиционных компаний и международных трастов.

Главной особенностью оффшорных зон является отсутствие налогов или крайне низкий уровень налогообложения иностранных компаний и личных доходов работающих в них. Здесь существует упрощенный порядок регистрации иностранных компаний, позволяющий им учредиться в них за короткий срок. Компании, зарегистрированные в оффшорных зонах, могут открывать счета в любых странах мира и в разных валютах. Уровень участия иностранного капитала в компаниях не ограничивается. Во многих оффшорных зонах компании не должны представлять свои бухгалтерские отчеты в налоговые органы, налог платят в фиксированной сумме.

Оффшорные зоны привлекают клиентов благоприятным валютно-финансовым режимом, высоким уровнем банковской и коммерческой доверительности, верностью действующим законам органов власти (иногда только формальной, внешней).

В настоящее время в мире существует, примерно, около 100 устойчивых и комплексных оффшорных центров. В них насчитывается, приблизительно, 3 млн оффшорных компаний, в том числе, примерно, 60 тыс. российских. Наиболее известные из них расположены *в странах Европы* – Гибралтар, Лихтенштейн, Андорра, Монако, Ирландия, Швейцария, острова Джерси, Кипр, Мальта, Мадейра; *Центральной Америки* – Панама, Коста-Рика, Бермудские, Каймановы, Виргинские и Багамские острова, Барбадос, Антигуа; *Африки* – Либерия, Маврикий; *Океании* – острова Фиджи, Западное Самоа; *Юго-Восточной Азии* – Гонконг, остров Лубуан (Малайзия), Делавер, Вайоминг, Сингапур; *Ближнего Востока* – Бахрейн, Ливан. По оценке, в них размещено около 5 трлн долл. финансовых ресурсов, в том числе 100 млрд долл. российского происхождения.

В последние годы оффшорные зоны появились в Израиле, Малайзии, Мальте. Промышленные, торговые и банковские компании в этих зонах не подлежат налогообложению, как, например, в Ирландии, Либерии, или же облагаются весьма незначительным налогом. Льготный режим в оффшорных зонах

определяется также отсутствием валютных ограничений, свободным вывозом прибылей, низким уровнем капитала, а также отсутствием таможенных пошлин и сборов для иностранного инвестора, экстерриториальностью (подчинение законам собственного государства и полная неприкосновенность юрисдикцией зарубежного государства) и другими привилегиями.

Для стран, создающих оффшорные зоны, выгода состоит в привлечении дополнительных иностранных инвестиций, увеличении доходов, создании дополнительных рабочих мест. Оффшорный бизнес сосредотачивается в банковской сфере, страховом деле, морском судоходстве, операциях с недвижимостью в трастовой деятельности, во всех видах экспортно-импортных операций в консалтинге.

В настоящее время оценка деятельности оффшорных зон, их места и роли в мировой экономике в целом неоднозначно. С одной стороны, в их создании и функционировании проявляются всеобщие глобальные тенденции либерализации внешнеэкономической деятельности в условиях глобализации мировой экономики, с другой, – именно здесь осуществляется значительная часть операций по «отмыванию грязных денег», проводятся банковские аферы и т.д.

В контексте вышеизложенного следует отметить, что свободные экономические зоны превратились в один из важных факторов развития национальных хозяйств и системы мирохозяйственных связей.

Выводы к главе 6

1. Международное движение капитала – это перемещение и функционирование относительно избыточных финансовых ресурсов (капитала) с целью их самовозрастания, то есть систематического получения значительной прибыли в той стране, куда они вывезены. Международное движение капитала осуществляется в масштабах, исчисляемых весьма значительными суммами (триллионами долларов), и принимает различные формы. Распространено деление вывоза капитала на ссудную и предпринимательскую формы, а в последней выделяют прямые инвестиции и портфельные инвестиции. Вывозится не только частный и государственный, но и капитал международных организаций. Вывоз капитала происходит в легальной и нелегальной формах. Последняя составляет основу бегства капита-

ла. Основной причиной бегства капитала является не столько получение прибыли за рубежом и завоевание иностранных рынков, сколько менее благоприятный инвестиционный климат в стране – экспортере капитала или же нелегальное его происхождение.

2. В структуре данного фактора производства происходит сдвиг в сторону портфельных инвестиций, которые в 90-е годы превратились в главный вид иностранных инвестиций в мире. Однако, последние финансовые кризисы еще раз показали существенную зависимость объема и географии портфельных инвестиций от экономической конъюнктуры в стране их приложения. Наиболее привлекательны для стран – импортеров капитала прямые инвестиции. В их числе растет доля развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

3. Главной особенностью оффшорных зон является отсутствие налогов или крайне низкий уровень налогообложения иностранных компаний и личных доходов работающих в них. Здесь существует упрощенный порядок регистрации иностранных компаний, позволяющий им учредиться в них за короткий срок. Компании, зарегистрированные в оффшорных зонах, могут открывать счета в любых странах мира и в разных валютах. Уровень участия иностранного капитала в компаниях не ограничивается. Во многих оффшорных зонах компании не должны представлять свои бухгалтерские отчеты в налоговые органы, налог платят в фиксированной сумме.

Оффшорные зоны привлекают клиентов благоприятным валютно-финансовым режимом, высоким уровнем банковской и коммерческой доверительности, верностью действующим законам органов власти (иногда только формальной, внешней).

Контрольные вопросы

1. Раскройте сущность и формы международного движения капитала.
2. Что является основной причиной вывоза капитала?
3. Объясните суть прямых и портфельных инвестиций.
4. Что понимается под оффшорным финансовым центром?
5. Расскажите какова главная особенность оффшорных финансовых центров?

Глава 7.

Финансовые ресурсы мировой экономики

Под *финансовыми ресурсами*, в широком смысле, понимается *совокупность финансовых ресурсов всех стран, международных организаций, финансовых центров мира, в том числе фондовых рынков, обслуживающих мирохозяйственные процессы*, а в узком смысле – то, что только те финансовые ресурсы, которые используются в мирохозяйственных связях, то есть в отношениях между резидентами и нерезидентами. Граница между широким и узким определениями все больше становится прозрачной по мере глобализации финансовых ресурсов мировой экономики.

Финансовые ресурсы принадлежат частным лицам, хозяйствующим субъектам, национальным и международным организациям, государствам. Финансовые ресурсы неравномерно распределены между странами и регионами мира и поэтому они регулярно перемещаются между ними. Это перемещение финансовых активов, как мы уже отметили в предыдущей главе, принимает форму *международного движения капитала*. Одновременно определенная часть финансовых ресурсов задействована в обслуживании платежей, возникающих в ходе международной торговли товарами и услугами, передачи технологии (знаний) и миграции рабочей силы. Это движение финансовых активов приобретает форму *международных валютно-расчетных отношений*. Подобное разделение перемещения финансовых ресурсов на две формы международных экономических отношений во многом условно и применяется, скорее всего, для аналитических целей. На практике это выглядит как финансовые (денежные) потоки через национальные границы.

7.1. Сущность мирового финансового рынка (мирового рынка капитала)

Глобализация мировой экономики требует постоянного притока финансовых средств, выходящих за пределы нацио-

нальных границ. На этой основе интенсивно развивается глобализация мирового финансового рынка. Приоритетное направление развития в этой сфере определяется в формировании мирового финансового рынка за счет переплетения и взаимодополнения национальных рынков. Результатом этого процесса служит возникновение и развитие единого мирового финансового рынка с развитой структурой, включающей в себя такие важные подразделения, как кредитный рынок, валютный рынок, рынок деривативов, рынок акций, рынок страховых услуг. Эти рынки подразделяются на еще более узкие как, например, кредитный рынок на рынок долговых ценных бумаг и рынок банковских кредитов. Часто все операции с финансовыми активами в виде ценных бумаг объединяют в фондовый рынок ценных бумаг и др.

С точки зрения сроков обращения финансовых активов мировой финансовый рынок можно разделить на денежный рынок (краткосрочный) и рынок капитала (долгосрочный). Краткосрочный характер значительной части мирового финансового рынка делает его подверженным приливам и отливам финансовых средств. Более того, существуют финансовые активы, которые нацелены на пребывание на денежном рынке с одной только целью – это получение максимальной прибыли, в том числе за счет целенаправленных спекулятивных операций на денежном рынке. Подобные финансовые средства часто называют «горячими деньгами». В период финансового бума они особенно активно перетекают между финансовыми центрами, а также между этими центрами и периферией, а в периоды финансовых кризисов и в их преддверии быстро возвращаются обратно.

Мировой финансовый рынок (мировой рынок капитала) представляет совокупность финансово-кредитных организаций, которые в качестве посредников перераспределяют финансовые активы между кредиторами и заемщиками, продавцами и покупателями финансовых ресурсов.

Главными агентами мирового финансового рынка являются транснациональные банки, ТНК и институциональные инвесторы, а также государственные органы и международные организации, которые важную роль играют в осуществлении размещения или предоставлении своих займов за рубежом.

Кроме того, на мировом рынке капитала действуют физические лица, но в основном опосредованно, преимущественно через институциональных инвесторов, к числу которых отно-

сятся пенсионные фонды, страховые компании, а также инвестиционные совместные фонды. О величине *их активов* свидетельствует тот факт, что в США она значительно превышает величину всего ВВП, а в ЕС – приближается к величине общего ВВП. Значительная часть активов вложена в различные ценные бумаги, включая иностранного происхождения. А страховые компании, из-за значительной величины временно свободных средств, позволяют достаточную активность в покупке ценных бумаг.

Ускорение развития мирового финансового рынка проявляется, в частности, в росте международных кредитов в деятельности банков. По оценке экспертов Базельского Банка международных расчетов, в настоящее время, примерно, 1/3 кредитов банков мира имеет международный характер. Еще более крупные изменения происходят в развитии валютного рынка, о чем свидетельствует значительный рост операций на нем. Показателем роста единого мирового финансового рынка служат также существенные изменения в эволюции фондового рынка.

Причина ускоренного развития международных финансов на современном этапе заключается в глобализации мировой экономики. Общей основой этого процесса является всестороннее развитие интернационализации мировой экономики, растущая зрелость ее форм и все более широкий охват стран, а также всех хозяйственных звеньев и секторов. Мировозхозяйственное пространство становится более единым и глобальным. А международные финансы, обслуживающие этот процесс, призваны опережать его, спонсируя и обеспечивая экономические связи.

Подобные тенденции оптимально проявляются на уровне международных экономических отношений, в частности во внешнеторговых связях. В этом контексте достаточно вспомнить такие факты, как значительный рост мирового товарооборота в настоящее время по сравнению, например, с серединой XIX в., или трехкратное превышение темпов роста торговли по сравнению с показателями производства в последние десятилетия. А за этими процессами стоят растущие платежи и все большее значение финансовых связей между странами.

К обслуживанию платежей, возникающих в ходе международной торговли товарами, надо добавить также торговлю услугами, операции, необходимые для передачи знаний и технологий, торговлю патентами, валютно-расчетные отношения, связанные с миграциями рабочей силы. Компонентом мирового финансово-

го рынка является и международное движение капиталов. А капиталопотоки между странами в период развития процесса глобализации резко увеличиваются.

При характеристике причин роста значения международных финансов необходимо отметить роль транснационализации капитала. Деятельность ТНК, с одной стороны, является одной из важнейших причин расширения финансовых отношений между странами, их потребности лежат в основе развития единого мирового финансового рынка. Учитывая роль ТНК в торговле, экспорте капитала и во всех других сферах мировой экономики, они являются основным «потребителем» финансовых ресурсов. А с другой стороны, ТНК является активным организатором международных финансовых связей, в частности, валютных отношений. Они играют важную роль в управлении золотовалютными резервами, будучи их крупнейшими собственниками.

Международные организации, прежде всего, МВФ и группа Всемирного банка как непосредственные участники международных финансовых отношений и органы, регулирующие их, также имеют огромное значение в развитии мирового финансового рынка.

Существенное воздействие на формирование единого мирового финансового рынка оказывают политические процессы и, прежде всего, экспансионистская политика США. Их властные структуры, используя ослабление в результате Второй мировой войны своих ведущих конкурентов, развернули политическую и экономическую экспансию. С помощью «Плана Маршалла» они в послевоенные годы усилили свои позиции в Европе, способствовали развитию интеграционных процессов различного характера. «Холодная война» и противостояние двух политических систем послужили им стимулом создания около 1 тыс. военных баз, расположенных во многих регионах мира. Их содержание потребовало значительных финансовых расходов. Приток американской валюты означал начало важного этапа в развитии процесса долларизации мировой экономики. Однако, этому процессу со стороны других ведущих валют западноевропейских стран было оказано определенное сопротивление, результатом чему является возникновение новой валюты – евро.

Кроме всего этого, заметим, границы между различными сегментами мирового финансового рынка прозрачны, и без особых затруднений возможна переориентация значительной части финансовых ресурсов мира с одних его частей на другие.

В результате, например, усиливается взаимосвязь между валютными курсами, банковским процентом и курсом акций в развитых странах. Все это приводит к тому, что финансовый рынок мира нестабилен, который нарастает. В то же время, когда растет глобализация финансовых ресурсов мира, потрясения на одних финансовых рынках все больше сказываются на финансовых рынках других стран. Масштабный отток краткосрочного капитала способен спровоцировать финансовый кризис во многих странах. Это продемонстрировал финансовый кризисы в мире.

7.2. Механизм мирового финансового рынка

7.2.1. Финансовые центры мира

Наиболее активно перелив финансовых ресурсов осуществляется в *финансовых центрах мира*. К ним относят те места в мире, где торговля финансовыми активами между резидентами разных стран имеет особенно большие масштабы. Это, прежде всего, Нью-Йорк и Чикаго – в США; Лондон, Франкфурт, Париж, Цюрих, Женева, Люксембург – в Европе; Токио, Сингапур, Гонконг, Бахрейн – в Азии. В будущем финансовыми центрами мира могут стать и нынешние региональные центры – Кейптаун, Сан-Паулу, Шанхай и др. В финансовые центры мира уже превратились некоторые оффшорные центры, прежде всего, в бассейне Карибского моря – Панама, Бермудские, Багамские, Каймановы, Антильские и другие острова.

В финансовых центрах мира сосредоточена основная масса активов мирового финансового рынка. Это не только капитал страны базирования финансового центра, но и привлеченный сюда из других регионов мира капитал. Особенно это характерно для тех финансовых центров, которые расположены в небольших странах. Потеряв часто свой национальный характер, этот космополитизированный капитал считает «своим домом» международные финансовые центры. Отсюда он в годы благоприятной мировой хозяйственной конъюнктуры устремляется не только в страны базирования таких центров, но и на периферию мирового финансового рынка.

К подобной периферии можно отнести развивающиеся страны и страны с переходной экономикой, а отчасти страны, недавно ставшие развитыми. Рынки капитала этих стран называют формирующимися, или нарождающимися рынками (*emerging markets*), в от-

личие от рынков капитала в развитых странах (mature markets), так называемых, зрелых рынков.

Крупнейшими из формирующихся рынков капитала, если судить по размерам капитализации акций, облигаций и объему банковских кредитов за 2003 г., являются в Европе рынки Польши, Чехии, России, в Азии – Индии, Индонезии, Южной Кореи, Сингапура, Малайзии, Тайваня, Филиппин, Турции и особенно Китая с Гонконгом, в Африке – Южно-Африканской Республики, в Латинской Америке – Бразилии, Мексики. Величина рынков невелика, но колебания конъюнктуры и другие риски – значительны. Однако, высокий уровень доходности и быстрые темпы роста делают многие из этих рынков привлекательными для иностранных инвесторов.

7.2.2. Мировой валютный рынок

В международных экономических отношениях расчеты в большинстве случаев осуществляются с обменом одной валюты на другую. Подобный обмен происходит обычно на *валютном рынке*. При этом часто одновременно заключаются сделки на будущий обмен валюты (с помощью деривативов, то есть таких финансовых производных инструментов, как валютные фьючерсы, опционы, свопы и др.) в целях хеджирования, то есть снижения рисков от возможного изменения обменных курсов. Все большая часть этих сделок преследует цель просто получить прибыль от их проведения, а не застраховать возможные потери. Подобные сделки называются спекулятивными.

Осуществление в мире огромных объемов платежей в иностранной валюте и еще больших объемов спекулятивных валютных операций с деривативами приводит к тому, что величина валютного рынка весьма велика и продолжает быстро расти. Объем совершающихся здесь сделок приближается к 1,5 трлн долл. в день, а за год – к, примерно, 400 трлн долл.

Главными действующими лицами на валютном рынке и рынке деривативов являются коммерческие банки, действующие не только по поручению своих клиентов, но и самостоятельно, например, для изменения структуры своих активов или получения прибыли от спекулятивных операций, что характерно, например, для российских банков.

Центральные банки также участвуют в деятельности валютных рынков, проводя валютные интервенции на национальных

валютных рынках, то есть продавая или покупая там валюту из государственных золотовалютных резервов. Подобные интервенции проводятся ими для воздействия на экономическую ситуацию в своей стране, но, прежде всего, для регулирования обменного курса. Ведь в большинстве стран этот курс является плавающим, то есть определяется на основе спроса и предложения на национальную и иностранную валюты со стороны участников валютного рынка. Чтобы избежать сильных колебаний спроса и предложения (и соответственно колебаний обменного курса), центральный банк увеличивает или уменьшает этот спрос или же предложение через валютные интервенции.

Торговля валютой и валютными деривативами ведется всюду, но, прежде всего, в финансовых центрах мира. Если судить по всем видам операций по обмену валют, то на первом месте будет Лондон. Если судить по торговле валютными фьючерсами, являющейся самой распространенной операцией по обмену валют, то наибольший объем таких сделок приходится на Чикаго. В России основная масса валютных операций проводится в Москве, прежде всего, на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ).

Хотя в мире можно обменять любую одну валюту на другую (не всегда напрямую, а через третью валюту), однако, обменные операции тяготеют к нескольким валютам мира, которые в данном смысле можно назвать ключевыми. Это, прежде всего, доллар США, на который приходится около половины всех сделок с валютами. Конкурентом доллара становится евро, введенный в ЕС в оборот с 1999 г. Скромнее позиции японской иены, британского фунта стерлинга и швейцарского франка.

Помимо ключевых валют мира существуют региональные ведущие валюты, то есть имеющие распространение в валютно-расчетных отношениях только какого-либо одного региона. В СНГ такой региональной ведущей валютой является российский рубль, в Восточной и Юго-Восточной Азии ею может стать китайский юань (хотя он имеет ограниченную конвертируемость). Но пока в этих регионах во взаимной торговле преобладает доллар США.

7.2.3. Мировой рынок деривативов

Деривативами (финансовыми деривативами) называют те финансовые инструменты, в основе которых лежат другие, более

простые финансовые инструменты – акции, облигации, валюта, контракты. Наиболее распространенными видами деривативов являются опционы (дающие его обладателю право продать или купить определенные акции), свопы (соглашения), фьючерсы (контракты на будущую поставку, в том числе валюты, по зафиксированной в контракте цене).

Рынок деривативов тесно связан с валютным рынком и, прежде всего, на основе обмена на какой-либо срок одной валюты на другую или ценных бумаг в одной валюте на другие. В настоящее время мировой рынок финансовых деривативов оценивается, если исходить из стоимости вращающихся на нем ценных бумаг, примерно, в 300 трлн долл. Основная часть этого рынка приходится на валютные фьючерсы и свопы, преимущественно краткосрочные, хотя есть и долгосрочные.

7.2.4. Мировой кредитный рынок

В силу весьма значительной величины этого рынка его чаще всего рассматривают по частям, анализируя мировой рынок долговых ценных бумаг и мировой рынок банковских кредитов.

Мировой рынок долговых ценных бумаг, где обращаются, прежде всего, такие ценные бумаги, как векселя и облигации (частные и государственные). Примером может быть российский рынок, где на конец 2004 г. вращалось векселей на 5–6 млрд долл., рублевых корпоративных облигаций – на 10 млрд, государственных рублевых облигаций – на 20 млрд, валютных облигаций государственного Внешэкономбанка – на 7 млрд долл., а за границей еще больше – корпоративных еврооблигаций – на 21 млрд, государственных еврооблигаций – на 36 млрд долл. Во всем мире стоимость (капитализация) корпоративных и государственных облигаций в 2004 г. составляла 58 трлн долл., в том числе на формирующих рынках лишь немногим более 3 трлн долл.

На мировом рынке долговых ценных бумаг также заметное место занимают государственные ценные бумаги (общим объемом около 23 трлн долл.). Причем в отличие от развивающихся стран и стран с переходной экономикой рынки государственных ценных бумаг в развитых странах устойчивы в силу большей стабильности экономик этих стран, их бюджетов и величины золотовалютных резервов, хотя и на этих рынках бывают приливы и отливы «горячих денег».

На мировом рынке долговых ценных бумаг на крупные суммы

выпускаются также иностранные облигации, обычно в какой-либо одной зарубежной стране в ее национальной валюте, как, например, в течение десятилетий делало царское правительство во Франции. Выпускаемые так в США иностранные облигации называют Yankee bonds, в Японии – Samourai bonds, в Великобритании – Bulldog bonds, в Швейцарии – Chocolate bonds. В 2004 г. капитализация этих облигаций приближалась к 14 трлн долл. (1/4 всех облигаций в мире), и выпущены они были в основном в евро и долларах.

Мировой рынок банковских кредитов специализируется на различных финансовых ссудах, займах и кредитах. Заемщиками на нем выступают компании, банки, а также правительства разных стран (причем не только центральные, но и региональные и даже муниципалитеты). Кредиторами на этом рынке выступают различные финансово-кредитные организации, преимущественно банки, но не только (например, трасты, фонды). Величина рынка в 2003 г., если ее измерять объемом выданных банками всех стран кредитов своим резидентам, составляла около 65 трлн долл., в том числе в России всего 147 млрд долл.

В мировом рынке банковских кредитов нередко выделяют межбанковский рынок, на котором кредитные организации (в том числе из других стран) размещают друг у друга временно свободные ресурсы, в основном в виде краткосрочных депозитов, а также в виде текущих счетов и ссуд. В России величина всех размещенных нерезидентами (а это преимущественно иностранные банки) в ее коммерческих банках депозитов и текущих счетов невелика и достигала максимум 20 млрд долл. Это связано в том, что инвестиционный климат в российской банковской системе недостаточно благоприятен для иностранных банков-кредиторов, что видно из невысоких международных рейтингов даже ведущих российских банков.

7.2.5. Мировой рынок акций

Его объем составлял, примерно, 39 трлн долл. в 2005 г. Здесь, как и на остальных рынках капитала, доминируют развитые страны (см. таблицу 8). Выпуск акций, как главный источник мобилизации средств на финансовом рынке, характерен не для всех развитых стран. Так, в Германии, во Франции и в Италии компании традиционно предпочитают использовать для этой цели банковские кредиты. Возможно, по этому пути движется и основная масса российских компаний. Поэтому уровень капитализации (ры-

ночной стоимости акций по отношению к ВВП страны) часто не столько говорит об отсталости или продвинутости национального рынка акций, сколько о сложившемся подходе компаний этой страны к мобилизации ресурсов на финансовом рынке.

Таблица 8

**Рыночная капитализация и объем продаж
акций в мире в 2005 г.**

Страны	Рыночная капитализация		Объем продаж акций	
	млрд долл.	% от ВВП*	% от ВВП*	Число местных компаний, акции которых котировались на бирже, шт
Всего	38 904	96,3	97,0	48 874
<i>Зрелые рынки</i>	35 472	117,8	114,0	28 001
В том числе:				
США	16 342	139,4	165,3	5231
ЕС (12 стран еврозоны)	6805	71,6	60,6	5973
Япония	3678	79,6	74,2	3220
<i>Формирующиеся рынки</i>	3432	43,8	26,7	20 873
В том числе:				
Индия	553	56,1	54,8	4763
Индонезия	81	28,4	10,7	335
Малайзия	180	160,6	50,6	1020
Таиланд	124	71,4	67,5	468
Филиппины	40	34,2	4,3	235
ЮАР	565	214,1	76,5	388
Бразилия	474	54,7	16,8	381
Мексика	239	25,4	6,3	151
Южная Корея	718	63,1	94,0	1620
Сингапур	172	160,6	76,1	489
Китай (не включая Гонконг)	781	33,1	38,7	1387
Россия	549	46,1	22,5	296
Польша	94	29,3	6,8	248
Венгрия	33	28,5	12,9	44

* Средневзвешенный показатель

Источник: World Development Indicators. – Washington D.C. The World Bank, 2006.
– P. 266–268.

Неустойчивость фондового рынка в целом особенно характерна для формирующихся рынков, как, впрочем, и для экономики всех этих стран. Примером может быть российский фондовый рынок. Рыночная стоимость обращающихся на нем акций (их капитализация) в конце XX в. увеличилась, примерно, в 4 раза (в долларовом исчислении), а в начале XXI в. снизилась опять же в 4 раза. Во многом это следствие отлива с этого рынка иностранного капитала, который, по разным оценкам, контролировал тогда от 50 до 70% российского рынка акций. Впрочем, и сам предыдущий бурный рост российского фондового рынка базировался на притоке иностранного капитала.

На современном рынке ценных бумаг (то есть фондовом рынке в широком смысле) продаются не только акции и долговые ценные бумаги, но и новые виды ценных бумаг. В основном это такой финансовый дериватив, как депозитарные расписки, то есть свидетельства о владении акциями той или иной компании, выпускаемые для того, чтобы сами акции не пересекали границ и не попадали под связанные с этим ограничения. Для ряда формирующихся рынков с их недостаточными финансовыми возможностями резидентов депозитарные расписки стали очень важным дополнением национального рынка ценных бумаг. В 2004 г. капитализация российского рынка оценивалась в 242 млрд долл., а за границей вращалось еще около 100 млрд долл. депозитарных расписок российских компаний.

7.2.6. Фондовые биржи мира

Не во всех странах они есть. В ряде стран основная часть торговли ценными бумагами осуществляется вне биржи, например, по системам электронных торгов ими, это, прежде всего, система NASDAQ в США, где активно идет процесс секьюритизации, когда ценные бумаги выпускаются под имущественные права или будущие доходы, в том числе новых высокодоходных, но и высокорискованных компаний. Все более заметными участниками фондового рынка и протекающих на нем процессов становятся институциональные инвесторы.

Но, как и прежде, акции большинства крупных, а часто и средних компаний, котируются на фондовых биржах, которых в отдельных странах несколько, например, в Японии – 8, в Индии – 21. Наиболее крупными фондовыми биржами мира являются Нью-Йоркская и Чикагская, Токийская и Осакаская, Лондонская, Франкфуртская, Берлинская, Парижская, Амстердамская, Миланская.

7.2.7. Мировой рынок страховых услуг

Его размер суммы оценивается в 3–4 трлн долл. Это величина ежегодных страховых платежей, так называемых, премий. На мировом рынке страховых услуг действуют фирмы разных размеров, но многие из них являются транснациональными. Примером транснациональной страховой корпорации может быть российский «Ингосстрах» со своими зарубежными филиалами в 7-и странах дальнего и 9-и странах ближнего зарубежья, а также представительствами и бюро во многих других странах. Некоторые страховые компании вообще созданы для обслуживания родительских ТНК.

7.3. Инструменты мирового финансового рынка

Существенные изменения происходят в организации мирового финансового рынка. Традиционно она состояла из двух структурных направлений, включавшие национальные рынки, где совершались операции между местными резидентами, и иностранные как части национальных, где функционировали иностранные или смешанные кредитно-финансовые институты. Общей их чертой являлась регламентация деятельности со стороны государства, где размещались, контроль (часто жесткий) уполномоченных органов публичной власти. Развитие международной финансовой глобализации, рост международных перемещений фондовых ценностей привели к возникновению либеральных международных финансовых рынков (полностью свободных от национального государственного регулирования). По месту их появления за ними закрепился термин «еврорынков» (по аналогии *евровалюта* – это любая валюта, которая депонирована в банке за пределами страны происхождения и находится вне юрисдикции и контроля ее валютных органов).

Первой *еврооблигацией* считается заем, выпущенный в 1957 г. бельгийской компанией «Petrofina». С 1963 г. стали вести систематическую статистику эмиссий европейских ценных бумаг. В 70–90-е годы ежегодный рост выпусков, несмотря на колебания в отдельные периоды, составлял около 20%. В итоге еврорынки превратились в важнейшие центры международных финансовых операций. Объем обязательств, размещенных на них, составляет в настоящее время, по разным оценкам, более 15–20 трлн долл. Структура эмиссий *ев-*

рооблигации, по валюте выпуска характеризуется преобладанием *доллара США* (до 80% в течение ряда лет). Второе место занимало *марка ФРГ*, затем следовал французский *франк*, английский *фунт стерлингов*, канадский *доллар*. С середины 70-х годов стал практиковаться выпуск еврооблигаций в денежных единицах некоторых арабских нефтеэкспортирующих стран – кувейтских *динарах*, *риалах* Саудовской Аравии, *дирахмах* Объединенных Арабских Эмиратов.

По данным, приведенным в журнале «Banker», индивидуальные инвесторы владеют 50–60% всех еврооблигаций. Банки, принимающие участие в эмиссиях, оставляют у себя, примерно, 15% выпускаемых облигаций, 25% оседает в портфелях разнообразных институциональных инвесторов. По мере роста рынка еврооблигаций международная торговля ценными бумагами зарубежных заемщиков принимает многосторонний характер. Этот процесс усиливает взаимосвязь национальных рынков фондовых ценностей, и они имеют международный характер.

Вторая разновидность ценных бумаг, обращающихся на евროрынках, – *евроакции*. Их отличительный признак состоит в том, что они эмитируются вне национальных рынков и приобретаются на евровалюту, а потому не входят в сферу контроля национальных рынков.

В отличие от еврооблигаций, евроакцией называют *ценную бумагу*, которая котируется на *фондовых биржах* не менее чем двух стран. Развитие современного рынка евроакций продвигается высокими темпами. Их общая рыночная стоимость составляет около 1,6 трлн долл., половина из которых приходится на компании, занятые в финансовой сфере, добыче энергоносителей, производстве электронного оборудования.

Рост значения финансовых ресурсов, которые перешли из одних стран в банки других и обслуживают международные экономические отношения и поэтому потеряли свою национальную принадлежность. Это преимущественно средства в долларах и европейских валютах, находящиеся на депозитах в основном в Европе, а поэтому их называют по имени главной валюты таких финансовых активов – евродолларами, хотя значительная масса этих космополитизированных (то есть потерявших национальную принадлежность) валютных ресурсов обращается в финансовых центрах не только Европы, но и других регионов мира. К евродолларам можно отнести и те 50–70 млрд долл., которые вращаются в России (в банках или на руках у населения и предпринимателей).

Это широкое определение евродолларов, а в узком значении ими называют депозиты в той или иной валюте, размещенные за пределами стран своего происхождения. В начале нашего десятилетия размер рынка евродолларов был близок к 10 трлн, если базироваться на узком их определении, а американские доллары составляли, примерно, 2/3 этой величины. Заметим, ту часть рынка банковских кредитов, на которой оперируют евровалютами (прежде всего, евродолларами), стали называть *еврорынками* или *рынками евродолларов*, а активных кредиторов на этом рынке – евробанками, берущиеся на нем займы – *еврозаймами*, выпускаемые на этом рынке ценные бумаги – *евробумагами* (*еврооблигациями, евроакциями* и др.).

Интенсивный рост еврорынков объясняется общими причинами международной финансовой глобализации. При этом специфическую роль играет стремление владельцев финансовых средств уклониться от высоких налогов, а также обеспечить безопасность своих средств в оптимально прочных валютах мира. Сосредоточение крупных финансовых ресурсов в ведущих валютах в отдельных центрах позволяет переводить их в различные регионы мира. Особенно удобно это делать из оффшорных центров (зон), то есть территорий, где предоставляются налоговые, валютные и другие привилегии для тех нерезидентов, которые на них располагают свои счета и фирмы, но осуществляют финансовые операции исключительно с другими странами. Это преимущественно островные государства, некоторые из которых уже превратились в региональные финансовые центры (Кипр и другие), а также страны, расположенные рядом с мировыми финансовыми центрами (Лихтенштейн, Нормандские острова и другие, особенно в бассейне Карибского моря), или некоторые территории стран – важных участников мирового финансового рынка (так, отдельные штаты США и кантоны Швейцарии предоставляют оффшорные льготы тем компаниям, которые на их территории осуществляют хозяйственные операции исключительно с другими странами). По оценке, в оффшорных центрах размещено около 5 трлн долл. финансовых ресурсов, в том числе, предположительно, 200–400 млрд долл. российского происхождения (более точные оценки невозможны, так как оффшорные центры привлекают иностранных инвесторов не только налоговыми и валютными льготами, но и своим режимом конфиденциальности). Оффшорные центры можно считать все более важной составной частью рынка евродолларов, хотя

они занимаются не только операциями с евровалютами, а часто служат просто надежными, конфиденциальными и удобными гаванями для хранения там финансовых активов, например, контрольных пакетов акций значительной части крупных российских компаний. Наибольшее распространение подобные зоны получили в странах Британского содружества.

7.4. Золотовалютные резервы мира

Физические лица, компании, организации и государство часть своих финансовых ресурсов обращают в резервы, то есть активы, сберегаемые для возможных будущих расходов. При анализе мировой экономики внимание уделяют, прежде всего, резервам, которые состоят преимущественно из иностранной валюты и золота, и особенно тем из них, что принадлежат государству. Их называют официальными золотовалютными резервами или же валютными резервами, официальными резервами, международными резервами, резервными активами. Они хранятся в центральном банке, других финансовых органах страны и в МВФ в качестве вноса страны.

Официальные золотовалютные резервы (ЗВР) предназначены для обеспечения платежеспособности страны по ее международным финансовым обязательствам, прежде всего, в сфере валютно-расчетных отношений. Другая их важная задача – воздействие на курс национальной валюты, для чего на внутреннем валютном рынке государство продает и покупает иностранную валюту. Такие сделки называются валютными интервенциями и предназначены для изменения рыночного спроса и предложения на национальную и иностранную валюту и поддержания или изменения на этой основе их обменного курса.

Существует общепринятый минимум золотовалютных резервов – 6-ти месячный объем импорта товаров и услуг. В России они в середине 2006 г. приблизились к 250 млрд долл., то есть почти в 1,5 раза превысили годовую величину ее импорта товаров и услуг.

Величина всех золотовалютных резервов мира составляет более 4 трлн долл. В 2004 г., примерно, половина их была сосредоточена в развитых странах, прежде всего, в США (190 млрд долл.), Японии (845 млрд долл.), Германии (97 млрд долл.). Из развивающихся стран наиболее крупные имелись в середине 2006 г. у Бразилии (53 млрд долл.), Мексики (64 млрд

долл.), Индии (154 млрд долл.). Одними из крупнейших ЗВР в мире располагает Китай, к его собственным 875 млрд долл. примыкают 127 млрд долл. ЗВР Гонконга. Велики ЗВР Тайваня (259 млрд долл.), Сингапура 127 млрд долл.), Южной Кореи (229 млрд долл.).

Около 30 тыс. т чистого золота составляет такая часть ЗВР, как *монетарное золото*, то есть золото в государственных хранилищах. Этот официальный золотой запас медленно сокращается в последние десятилетия, поскольку золото почти вытеснено из международных валютно-расчетных отношений, хотя и остается высоколиквидным товаром, который быстро можно обратить в любую валюту. Если в начале XXI в. ЗВР мира состояли преимущественно из золота, то сейчас на него приходится незначительная часть официальных ЗВР мира. Наибольший золотой запас традиционно имеют США, однако, и он уменьшился с 15 тыс. т в 1961 г. до, примерно, 8 тыс. т в последние годы. Золотой запас в 2,5–3,5 тыс. т имеют Германия, Франция, Швейцария. В Японии и Китае он намного меньше – несколько сотен тонн. Уменьшился и золотой запас России. Если в 1913 г. он составлял 1338 т, в 1953 г. – 2050, в 1985 г. – 719,5, то в последующие десятилетия он колеблется вокруг 300 т, хотя ЗВР России в последние годы быстро росли.

Еще меньшая часть ЗВР состоит из особой международной валюты – специальных прав заимствования и, так называемой, резервной позиции в МВФ. СПЗ были эмитированы МВФ для стран – участниц Фонда в качестве специальной международной валюты для расчетов между государствами. Однако, СПЗ не смогли потеснить доллар и другие ключевые валюты в международных валютно-расчетных отношениях и в официальных резервах, поэтому их было выпущено в 70–80-е гг. немного – 21,4 млрд, то есть на сумму, примерно, равную 30 млрд долл., а затем, их выпуск вообще прекратился. Более узкие цели преследует резервная позиция в МВФ, то есть право на получение от него кредита по первому требованию в счет доли страны в резервах Фонда. Общая величина этой резервной позиции близка к 70 млрд долл.

Таким образом, официальные ЗВР мира более чем на 3/4 состоят из иностранных валют, преимущественно долларов (на доллары в 2005 г. приходилось 75% валютных резервов развитых стран и 60% – остальных), хотя в последние годы растет доля евро. Часть этой валюты хранится без движения, но ос-

новная часть вложена в высоколиквидные иностранные государственные ценные бумаги, преимущественно федеральные облигации США или на депозиты в иностранных банках, что приносит дополнительный доход владельцам и распорядителям официальных ЗВР (обычно это центральные банки и министерства финансов). В России основная часть официальных ЗВР находится в распоряжении Центрального банка России, меньшая – в распоряжении Министерства финансов РФ (преимущественно это монетарное золото).

В случае нехватки финансовых ресурсов в стране, в том числе из-за отрицательного сальдо платежного баланса (то есть когда страна переводит за рубеж больше средств, чем зарабатывает там), государство предпочитает не расходовать свои ЗВР, а заимствовать за рубежом ссудный капитал (займы, кредиты, ссуды, гранты). Подобные заимствования составляют значительную часть международного движения капитала. Они осуществляются на коммерческих или льготных условиях. В результате возникает внешний долг.

Выводы к главе 7

1. Под финансовыми ресурсами мировой экономики понимают совокупность финансовых ресурсов всех стран, международных организаций, мировых финансовых центров, обслуживающих мирохозяйственные процессы. Финансовые ресурсы неравномерно распределяются между странами и регионами мира и поэтому регулярно перемещаются между ними, принимая форму международного движения капитала. Одновременно определенная часть финансовых ресурсов задействована в обслуживании платежей, возникающих в ходе международной торговли товарами и услугами, передачи технологии и миграции рабочей силы. Это движение приобретает форму международных валютно-расчетных отношений. Перераспределение финансовых ресурсов мировой экономики осуществляется через мировой финансовый рынок, который представляет собой совокупность финансово-кредитных институтов. Они в качестве посредников перераспределяют финансовые средства между кредиторами и заемщиками из разных стран. Мировой финансовый рынок включает в себя кредитные, валютные, фондовые и другие важные рынки.

2. Официальные золотовалютные резервы предназначены для обеспечения платежеспособности страны по ее международным финансовым обязательствам, а также для воздействия на курс нацио-

нальной валюты через валютные интервенции. Существует общепринятый минимум резерва – 6-месячный объем импорта товаров и услуг. Они состоят преимущественно из иностранной валюты, прежде всего, долларов США, а золотой запас медленно сокращается в последние десятилетия, упал до 1/4. Основная часть резервов вложена в высоколиквидные иностранные государственные ценные бумаги, преимущественно федеральные облигации США.

Контрольные вопросы

1. Что понимается под финансовыми ресурсами мировой экономики и какие формы они принимают?
2. Раскройте сущность финансовых ресурсов и мирового финансового рынка. Какие структурные подразделения он включает в себя?
3. Какие инструменты мирового финансового рынка вы знаете?
4. Дайте определение термина «евродоллар».
5. Какие виды ценных бумаг вращаются на евторынке?
6. Расскажите о сущности золотовалютных резервов мира.

Глава 8.

Современный мировой финансовый кризис

В истории мировой экономики имеется множество примеров когда, казалось бы, хорошее начинание, приносившее сперва значительные прибыли, позднее оборачивалось крахом финансовой системы. История финансового рынка, по сути, это история краткосрочного бума и последующих за ним крахов и финансовых кризисов.

Глобализация мировой экономики приводит к тому, что финансовые кризисы в отдельных странах все чаще превращаются в региональные и глобальные. В 1992–1993 гг. финансовый кризис разразился в ЕС, в 1994–1995 гг. – в Латинской Америке, начавшийся в 1997 г. в Таиланде финансовый кризис охватил многие страны Восточной и Юго-Восточной Азии, а затем распространился на страны в других регионах, в том числе Россию. Финансовый кризис, разразившийся в 2008 г. в США, также охватил весь мир.

Причины финансовых кризисов многообразны. Прежде всего, это несостоятельная макроэкономическая политика, слабая национальная финансовая система, неблагоприятные внешние условия (падение цен на основные товары национального экспорта и т.д.), неправильный обменный курс (как правило, завышенный), политическая нестабильность.

Финансовые кризисы отличаются такими *видами*, как:

– *валютный*, который ведет к девальвации национальных валют;

– *банковский*, и он требует значительной государственной финансовой поддержки кризисных банков;

– *долговой*, что связан с обострением проблемы внутреннего или внешнего долга;

– *системный*, который затрагивает всю финансовую систему страны и он включает в себя все вышеупомянутые виды кризисов.

8.1. Экскурс в историю финансовых кризисов и их сущность

В развивающихся странах и государствах с переходной экономикой финансовые кризисы происходят чаще, чем в развитых странах, что видно из исследованных МВФ 204 валютных и банковских кризисов за период 1975–1997 гг. Из них 158 были валютными, причем в трети случаев национальная валюта девальвировалась на 75%. Данные страны в ходе преодоления финансовых кризисов теряли до 55% своего ВВП, в то время развитые страны выходили с наименьшими затратами, а на восстановление докризисных темпов экономического роста им потребовалось в порядке до 6-ти лет.

Отметим самые *крупные финансовые кризисы* мировой экономики: 1825 г., 1837–1838 гг., 1847 г., 1857 г., 1866 г., 1873 г., 1890–1893 гг., 1907–1908 гг., 1914 г., 1920–1921 гг. и 1929–1933 гг.

1825 г. Произошедший кризис в это время в основном рассматривается как первый в истории мировой экономики глобальный финансовый кризис. Борьба за независимость стран Латинской Америки в начале 20-х годов XIX в. привела к массовому притоку капитала из Великобритании для финансирования разработки золотых и серебряных рудников и государственного долга новых независимых стран. Значительный рост экспорта в сочетании с резким ростом высокотехнологических компаний и увеличением денежной массы послевоенного периода привели к спекулятивному росту акций на Лондонской фондовой бирже. Растущий торговый дисбаланс и исчерпание золотых резервов Банка Англии вынудили его увеличить учетную ставку летом 1825 г. Крах фондового рынка в октябре того года спровоцировал декабрьскую банковскую панику, которая вскоре распространилась на Европейский континент. Банк Англии, более всего обеспокоенный собственными золотыми резервами, не предпринял адекватных действий по прекращению паники, результатом чего явились массовые банкротства и последующая экономическая рецессия. Кризис распространился на Латинскую Америку, поскольку иностранные кредиты не были пролонгированы, а сокращение инвестиций и экспорта снизило доходы бюджетов, что привело к серии дефолтов по государственным долгам во всем регионе. Странам Латинской Америки понадобилось более трех де-

сятилетий, чтобы реструктуризировать свои долги и возобновить приток иностранного капитала.

1836–1838 гг. Кризис этого периода был преимущественно англо-американским. В 1836 г. Банк Англии начал повышать учетную ставку в ответ на сокращение международных золотых резервов, вызванное неурожаем сельскохозяйственных культур и оттока капитала в США, где в то время наблюдался бум на рынке хлопковых плантаций. Последующий крах фондового рынка в декабре 1836 г. распространился и на Европу. Последствия для США были негативными. Сокращение кредитования хлопкового бизнеса в Новом Орлеане вылилось в банковскую панику, которая через корреспондентские отношения распространилась на Нью-Йорк. Широкомасштабная паника привела к нарушению национальной платежно-расчетной системы, которое продолжалось около года. Этот кризис распространялся через каналы рынка капитала и платежного механизма.

1847 г. Этот кризис был последствием спекулятивного бума на рынке акций железнодорожных компаний в Лондоне. Как и в предыдущих случаях, торговый баланс Великобритании ухудшался, а Банк Англии ответил увеличением учетной ставки. Затем, окончание роста на рынке акций привело к банковскому кризису, который через международный кредитный рынок распространился на Германию и Голландию.

1857 г. Кризис этого года начался в США. Рост железнодорожных акций, спровоцированный открытыми в Калифорнии золотыми месторождениями, строительством новых железнодорожных магистралей и притоком британского капитала, прекратился в августе 1857 г. Это спровоцировало банковский кризис с массовыми банкротствами. Осенью того года кризис распространился в Англию, затем в европейский континент с серьезной паникой в декабре в Гамбурге.

1873 г. Кризис же этого года рассматривается как крупный мировой финансовый кризис, предпосылкой для которого был всплеск кредитных отношений в Латинской Америке, подпитываемый из Англии и с Европейского континента, и спекулятивный взлет цен на рынке недвижимости в Германии и Австрии, стимулированный выплатой французских репараций после Франко-Прусской войны. Австро-Германский бум закончился в мае того года крахом фондового рынка в Вене. Фондовые рынки в Цюрихе и Амстердаме также обвалились. В США банков-

ский кризис начался после резкого падения акций на Нью-Йоркской фондовой бирже и банкротства Джей Кука, главного финансиста и президента Объединенной Тихоокеанской железной дороги. Из Германии в Америку кризис распространился из-за отказа немецких банков пролонгировать кредиты. Поскольку американская и европейская экономика вошли в стадию рецессии, экспорт из стран Латинской Америки резко сократился, что привело к снижению доходов государственных бюджетов и новой волне дефолтов в этом регионе мира.

1890 г. Кризис ознаменовал прекращением притока кредитного капитала из Англии и Европейского континента в Аргентину и Уругвай для финансирования строительства железных дорог и другой инфраструктуры. Значительную часть этих кредитов получили аргентинские территориальные банки, которые не были достаточно финансово устойчивыми. Кризис разразился после того, как крупный английский Банк Баринг (House of Baring) объявил себя неплатежеспособным 8 ноября 1890 г. Банк Англии предотвратил панику путем санации Банка Баринга за счет кредитов, предоставленных Банком Франции и Центральным банком России. После окончания кредитования Аргентины, Уругвая и Бразилии кризис распространился на Латинскую Америку.

1893 г. Кризисы в США и Австралии в 1893 г. были связаны с кризисом Банка Баринга и общей понижающей тенденцией на мировых товарных рынках. Кризис в США в 1893 г., как правило, связывают с принятием Серебряного Пакта Шермана, который разрешал свободное ценообразование на рынке серебра. Инвесторы, ожидая, что после принятия этого пакта США отойдут от золотого стандарта, стали выводить капитал из страны. Сокращение денежного предложения и коллапс фондового рынка вызвал банковский кризис. Австралийскому кризису предшествовал бум на рынке недвижимости, который финансировался в основном за счет внутренних кредитов. Непосредственной причиной паники стали падающие цены на экспортные товары и закрытие трех крупных банков. Кризис был также усугублен изъятием британских депозитов.

Шерман Уильямс Текумсе, генерал (1820–1891 гг.), в гражданскую войну в США он командовал армией северян (которая вышла в тыл южан, что привело к их разгрому), а в 1869–1883 гг. — армией страны.

1907 г. Этот кризис имеет много признаков более ранних экономических кризисов, но по глобальному масштабу и жестокости он, вероятно, является сильнейшим за всю эпоху золотого стандарта. Он был спровоцирован Банком Англии, который в 1906 г. повысил учетную ставку с 3,5% до 6% для пополнения своих золотых резервов. Это событие вызвало отток капиталов из США. Крах фондового рынка в Нью-Йорке произошел в начале 1907 г., деловая активность пошла на убыль. В октябре того года кризис ликвидности трастовых компаний распространился на коммерческие банки. Резкое сокращение объема денежной массы привело к подрыву национальной платежно-расчетной системы и затяжной экономической рецессии. Из США и Англии кризис распространился на Францию, Италию и ряд других государств.

1914 г. Начало Первой Мировой войны ознаменовалось острым мировым финансовым кризисом. Этот кризис, в отличие от других, начался практически одновременно в нескольких странах после того, как воюющие стороны стали ликвидировать иностранные активы. Это привело к краху на всех рынках, как товарных, так и денежных. Банковский кризис в США, Великобритании и некоторых других странах был смягчен своевременными интервенциями центральных банков.

1920–1922 гг. Послевоенная дефляция и рецессия связана с банковскими и валютными кризисами в ряде стран, например, в таких, как Дания, Италия, Финляндия, Нидерланды, Норвегия, США и Великобритания.

1929–1933 гг. Крах фондового рынка на Уолл-Стрит в октябре 1929 г. перешел в величайшую в истории мировой экономики депрессию, так называемая, «Великая депрессия». Спаду мирового производства предшествовало падение товарных цен в развивающихся странах. Рост фондового рынка в США в 1928 г. отвлек капиталы из Европы и Латинской Америки и спровоцировал несколько валютных кризисов в ряде стран (Австралия, Аргентина, Бразилия, Уругвай) в начале 1929 г. Крах на Уолл-Стрит, ускоренный ужесточением монетарной политики Федеральной резервной системы (ФРС), был немедленно отражен в виде фондовых кризисов по всему миру, приобретая глобальный характер. Спад в США в 1929 г. перешел в депрессию 1930 и 1931 гг. после того, как ФРС не удалось исправить ситуацию и падение на рынке акций продолжилось. Из-за последующего падения цен и мирового производства некоторые

страны – заемщики сначала отказались платить проценты по своим долгам, а затем объявили дефолты, что привело к прекращению международного кредитования в 1931 г. В это же время продолжающаяся в США депрессия и дефляция спровоцировали банковские и валютные кризисы в центральной части Европы и отказ Великобритании от золотого стандарта.

На фоне произошедших до Второй мировой войны глобальных финансовых кризисов и прогрессирующих процессов международной финансовой глобализации возникают новые черты организационных структур единого мирового рынка. Появляются новые финансовые рынки, огромное значение приобретают новые *финансовые инструменты*, которые также формируют механизм мирового финансового рынка.

Заметим, глобализация изменила конструкцию системы мировой экономики и она предопределила интенсивное развитие финансовых – валютных, фондовых, кредитных рынков. Если еще несколько десятков лет назад основной их целью было обеспечение функционирования реального сектора экономики, то в настоящее время мировой финансовый рынок стал проявлять самодостаточность. Заметен рост его объема в разы, это стало результатом широкого спектра спекулятивных операций, вызванных либерализацией международных экономических отношений. Производство заменила спекулятивные операции с такими различными производными финансовыми инструментами, как фьючерсы и опционы, а также игра на разнице курсов ведущих валют мира, что являются высокоприбыльным видом бизнеса.

Международная миграция огромной массы спекулятивного капитала спокойно может оздоровить, но в то же время лихорадить финансовую систему практически любого государства. Новейшая история мировой экономики знает немало примеров – это и обвал национальной валюты Великобритании, вызванный спекулятивными операциями фондов Дж. Сороса, и азиатский кризис 1997 г. Перераспределение ресурсов в мировой экономике из производительного в финансовый сектор, скажем, из реального в фиктивный сектор, продолжающееся на протяжении последних 25 лет, сопровождалось многочисленными отраслевыми и местными кризисами.

Денежный поток, обрушившийся сегодня на национальные хозяйства, вызван, прежде всего, тем, что в мировой экономике все меньше остается сфер, где можно было бы рационально

и рентабельно использовать средства. Спекулятивная игра с нефтью становится одним из самых привлекательных видов бизнеса точно также, как и сходная по характеру игра с ценами на продовольственные товары. В настоящее время в условиях мирового финансового кризиса цена за баррель нефти значительно упала. Самое время заключать фьючерсные контракты – контракты на будущие поставки нефти. И получить максимальную прибыль от гигантской политико-экономической аферы под названием «системный финансовый кризис».

8.2. Признаки современного мирового финансового кризиса

Последнее время очень часто в экономические новости телесюжетов входит информация о мировом финансовом кризисе. Говорят о таких малопонятных для многих людей специфических терминах, как «волатильность», «диверсификация», «рецессия», «валютная интервенция» и т.д. Наслушавшись различных комментариев, люди психологически дестабилизируются, появляется чувство дискомфорта, неуверенность в завтрашнем дне. Итак, попробуем разобраться в проблеме.

Да, экономику развитых стран продолжает сотрясать финансовый кризис. Предпринимается попытка как-то повлиять на ситуацию, оказать помощь частному сектору, выделяя весьма значительные кредиты банковской сфере, национализируя отдельные коммерческие банки, страховые компании, промышленные предприятия.

Уже обозначена главная причина кризиса – фиаско ипотечных бумаг в США. Во многом за происходящее несут ответственность американские инвесторы, бравшие на себя огромные кредитные долги с целью оптимально заработать на ипотеке и ценных бумагах, а также на залоговых обеспечениях сомнительного качества. Известно, что большинство ипотечных кредитов и займов были привлечены искусственным путем выгодными ставками. По расчетам специалистов, долги США уже превысили 10 трлн долл. Реализация правительственного пакета мер, направленных на стабилизацию финансового рынка, может привести к дальнейшему росту внешнего долга страны.

Ученые, эксперты, крупные предприниматели разделяют мнение о том, что последствия этого финансового кризиса не-

предсказуемы. Заметим, акции крупнейших банков стран Европы скупаются правительствами Франции, Великобритании и других стран. Государство приобретает банковские акции и обеспечивает рынок «живыми» деньгами, которые нужны предприятиям для продолжения экономической деятельности. Сырье, запасные части и прочее пока приобретаются в кредит. Со временем банки выкупят акции, ждут, что называется, их «наполения». Такие меры предпринимаются, к слову, и в России, где в определенной степени коммерческие финансовые учреждения переходят под контроль государства.

Начнем с того, что явно для всех. Речь о том, что, по существу, США постоянно оздоравливают свою экономику за счет других государств, поскольку американский доллар вот уже много лет выступает как мировая резервная валюта. Неслучайно, что с начала 70-х годов XX в. сведения об эмиссии денежной массы в этой стране засекречены. Однако, тем не менее подсчитано, что за напечатанные банкноты трижды можно купить весь Американский континент.

А первым симптомом начинавшегося кризиса, напомним, явился крах 2-х ведущих ипотечных корпораций — «Фредди Мак» и «Фанни Мэй». Оказалось, что они раздавали жилищные кредиты практически всем, даже безработным и людям без определенного места жительства. Теперь же не могут вернуть с заемщиков эти средства.

При этом сами эти компании одалживались у банков по всему миру. Достаточно много набрали, а потом просто извинились, объяснив, что стали неплатежеспособными. Колоссальное количество акций ипотечных корпораций превратилось в макулатуру. А ведь кто-то за них платил огромные деньги, вырученные за реальные товары и услуги. Но США не стали «оплакивать» банкротство 2-х ипотечных корпораций. Во-первых, дома, построенные на их кредиты, стоят, и в них живут граждане страны, во-вторых, государство взяло «Фредди Мак» и «Фанни Мэй» под свое покровительство — за 150 млрд долл., чтобы кто-нибудь не скупил эти корпорации и не стал выселять законных жильцов из домов.

Обанкротились в стране несколько крупных банков якобы из-за того, что средства своих вкладчиков и акционеров они вкладывали в разорившиеся ипотечные корпорации. Получается, что эти банки уже никому ничего не должны. И если вклады прагматичных американцев были застрахованы, то

стоимость акций никто застраховать не может. Акционеры, валютно-финансовые игроки подсчитывают убытки, фондовые рынки продолжают падать.

Как тут не вспомнить знаменитый анекдот. Старый одесский еврей, естественно, Рабинович, торгует семечками у банка Рокфеллера. К нему подходит другой эмигрант и просит одолжить ему 10 долл. Рабинович ему отвечает: «Не могу, у меня договор с банком. Я не осуществляю кредитные операции, а они не торгуют семечками». Так вот, если бы «Леман бразерс» (Lehman Brothers) торговал семечками, то с ним ничего бы не случилось. Ведь если добавить совсем немного абсурда в ситуацию финансового кризиса, то надо сказать, что по сути, речь идет об несколько искусственном саморазорении финансовой корпорации. Она инвестирует средства в банки с долевым участием в инвестиционных фондах.

В банковские паи входят ценные бумаги предприятий. Последние реинвестируют средства банков-эмитентов и основную прибыль от перепродажи акций всего этого безобразия. Выглядит как бред, но очень близко к истине.

Действующим банкам срочно нужны деньги, потому, что во-первых, им надо платить налоги, во-вторых, расплачиваться с клиентами по размещенным вкладам, выдавать сотрудникам заработную плату, наконец. Свои же средства они вложили в – «Фредди Мак» и «Фанни Мэй» или в другие банки, которые, в свою очередь, инвестировали в их американскую ипотеку. А в-третьих, на рынке появились, так называемые «лакомые кусочки», то есть активы разорившихся фирм – здания, доли в предприятиях, надежные ценные бумаги. Все это стоит сейчас очень дешево и все это очень хочется купить. Правительства многих стран помогают своим банкам, чем могут, в частности, выделением временно свободных бюджетных средств под весьма незначительный процент или вовсе без такого. Правительство США тоже выделяет средства на эти цели, но, как правило, не так уж много. Между тем, недавно американский рынок приобрел 700 млрд долл. Так что проект по «спасению» американского банковского сектора все-таки требует весьма значительных средств у финансовых структур всего мира. Государства должны будут помочь банкам, чтобы не оставить без денег их вкладчиков – своих граждан.

Заметим, по данным ООН, 3 самых богатых в мире человека владеют капиталами, равными ВВП около 50 экономически

несостоятельных стран, 360 семей миллиардеров имеют столько же, сколько 2,3 млрд человек в странах Азии, Африки и Латинской Америки. Вот, именно эти семьи, находясь в «тени», непосредственно осуществляют контроль за деятельностью мировой экономики. В этих условиях и разразился, как отметил азербайджанский ученый-экономист Руфат Кулиев на страницах журнала Region plus (№1, 2009 г.), нынешний мировой финансовый кризис. Банкротство того же Lehman Brothers – четвертого по величине инвестиционного банка США, и поглощение третьего по капитализации инвестиционного гиганта Merrill Lynch & Co полностью избавили инвесторов от иллюзии, что мировой финансовый кризис удастся разрешить незначительной потерей.

По мнению Р. Кулиева, одной из причин сложившегося сегодня в мировой экономике положения, является лихорадочное, иррациональное и безответственно азартное, ничем не оправданное, глобальное потребление, культивируемое западным образом жизни, – феномен, так называемого, «общества потребления». Это – одна из характеристик современного общества, связывается с такими социальными изменениями, как рост доходов, существенно изменяющий структуру потребления, снижение продолжительности рабочего дня и рост свободного времени. Размывание классовой структуры и многофакторный характер социальной дифференциации ведут к тому, что формирование идентичности все более и более смещается от трудовой сферы к сфере досуга и потребления. Индивидуализация потребления формирует индивидуальный стиль и имидж. Что касается экономики, то ее в соответствии с этими изменениями часто называют «экономикой потребителя» (а не производителя), где не предложение формирует спрос, а напротив – спрос формирует предложение. Рынок сегментирован, а индивидуальное потребление отражает не только социальные характеристики потребителя, являясь демонстрацией его социального статуса, но и особенности его индивидуального образа жизни. В западных странах из трех работников, начинающих трудовую жизнь, двое трудоустраиваются в сфере услуг, а за счет роста производительности труда увеличивается число незанятых в материальном производстве.

Заметим, с концепцией Р. Кулиева трудно не согласиться. Здесь «устойчивая неустойчивость» – специфика современного «общества потребления», развитие которого все значитель-

нее приобретает лихорадочный, стихийный характер. При этом усиливается безвластие производства и обращения, что и проявляется в кризисах разного вида и масштаба. В подобных условиях мировое сообщество должно консолидироваться для контролирования за деятельностью мировой экономики.

По мнению руководителя Международной организации труда (МОТ) Хуана Сомавиа, мировой финансовый кризис имеет принципиальный, долгосрочный и, в некотором смысле, метафизический характер, озабочивающий кризис современной системы ценностей западного мира. В частности, последствия кризиса рассчитали в МОТ: к началу 2010 г. среди экономически активной части населения насчитывают 210 млн безработных.

Думается, несколько наивно говорить о том, что ипотечный кризис привел к кризису всемирному. В этом контексте российский экономист Михаил Делягин, выступая на Саммите тысячелетия, отметил: «Накопление богатства перестало вести к решению основных проблем, стоящих перед человечеством. А это свидетельствует об исчерпании традиционного механизма развития человечества и о необходимости смены его парадигмы».

Как видим, взгляды на эту проблему как М. Делягина, так и Х. Сомавиа, Р. Кулиева полностью совпадают. Их разделяют большинство экономистов, а также простые люди, живущие как в развитых странах, так и в других. Заметим, результаты опроса, проведенного социологическим институтом Forsa (ФРГ), свидетельствуют о том, что 77% респондентов хотели бы, чтобы государство стало совладельцем крупных энергетических и газовых концернов. Более того, недавно респондентам во всех землях Германии был задан вопрос: «Должно ли государство владеть акциями компаний ключевых отраслей?». Утвердительно на него ответили приверженцы всех политических сил страны. По мнению большинства опрошенных, частичной национализации должны, прежде всего, подвергнуться финансовый сектор, 64% высказались за частичное огосударствление банков и страховых компаний, 60% – за частичную национализацию авиакомпаний, железной дороги и почты, 52% – за усиление государственного контроля над предприятиями химической и фармацевтической промышленности.

Между тем, в США продолжают изучать причины нынешнего мирового финансового кризиса. Эксперты CIBC World Markets склонны винить во всем производителей нефти из раз-

вивающихся стран. В опубликованном недавно исследовании отмечается, что пятикратный рост цен на нефть за последние 6 лет подтолкнул к кризису большей степени, чем проблемы с ипотечным кредитованием в США. Однако, по мнению многих зарубежных экспертов «основная причина – это крах под тяжестью внутренних противоречий «общества потребления», являющегося основой существования современного западного мира, когда высокий уровень жизни населения основан на искусственно завышенном уровне потребления, который не соответствует имеющейся у его государств ресурсно-сырьевой и производственной базе».

Такая точка зрения выглядит более убедительно. Ведь потребляя все больше и больше, США (по разным оценкам, экономика США занимает от 24 до 31% всей мировой экономики) стимулировали увеличение объемов добываемой нефти, выработку металлов, производства машин и оборудования и т.п. во всем мире. Но рост этого потребления не был основан на взаимном обмене товарами и услугами, а подкрепился лишь всемирной платежной и резервной валютой. Так, с 1971 по 2009 г. объем долларовой массы в мире вырос в десятки раз, превзойдя во много раз реальный объем товарной массы в мире.

Такое положение дел было исключительно выгодно в первую очередь владельцам ФРС, как частной организации, и самим США как государству. Выгоды владельцев ФРС понятны, а к числу выгод США относится возможность в течение последних четырех десятилетий жить не по средствам, то есть в значительной мере за счет других стран мира. Так, ВВП США составляет 20% от мирового, а потребляют они – 40% от ежегодно производимого в мире.

Здесь, думается, что толкования не уместны.

8.3. Ситуация в России и причины аномального падения ее экономики

Конечно, российские банки вкладывались в американскую ипотеку. Естественно они размещали свои средства в иностранных банках. Разумеется ряд российских банков пострадал от мирового финансового кризиса. Но, выражаясь просторечно, не ахти как. Не те деньги крутятся в них, чтобы они что-то серьезное могли проиграть в результате западных банкротств. Тем не менее российский фондовый рынок тоже лихорадит.

Доходы от продажи нефти значительно упали. А вот нет рецессии, спада производства. Однако, верно и то, что сверхприбыль от нефти большей частью откладывалась в Стабилизационный фонд и размещалась за границей. Что тут сказать? Как считают эксперты, экономика развивающихся стран пострадает от кризиса меньше всего. Хотя бы именно потому, что их банковская система больше привязана к реальному сектору экономики – производству, сельскому хозяйству, добыче полезных ископаемых. Однако, российский фондовый рынок страдает больше, чем европейские, поскольку он крепко привязан к США, к их доллару. Стоит учесть и то, что народ слабо верит местным банкам, отчего оборотных средств в них меньше, чем им нужно, чтоб в масштабное дело пустить. Да, кто-то из фондовых спекулянтов потеряет, кто-то приобретет. Как это волнует россиян? Вряд ли есть у них повод к расстройству, если соотношение «падающих» акций «Газпрома» и «растущих» акций «Норильского никеля» – ноль к нулю. А что касается пенсий, что вдвое меньше прожиточного минимума, они останутся на том уровне.

Некоторые аналитики предрекают рост инфляции в стране. Но правительство имеет возможности вбросить в банковскую систему огромные финансовые ресурсы, что оно и делает.

Между тем, народ обеспокоен: будет ли дефолт? Проявит ли государство неспособность расплатиться по своим долгам? Но золотовалютный фонд России составляет свыше 46,6 млрд долл. Есть еще 2 стабилизационных фонда. Их достояние столь велико, что вроде предпочитают не озвучивать в полном объеме. Чтобы не злить народ.

А теперь давайте вспомним 1998 г. Россия не имела золотовалютных резервов. Государство же при этом вело игру, под названием, «финансовая пирамида». Оно продавало в стране и за рубежом ценные бумаги под грифом ГКО – «государственные казначейские обязательства». А затем скупало их по более высокой цене. Расплачивалось при этом средствами от новых продаж. В итоге процесс зашел так далеко, что руководству страны пришлось остановить эту игру. В противном случае объем оперативного долга мог бы превысить, ну например, годовой ВВП. Кончилось тем, что государство перестало выкупать ГКО. Это сделаем тогда, когда сможем. Банки же, с удовольствием скупавшие те бумаги, в один прекрасный день не смогли реализовать их в очередной раз.

В стране наступил финансовый кризис. Вклады не выдавались, счета не обслуживались. Держатели валюты не стали выбрасывать ее на рынок. Рубль подешевел сразу в 5 раз. Зато теперь рубль надежнее доллара, поскольку обеспечен реальным золотом. Правительство открытым текстом заявило: ни один вкладчик не пострадает. Специалисты советуют им разбить свободные средства и хранить их в банках в рублях, долларах и евро. Все бы хорошо, но средний банковский процент по бессрочным вкладам составляет 4–6%. Этот доход не покрывает даже полугодовой инфляции. Так что, помещая деньги в банк, они, как правило, не зарабатывают, а теряют. А держать деньги под «подушкой» нерационально. Если их не украдут, то «съест» все та же инфляция.

Купить на них золотые изделия? Можно, но следует знать, что только часть их стоимости – это стоимость золота. Остальное же труд, вложенный в изготовление золотого изделия.

Банки также предлагают золотые слитки от 1-го грамма до 1-го килограмма весом. После максимума формальностей этот слиток будет продан покупателю по справедливой, реальной рыночной цене. Но тот же слиток банк покупает обратно на пару процентов дешевле, да и 18% налога на добавленную стоимость взимает. Банки также предлагают вам инвестиционные монеты из драгметаллов. Они наперебой расхваливают этот вид сохранения средств, делая упор на том, что такие монеты каждый день дорожают и при их обороте не взимается НДС. Но при этом их продают по цене, значительно превышающей стоимость металла в монете, а покупают по цене, значительно ниже стоимости металла. Еще дешевле стоит монета поцарапанная или даже захватанная руками. В некоторых банках купленную у них же монету примут за номинальную стоимость – 3, 10, 200 рублей.

Хорошо растет в цене антиквариат. От 20 до 50% в год. Но нужно быть в курсе цен и конъюнктуры и покупать предметы старины никак не на вернисажах и в антикварных магазинах. А их там предлагают по сильно завышенным ценам.

В последнее время забеспокоились пайщики инвестиционных фондов. По прошлому году их пай, инвестированные менеджерами в различные предприятия, ценные бумаги, строительство и т.д. давали даже до 80% годовых. Теперь же здесь прибыльность не превышает 25–35%, что не ниже уровня инфляции. Но термину «инвестиционный фонд» в России еще долго не будет доверия.

По данным некоторых источников, в городах России дорожает недвижимость. Так, стоимость квадратного метра жилья повысилась в среднем на 33% против прошлого года. Но больше всего подорожала земля – на все 75% за сотку. И не надо бояться никаких кризисов. Недвижимость, она на то и недвижимость, чтобы оставаться на своем месте. А от всяких экономических и политических перипетий она только дорожает. Другой вопрос, что далеко не у всех есть средства, чтобы купить хотя бы захудалый домишко. Тем не менее в популярных в городской среде газетенках средней руки можно почерпнуть полезные сведения. Так, один экономист считает, что инфляция активизирует формулу – деньги на то существуют, чтобы их тратить. Он обращается к представителям самых малообеспеченных слоев населения: не надо хранить деньги под «подушкой», чтобы купить через год сапоги. Если у вас сейчас есть свободные средства, достаточные для покупки, например, сапог, которые понадобятся вам через год, покупайте их сейчас. Потому что через год они будут стоить дороже, и не только они, но и все остальное. Хотели купить мебель? Покупайте сейчас – завтра будет дороже. Планируете ремонт? Не копите деньги, а покупайте необходимые стройматериалы, завтра они будут стоить уже других денег».

Есть советы и тем, кто хочет сохранить свои ценности именно в денежном эквиваленте. Им сообщают о том, что некоторые банки открывают безналичные драгоценные металлические счета. Суть вклада такова. Вы приносите в банк деньги и просите открыть счет на ваше имя, но зачислят вам не сумму денег, а ее эквивалент в золоте, серебре или другом драгоценном металле. Заметим, лучше в золоте. Серебро растет медленно. А палладий и платина имеют очень нестабильный курс из-за потребительской конъюнктуры – широкого использования в науке и промышленности.

Итак, на ваш счет зачисляется количество золота, эквивалентное уплаченной сумме в рублях, исходя из текущего курса продажи банком обезличенного этого драгоценного металла.

Выгода такого вклада очевидна. Что бы ни случилось, вы получите ровно столько золота, сколько когда-то положили на свой счет. На него проценты обычно не начисляются, или же они бывают чисто символическими – 1–2% годовых. Но за последние 3 года золото подорожало в 1,3 раза, в частности, только в 2007 г. – на 40%.

Золото, как и любой валютный ресурс, иногда незначительно падает в цене, но в отличие от национальных валют, потом обязательно, более того существенно дорожает.

Рыночные экономические условия имеют свои положительные стороны и отрицательные, пишут российские аналитики. Надо смириться с тем, что стало необходимым принимать решения в ситуациях, о которых раньше никто даже и не ведал. Но люди ко всему привыкают. Значит, и к фондовому рынку можно привыкнуть. Были бы фонды.

В этом контексте будет уместным рассмотреть причины аномального падения российской экономики.

Заметим, 2009 г. опроверг традиционный тезис финансовых властей России о том, что все беды страны связаны с ее зависимостью от нефтяных цен. Почему же тогда Россия пострадала от кризиса гораздо сильнее, чем другие страны – экспортеры нефти? Экономисты видят причины аномального падения отечественной экономики не в ее зависимости от нефти, а в ошибках властей, которые сначала поддерживали неумеренные внешние займы компаний, а после начала кризиса фактически остановили экономику странной политикой «плавной девальвации» рубля.

Первые признаки восстановления отечественная промышленность продемонстрировала лишь в четвертом квартале 2009 г. Однако, это не спасло ситуацию в целом, падение ВВП в России в 2009 г. составило 8,7% и промышленность была отброшена на рубежи 2005 г.

Столь глубокий кризис дает основания аналитикам сделать вывод о том, что бурный рост экономики и финансовой сферы в 2006–2008 г., основанный на расширении внутреннего спроса и дешевых инвестиционных ресурсах, не создал запаса прочности, чтобы сколько-нибудь эффективно без вмешательства государства противостоять мировому финансовому кризису. Примечательно, что ориентированные на экспорт нефти и сырья экономики других государств, не имеющие «подушки безопасности» в виде финансовых ресурсов суверенных фондов, созданных в России, прошли испытание со значительно меньшими издержками.

Характерно, что финансовые власти страны явно не намерены пересматривать в целом позитивное отношение к политике плавной девальвации рубля, начатой ЦБ России в ноябре 2008 г. и завершенной к концу первого квартала 2009 г. Между

тем, по мнению экспертов, именно этот курс наиболее негативно отразился на реальном секторе экономики страны. На несколько месяцев единственным доходным бизнесом в России стали спекуляции на валютном рынке. Финансовые ресурсы до предприятий практически не доходили. Кредиты из-за высоких процентных ставок оказались недоступны.

«Плавная девальвация остановила все финансовые рынки России. Денежная масса сжалась. Рубли ушли на валютный рынок. Но как только правительство отказалось от этой политики, со второго квартала 2009 г. Экономика начала восстанавливаться», – говорит главный экономист «Тройки Диалог» Евгений Гавриленков. По его мнению, тиражируемая властями версия, что плавная девальвация была проведена в том числе для поддержки населения, не выдерживает критики. Эксперт ссылается на социологические опросы, согласно которым лишь 20% граждане страны на конец 2008 г. имели вклады в банках. Таким образом, плавная девальвация проводилась в интересах совсем других игроков.

Говоря о причинах столь глубокого падения ВВП, Е. Гавриленков напоминает о том, что для этого имелись все предпосылки. «Ни где в мире, кроме России, не было такого безумного роста заимствований», – подчеркнул он. Кредитная задолженность в частном секторе наращивалась с темпом до 30% в год, а в 2006 г. банки и компании почти удвоили внешнюю задолженность. На 1 октября 2008 г. она достигла 196 млрд долл. в банковском секторе и 276 млрд долл. у предприятий и компаний. Высокие цены на нефть, дешевые кредитные ресурсы на мировом рынке, укрепление рубля, в конечном счете, привели к «перегреву» российской экономики. В 2010 г. она продолжит постепенно восстанавливаться, при условии что правительство не будет наращивать бюджетные расходы и продолжит снижать инфляцию. По итогам 2010 г. российская экономика покажет рост в пределах 5%», – полагает Гавриленков. Однако, наметившийся небольшой рост в промышленности нельзя пока назвать устойчивым.

А вот у М. Делягина пессимистичный взгляд на ситуацию. По его словам, экономический рост едва ли возможен, поскольку негативные факторы, спровоцировавшие резкое падение ВВП и промышленного производства в нашей стране в 2009 г. сохранились. «Государство не занимается модернизацией экономики. На этот счет идут лишь разговоры», – отметил эксперт.

Пока в распоряжении правительства есть международные резервы, примерно, 410 млрд долл., и эти деньги можно тратить на поддержание спроса в экономике и выполнение социальных обязательств, в стране сохранится некая стабильность. «Пока международные резервы не кончатся – мы живем. Кончатся – неизбежен системный кризис и обвальная девальвация рубля. Но до конца 2011 г. неприятностей не случится», – уверен был Делягин.

Дополнительное напряжение в экономике России создает высокий корпоративный долг. В 2010 г. бизнес должен был выплатить около 200 млрд долл. западным кредиторам, при прибыли всего 70 млрд долл. Несомненно, что кредиторы, не заинтересованные в банкротстве должников, согласились на реструктуризацию долгов, но сделали это на менее выгодных для российских заемщиков условиях.

8.4. Антикризисная модель Азербайджана

Как отразится мировой финансовый кризис на экономике Азербайджана, активно интегрирующем в глобализирующееся мирохозяйственное пространство? Азербайджан, в отличие от многих стран, практически, можно сказать, не пострадала, благодаря точно выверенной, правильно проводимой государственной политике.

В последнее время в некоторых СМИ были распространены необоснованные сведения о том, будто обанкротился ряд крупных банков в стране. В реальности же в банковской системе были приняты превентивные меры с использованием самых гибких механизмов. Поэтому ни одно из его учреждений не переживает финансовой напряженности, все они продолжают работу в нормальном режиме.

Выходит, что кризис как бы обошел Азербайджан стороной. Это объясняется тем, что на фондовых биржах мира Азербайджан, можно сказать, практически не присутствует. Основу отечественной экономики составляет нефтяная промышленность, а компания, которая ведает ею, является собственностью государства. Правда, это не исключает ее участия в международных биржевых торгах. Более того, достаточно активно представляет Азербайджан в мировой финансовой системе: есть продукция – есть спрос, а вырученные от реализации валютные средства размещаются в международных бан-

ках. В последние годы также стали покупать акции ведущих компаний мира, но можно сказать, что это вылилось в незначительную сумму. Следовательно, убытки тоже не так уж велики.

Заметим, в Азербайджане своевременно начали предпринимать меры, чтобы смягчить возможные удары кризиса. К примеру, Национальный банк Азербайджана 2 раза снижал процентные ставки. Это было сделано для того, чтобы коммерческие банки по-прежнему кредитовали предприятия, не усматривая в этом рисков для себя. Принят ряд и других правительственных мер. Результат очевиден – продолжается динамичное развитие экономики республики, достигнут рост ВВП на 15%, около 20 млрд долл. составило наращение золотовалютных запасов. В связи с этим сошлемся на официальные цифры: в 2008 г. объем денежных доходов населения в Азербайджане превысил 18 млрд манатов, что на 36% больше чем в 2007 г. За это же время в Азербайджане объем ВВП составил 35 млрд манатов (1 долл. = 0,8 манатов), что на 11,5% больше чем 2007 г. Что же касается ВВП на душу населения, то он близится к отметке 5 тыс. долл. Можно отметить также другие статистические данные о динамике экономического развития Азербайджана. Однако приведенные факты создают оптимизм в конкретном представлении экономической ситуации страны. Таким образом, с одной стороны, разумное использование углеводородных ресурсов, с другой, – реализация потенциала нефтегазового сектора создали прочную базу для устойчивого развития национального хозяйства, защитили страну от последствий мирового финансового кризиса. Практически отсутствует зависимость Азербайджана от международных финансовых структур. Только в 2009 г. во внутренних инвентарях доля государства возросла на 13%, достигнув до 65%.

Несмотря на то, что в ряде государств антикризисные меры не приносят заметных результатов, специалисты МВФ и ВБ считают, что у Азербайджана есть реальная возможность извлечь ряд выгод из глобального кризиса ликвидности и падения мировой цены на нефть.

Краткий обзор макроэкономического состояния показывает о несущественном влиянии мирового кризиса на экономику Азербайджана. Этого удалось достичь за счет наличия значительных валютных резервов, стабильной политики внешних заимствований, снижения до минимума зависимости от меж-

дународных валютно-финансовых рынков, обеспечения устойчивости национальной валюты. Сравнительный ситуационный анализ свидетельствует о снижении в Азербайджане макроэкономических показателей, сокращения внешнеторгового оборота, массовой безработицы, существенного недостатка ликвидности, то есть всех негативных процессов, характерных для экономики других стран в период мирового кризиса. Более того наблюдались динамичный рост, в том числе в нефтяном секторе, снижении инфляционных тенденций.

В этой связи международные финансово-экономические организации уже обнародовали свои позиции в пользу азербайджанской антикризисной модели. По оценкам Азиатского банка развития, экономический рост в стране в текущем году будет на уровне 8%. Агентство Fitch Ratings также прогнозирует экономический рост в республике.

По данным миссии МВФ по Ближнему Востоку и Центральной Азии, регулярно проводящей обзор экономики Азербайджана, риска для государственного бюджета страны на 2009 г. из-за снижения мировой цены на нефть не существовало. При этом необходимо отметить, что подготовка государственного бюджета – 2009 велась в то время, когда мировая цена на нефть была высока. Так, бюджет финансируется за счет трансфертов из Государственного нефтяного фонда Азербайджана (ГНФАР). Доходы от реализации нефтегазовых контрактов, поступающие в ГНФАР, зафиксированы, отклонение невысоко. Только при условной стоимости нефти ниже 40 долл. за баррель правительству нужно будет корректировать бюджетную политику. Правительству Азербайджана удастся поддерживать финансовую стабильность страны и был составлен устойчивый к возможному влиянию мирового финансового кризиса государственный бюджет на 2009 г., который позволил стране спокойно пережить 2010 г. МВФ одобряет меры, осуществленные Национальным банком Азербайджана (НБА) в целях сохранения финансовой стабильности страны и поддержания ликвидности банков. Снижение НБА ставки рефинансирования было рациональным решением, ориентированным на привлечение финансовых средств банками. Позитивную оценку МВФ вызвала политика НБА по точечной интервенции, когда банкам при необходимости оказывается финансовая поддержка. Это доказывает, что НБА и Министерство финансов Азербайджана оптимально владеют экономической

ситуацией и имеют целенаправленные инструменты для принятия эффективных мер.

В 2009 г. общие темпы роста экономики Азербайджана составили 12%, нефтяного сектора – 6%, причем за счет спроса на сельскохозяйственную продукцию и услуги. Инфляция по итогам 2009 г. составила 9%.

Не менее позитивного мнения относительно будущего развития экономики страны придерживается и руководство Всемирного банка. В частности, в экономическом меморандуме ВБ отмечается, что финансовый сектор Азербайджана избежит кризиса, а национальное хозяйство в целом не подвергнется существенному негативному влиянию от кризиса. 2015 г. будет нелегким для многих государств, но Азербайджан в сравнении с другими странами мира находится в более благоприятной ситуации на фоне мирового финансового кризиса, поскольку он создает для страны ряд положительных факторов например, снижение цен на нефть способствует развитию нефтяного сектора экономики, что, в свою очередь, приводит к открытию новых рабочих мест, усилению конкуренции, повышению эффективности управления государственными финансами и пр.

Проблемы, связанные с кризисом, имеют место и в Азербайджане. В связи с сокращением экспортного спроса на продукцию, отдельные предприятия страны вынуждены сократить объем производства, следовательно, сокращается объем доходов и расходов, в том числе на содержании работников. Однако, у правительства имеется выход из данной ситуации. Как отметил Президент Азербайджана Ильхам Алиев для более полного отражения реального влияния мирового кризиса на рынок необходимо серьезнее контролировать потребительский рынок, предотвратить искусственное завышение цен. Снижение цен должно идти еще более стремительно. Должен быть положен конец необоснованному монополизму, нездоровой конкуренции. Правительство готово оказать государственную поддержку предприятиям, испытывающим трудности, что автоматически снимет вопросы об отсутствии у них средств и о закрытии рабочих мест. Президент Ильхам Алиев назвал лучшим вариантом выхода из кризисной ситуации реализацию выпускаемой экспортной продукции предприятий на внутреннем рынке, подчеркнув, что для этого должны функционировать современные перерабатывающие предприятия.

Вполне понятно, что в условиях мирового кризиса, даже если нет тревожных сигналов о росте безработицы, хозяйствующие субъекты не должны нерационально израсходовать свои финансовые средства. В этой связи министерство финансов Азербайджана предписало бюджетным организациям повысить внимание к финансовой дисциплине, сократить нерациональные расходы, поездки, закупки и пр., но одновременно обеспечить оплату стоимости приобретенных материалов и топлива, налогов и пошлин в государственный бюджет. Денежные трансферты из ГНФАР в государственный бюджет позволят полностью обеспечить предусмотренные им расходы, в том числе пенсии, пособия, заработную плату, а также финансирование мероприятий социального значения и принятых программ развития.

Согласно данным Межгосударственного статистического комитета СНГ, экономика Азербайджана показала в 2008 г. самые высокие темпы роста среди стран СНГ. В этой связи логично предположить, что азербайджанская экономика, сформировав собственную антикризисную модель, сможет восстановить прежние темпы роста быстрее экономик других стран СНГ.

Что будет дальше? Все зависит от государственной финансово-кредитной и бюджетной политики. Главное – оперативно реагировать на любые новые вызовы глобализации.

8.5. США: великий эксперимент в условиях «Великой депрессии»

Любая историческая аналогия имеет лишь относительную ценность, ибо существенно велики различия в жизни народов, есть свои особенности у каждой страны. И все же, когда узнаешь, упорно добивались другие своей цели и сумели преодолеть все трудности, это укрепляет в нас веру в собственные силы и возможности.

В этом контексте представляется вовсе не лишним обратиться к опыту выхода из мирового финансового кризиса, скажем так, сверхразвитой державы, такой как США.

Как мы уже отметили, падение фондового рынка на Уолл-Стрит в октябре 1929 г. перешло в величайшую депрессию в истории мировой экономики. Производственный кризис был вызван падением товарных цен в развивающихся странах. А до

этого имела место перекачка капиталов из Европы и Латинской Америки в США. Последовала валютная лихорадка в Австрии, Аргентине, Бразилии, Уругвае и других странах. Крах на Уолл-Стрит, ускоренный ужесточением монетарной политики Федеральной резервной системы, прокатился цепной реакцией по всему миру. Исправить ситуацию не удалось. В США она вылилась в кризис под названием «Великая депрессия» 1929–1933 гг. Некоторые страны – заемщики отказались платить проценты по своим долгам, а затем объявили дефолты. Потерпела фиаско система международного кредитования. Процессы дефляции в США спровоцировали банковские и валютные кризисы в центральной части Европы и отказ Великобритании от золотого стандарта.

То был тяжелейший период в истории Американского континента. Резко сократилось промышленное производство, свернули свою деятельность фермерские артели США. Начался отток капиталов, жизненный уровень снизился в 3 раза. Десятая часть населения, а это 150 млн человек, оказались не у дел. Происходила криминализация общества. Отдельные штаты и компании страны начали эмиссию собственных денежных знаков на заработную плату трудозанятых.

Путь выхода из тупика был предложен президентом США Гербертом Гувером. Первое, – это добиться сбалансированного бюджета и не увеличивать его расходную часть. Второе, – всевозможными методами остановить инфляцию. Третье, – сохранить золотое содержание национальной валюты – доллара. Он не только сам искренне верил в эффективность этих мероприятий, но и пытался убедить в этом избранного в 1933 г. на пост президента Франклина Делано Рузвельта. Случай иначе как клиническим и не назовешь. Ведь речь идет о человеке, который в 1921 г. спас 18 млн голодающих в России. Именно данную цифру указало советское правительство в благодарственной грамоте на его имя. Теперь же, став президентом своей страны, он решился на невиданный социальный эксперимент с непредсказуемыми последствиями. Свод положений, имеющих догматический характер, был поставлен выше человека.

Однако, для Франклина Рузвельта все в экономике сводилось к массовому настрою людей. Он считал, что они должны иметь мужество самим искать средства собственного спасения. Исходя из этого, стали предприниматься различные меры – прямое государственное финансирование, система обществен-

ных работ и т.д. Терпеливое экспериментирование не было направлено на то, чтобы разом все изменить. По ходу действий курс корректировался, если становилась очевидной его ошибочность.

На пятый день пребывания на президентской должности Рузвельт созвал первую пресс-конференцию. Историк Чарльз Бурд пишет, что он обсуждал фундаментальные проблемы американской жизни и общества куда более заинтересованней, чем все остальные президенты, вместе взятые.

Вторым важнейшим каналом общения президента с нацией стали, так называемые, «беседы у камина». Рузвельт первым среди больших политиков США осознал огромную силу такого нового вида средств массовой коммуникации как радио, 60 млн граждан настроили свои приемники в 22.00 воскресного дня 13 марта 1933 г. на нужную волну. Они внимали президенту, решившему объяснить им смысл своих действий и способы достижения поставленных целей.

Рузвельт обратился прямо к стране, то есть к народу США. Перед камином Белого дома установили свои микрофоны радиоконпании «Нэшнл», «Коламбия» и «Мьючуэл бродкастинг систем». Президент говорил с соотечественниками так, как никто до него. «Друзья мои, я хочу рассказать вам, что было сделано в последние несколько дней, почему это было сделано, и какие следующие шаги мы собираемся предпринять. Прежде всего, позвольте мне объяснить простой факт: когда вы вкладываете деньги в банк, этот банк не прячет ваши деньги в сейф. Он вкладывает ваши деньги в различные формы кредита – в акции, закладные. Другими словами, банк заставляет ваши деньги работать, чтобы «колеса» экономики продолжали крутиться...». В течение 20-ти минут Рузвельт излагал свои аргументы, тон его был убедительным, сложное сводилось к простому. Он призвал слушателей, по возможности, снова вкладывать деньги в банки: «Это лучше, чем держать их под матрасом». Вывод был категоричным: «Вместе мы не можем потерпеть поражение».

В следующий понедельник, на вторую неделю пребывания Рузвельта у власти, взносы в банки, к изумлению служащих, превысили изъятия, а к концу недели 2/3 банков страны возобновили работу. Потом стали говорить, что «капитализм был спасен за восемь дней». Можно сказать, что его великий эксперимент удался.

Заметим, в условиях «Великой депрессии» доллару американцы так и так доверяли очень слабо. Более надежными они считали золотые монеты и слитки, ходившие наряду с долларами. Придя к власти, Рузвельт можно сказать принудительно изъял в собственность государства золото, принадлежащее гражданам США. Предоставим к вашему вниманию выдержки из президентского указа 6106: «Я Франклин Делано Рузвельт, президент США, объявляю, что критическая ситуация национального масштаба существует, а потому... накладываю запрет на тайное накопление золотых монет, золотых слитков и золотых сертификатов на всей территории США частными лицами, товариществами, ассоциациями и корпорациями. ... Предписываю принять следующие меры: до 1 мая 1933 г. все лица обязаны сдать в Федеральный резервный банк (ФРБ) ... все имеющиеся у них накопления в виде золотых монет, золотых слитков и золотых сертификатов... По принятии их от граждан ФРБ или же любое из его подразделений обязаны выплатить гражданам эквивалентную компенсацию любыми другими монетами или валютой, имеющей хождение на территории США. В случае злонамеренного нарушения данного указа... лицо или лица, повинные в этом, могут быть оштрафованы на сумму, не превышающую 10 тыс. долларов, или же подвергнуты тюремному заключению сроком не более 10-ти лет, или же обоим этим наказанием одновременно. Такому же наказанию мог подвергнуться любой чиновник, сознательно участвовавший в этом нарушении или же ему способствовавший».

Сданное золото оплачивалось только долларами по курсу 22,6 за его унцию. Когда все золото у народа было собрано, Рузвельт повышает цену его унции до 35 долл. Но это касалось лишь иностранцев. Для граждан США золото на долгие годы стало запретным. А девальвация доллара пошла на пользу экономике страны. Впрочем, конфисковав золото, Рузвельт дал народу взамен алкоголь, отменив «сухой закон» 1919 г. Прежде на контрабандном виски наживалась мафия. Теперь доходы пошли в государственный бюджет.

Заметим, в первый же год президентства Рузвельт таким методом заставил народ уважать доллар. Принудить другие государства уважать доллар помогла Вторая мировая война, которая же окончательно вытаскала США из «Великой депрессии». Только по ленд-лизу США отправили союзникам вооружения, продовольствия и других товаров на 48 млрд долл.

Если Джордж Вашингтон назвал само существование североамериканской республики «великим экспериментом», то Франклин Рузвельт был, возможно, величайшим из национальных экспериментаторов. Он видел две цели: процветание страны и достойное место для нее в мировом сообществе. Ради достижения этих целей он готов был отказаться от многого. Возможно, историк будущего скажет, что главным достижением Франклина Рузвельта стало создание в стране преобладающего среднего сословия населения – людей, которым есть что терять в условиях игнорирования в застоявшемся обществе прогрессивных перемен. Это и обеспечило американскому «кораблю» устойчивость вопреки вавилонскому скоплению языков, рас и наций, позволило без потрясений выйти на уровень быстрого технологического обновления, реализовать уникальные исторические возможности, стать лидером Запада, а в определенном смысле – всего мира.

Выводы к главе 8

1. Глобализация мировой экономики приводит к тому, что финансовые кризисы в отдельных странах все чаще становятся и глобальными. Так, финансовый кризис начавшийся в 1997 г. в Таиланде, охватил многие страны Восточной и Юго-Восточной Азии, а затем распространился на страны в других регионах, в том числе Россию (август 1998 г.). Финансовый кризис, разразившийся в 2008 г. в США, также охватил весь мир.

2. Главная причина кризиса – фиаско ипотечных бумаг в США. Во многом за происходящее несут ответственность американские инвесторы, бравшие на себя огромные кредитные долги с целью оптимально заработать на ипотеке и ценных бумагах, а также на залоговых обеспечениях сомнительного качества. Известно, что большинство ипотечных кредитов и займов были привлечены искусственным путем выгодными ставками. По расчетам специалистов, долги США уже превысили 10 трлн долл. Реализация правительственного пакета мер, направленных на стабилизацию финансового рынка, может привести к дальнейшему росту внешнего долга страны.

3. Столь глубокий кризис дает основания аналитикам сделать вывод о том, что бурный рост экономики и финансовой сферы в 2006–2008 г., основанный на расширении внутреннего спроса и дешевых инвестиционных ресурсах, не создал запаса прочности, чтобы сколько-нибудь эффективно без вмешательства государства про-

тивостоять мировому финансовому кризису. Примечательно, что ориентированные на экспорт нефти и сырья экономики других государств, не имеющие «подушки безопасности» в виде финансовых ресурсов суверенных фондов, созданных в России, прошли испытание со значительно меньшими издержками.

Характерно, что финансовые власти страны явно не намерены пересматривать в целом позитивное отношение к политике плавной девальвации рубля, начатой ЦБ России в ноябре 2008 г. и завершенной к концу первого квартала 2009 г. Между тем, по мнению экспертов, именно этот курс наиболее негативно отразился на реальном секторе экономики страны. На несколько месяцев единственным доходным бизнесом в России стали спекуляции на валютном рынке. Финансовые ресурсы до предприятий практически не доходили. Кредиты из-за высоких процентных ставок оказались недоступны.

4. Краткий обзор макроэкономического состояния показывает о несущественном влиянии мирового кризиса на экономику Азербайджана. Этого удалось достичь за счет наличия значительных валютных резервов, стабильной политики внешних заимствований, снижения до минимума зависимости от международных валютно-финансовых рынков, обеспечения устойчивости национальной валюты. Сравнительный ситуационный анализ свидетельствует об отсутствии в Азербайджане снижения макроэкономических показателей, сокращения внешнеторгового оборота, массовой безработицы, существенного недостатка ликвидности, то есть всех негативных процессов, характерных для экономик других стран в период мирового кризиса. Более того наблюдались динамичный рост, в том числе в нефтяном секторе, снижение инфляционных тенденций.

В этой связи международные финансово-экономические организации уже обнародовали свои позиции в пользу азербайджанской антикризисной модели. По оценкам Азиатского банка развития, экономический рост в стране в текущем году будет на уровне 8%. Агентство Fitch Ratings также прогнозирует экономический рост в республике.

5. Президент США Франклин Рузвельт обратился прямо к стране, к народу. Перед камином Белого дома установили свои микрофоны радиокomпании «Нэшнл», «Коламбия» и «Мьючуэл бродкастинг систем». Президент говорил с соотечественниками так, как никто до него. «Друзья мои, я хочу рассказать вам, что было сделано в последние несколько дней, почему это было сделано, и какие следующие шаги мы собираемся предпринять. Прежде всего, позвольте мне объяснить простой факт: когда вы вкладываете деньги в банк, этот банк не прячет ваши деньги в сейф. Он вкладывает ваши деньги в различные формы кредита

– в акции, закладные. Другими словами, банк заставляет ваши деньги работать, чтобы «колеса» экономики продолжали крутиться...». В течение 20-ти минут Рузвельт излагал свои аргументы, тон его был убедительным, сложное сводилось к простому. Он призвал слушателей, по возможности, снова вкладывать деньги в банки: «Это лучше, чем держать их под матрасом». Вывод был категоричным: «Вместе мы не можем потерпеть поражение». В следующий понедельник, на вторую неделю пребывания Рузвельта у власти, взносы в банки, к изумлению служащих, превысили изъятия, а к концу недели 2/3 банков страны возобновили работу. Потом стали говорить, что «капитализм был спасен за восемь дней». Можно сказать, что его великий эксперимент удался.

6. В условиях «Великой депрессии» доллару американцы так и так доверяли очень слабо. Более надежными они считали золотые монеты и слитки, ходившие наряду с долларами. Придя к власти, Рузвельт можно сказать принудительно изъясил в собственность государства золото, принадлежащее гражданам США. Предоставим к вашему вниманию выдержки из президентского указа 6106: «Я Франклин Делано Рузвельт, президент США, объявляю, что критическая ситуация национального масштаба существует, а потому... накладываю запрет на тайное накопление золотых монет, золотых слитков и золотых сертификатов на всей территории США частными лицами, товариществами, ассоциациями и корпорациями. ... Предписываю принять следующие меры: до 1 мая 1933 г. все лица обязаны сдать в Федеральный резервный банк (ФРБ) ... все имеющиеся у них накопления в виде золотых монет, золотых слитков и золотых сертификатов... По принятии их от граждан ФРБ или же любое из его подразделений обязаны выплатить гражданам эквивалентную компенсацию любыми другими монетами или валютой, имеющей хождение на территории США. В случае злонамеренного нарушения данного указа... лицо или лица, повинные в этом, могут быть оштрафованы на сумму, не превышающую 10 тыс. долларов, или же подвергнуты тюремному заключению сроком не более 10-ти лет, или же обоим этим наказанием одновременно. Такому же наказанию мог подвергнуться любой чиновник, сознательно участвовавший в этом нарушении или же ему способствовавший».

Контрольные вопросы

1. Объясните причины возникновения финансовых кризисов. Какие виды они имеют? Отметьте самые крупные финансовые кризисы мировой экономики.

2. Какие признаки имеет современный мировой финансовый кризис?
3. Расскажите о ситуации в России и причинах аномального падения ее экономики?
4. Объясните, в чем суть антикризисной модели Азербайджана?
5. В чем заключается феномен Рузвельта в условиях «Великой депрессии»?

Глава 9. Мировой фондовый рынок

За последние десятилетия в деятельности мирового фондового рынка произошли существенные изменения, в которых выделяются *три основные направления*.

Во-первых, в это время происходят всемирная трансформация бирж и революция их активности. Наряду с увеличением объемов, меняются механизмы и инструменты, используемые на фондовых рынках.

Во-вторых, компонентом этого процесса является растущая интернационализация и глобализация биржевых рынков, что служит, с одной стороны, важной причиной увеличения оборота фондовых ценностей, а с другой, – выступает в качестве одной из наиболее ярких форм его проявления. В последние годы резко расширяются связи между биржами, происходят их международные перегруппировки.

В-третьих, растет неустойчивость мирового фондового рынка, свидетельством которой, в частности, являются биржевые кризисы 1987 г. и 2000–2002 гг.

9.1. Ситуация на мировом фондовом рынке

Анализируя ситуации на основных фондовых биржах мира, их сотрудники используют необычную для биржевых документов патетику и отмечают «все новые исторические рекорды бирж». Действительно, о значительной активности на рынках фондовых ценностей свидетельствует ряд объективных показателей, прежде всего, рост эмиссий ценных бумаг и дальнейшее увеличение роли акционерных обществ. Доказательством возрастания объемов и значения фондовых рынков является скачок совокупных биржевых оборотов, чрезмерный рост цен на акции, усиление влияния биржевых фирм, умножение количества операций, расширение мобильности фондовых ценностей и др.

В настоящее время стоимость всех акций и облигаций, на-

ходящихся в обращении на мировых фондовых биржах, превышает годовой объем валового общественного продукта крупнейших западных стран. Капитализация Нью-Йоркской биржи существенно превосходит уровень ВВП страны, что отличает современное положение от периода, предшествовавшего «Великая депрессия». В 1928 г. капитализация на Нью-Йоркской бирже, в значительной степени выросшая в 20-е годы, не превышала 70% стоимости ВВП США. Аналогичная ситуация сложилась на Токийской, Лондонской, Цюрихской, Амстердамской и других биржах мира.

Возросла мобильность ценных бумаг, участвующих в биржевых оборотах. Так, по подсчетам экспертов, в последнее время на протяжении одного года практически 3/4 акций меняют своих владельцев на биржах США и Японии.

Особенно важен факт увеличения доходности инвестиций в акции и другие ценные бумаги, о чем ясно свидетельствует биржевая статистика. Преобладание тенденции к повышению приводит к существенному отрыву номинальной стоимости акций от биржевых курсов. Котировки отрываются и от реально выплачиваемых дивидендов. Характерен пример американских фондовых бирж, общий объем капитализации которых в апреле 2007 г. превысил 30 трлн долл. Общий индекс биржевой активности вышел на рубеж в 11 тыс. пунктов. Котировки многих ценных бумаг превышали номинал, а объем дивидендов – в 40–1200 раз.

В последние годы на многих фондовых биржах мира проводятся процессы трансформации организации и механизмов. Возникают новые структуры биржи, обновляются основные правила их функционирования. В рамках общих процессов либерализации экономики ослабляется регулирующая функция государственной администрации. Уменьшается роль основного в прошлом элемента биржевых торгов, то есть торгового зала, растет значение использования компьютеров.

Особенно значительные изменения происходят в соотношении сил между основными мировыми фондовыми биржами и в связях между ними. В 60–80-е годы ситуация на рынках фондовых ценностей характеризовалась значительным превосходством США. Эмиссия акций на американском рынке превышала половину совокупной эмиссии дивидендных ценных бумаг на рынках других развитых стран. А по выпуску облигаций американский рынок превосходил всех их.

Ситуация резко изменилась в конце 80-х годов. В 1989 г. на первое место среди мировых фондовых бирж вышла Токийская, где объемы деятельности в течение 80-х годов увеличились в 10 раз. На втором месте оказалась Нью-Йоркская, третья, по-прежнему принадлежала Лондонской, четвертое и пятое занимали соответственно Франкфуртская и Парижская фондовые биржи. Интенсивный рост американской экономики в течение 90-х годов XX в. и в начале XXI в. вновь изменил ситуацию, Нью-Йоркская биржа вернула мировое лидерство, опередив Токийскую, а другие упомянутые ведущие биржи сохранили свои прежние позиции¹⁵.

На соотношение сил значительное влияние оказывает процесс интеграции бирж, который проявляется, прежде всего, в расширении их взаимных связей. Простейшей формой является котировка одних и тех же ценных бумаг на разных фондовых биржах. Растет количество иностранных компаний, участвующих в торгах на биржах других стран. В 2007 г. на Нью-Йоркской бирже осуществлялись котировки акций около 800 иностранных компаний, которые составляли более 10% ее оборота. В сентябре 2005 г. на Франкфуртской бирже началась торговля 250 ведущими американскими акциями, номинированными в евро. С 2001 г. Будапештская фондовая биржа осуществляет торговлю акциями БМВ, Микрософт и Дженерал электрик, а также Китай открыл доступ внутренним инвесторам к акциям, номинированным в иностранной валюте. В перспективе в Китае предполагается допустить зарубежных инвесторов к торговле акциями, номинированными в юанях, в результате чего китайский рынок может стать четвертым в мире по величине (после американского, британского и японского).

Более распространенной формой является процесс интеграции самостоятельных бирж, которая реализуется путем заключения соглашений о частичном или даже полном их объединении. Кроме того, подписываются соглашения о сотрудничестве по конкретным направлениям.

9.2. История становления биржевой торговли

В этом контексте представляется целесообразным остановиться на истории становления биржевой торговли. Внебиржевой рынок появился в Западной Европе – первоначально в Голландии и Англии, одновременно с появлением ценных бу-

маг (XIII–XIV вв.) и по мере своего развития создавал условия для возникновения первых бирж (XVI в). Массовые фондовые операции начались в XVI–XVII вв. с выпуском государственных ценных бумаг. История развития фондового рынка связана с деятельностью Ост-Индской английской и Объединенной Ост-Индской голландской компаний, созданных в начале XVII в. Наиболее известны в истории, созданная в 1531 г. в Антверпене биржа, на которой совершались сделки не только с ценными бумагами, но и с товарами, а также действующая с 1611 г. в Амстердаме фондовая биржа и образованная в 1773 г. в Лондоне первая специализированная фондовая биржа.

Биржевая торговля берет свои истоки в Голландии.

Биржа (голл. *Beurs*, нем. *Börse*) – форма регулярно действующего оптового рынка товаров, продающихся по стандартам и образцам (товарная биржа), ценных бумаг и их производных (фондовая биржа) и иностранной валюты (валютная биржа), а также рабочей силы (биржа труда). Товарная биржа сосредотачивает оптовый оборот по массовым, в основном сырьевым (различные виды цветных металлов, нефтепродукты и т.д.) и продовольственным товарам (зерно, сахар, хлопок и т.д.). Различают универсальные и специализированные (по отдельным товарам или их группам) товарные биржи. На официальных фондовых биржах допускаются операции с акциями крупных предприятий прошедших процедуру листинга. Другими ценными бумагами были облигации правительства Голландии, администрации Амстердама и других городов.

Старейшая Амстердамская фондовая биржа была организована в 1611 г. Регулярные торги длительное время проходили лишь ценными бумагами (акциями) Объединенной Ост-Индской компании – первая акционерная компания в Нидерландах.

Ост-Индская компания (Нидерландская) – торговая компания (1602–1798 гг.). Она имела монопольное право торговли, мореплавания, размещения факторий (торговая контора или поселение европейских купцов в колонизированных странах) и т.д. в бассейнах Индийского и Тихого океанов. Компания захватила значительные территории в Юго-Восточной Азии и на Юге Африки. Была главным инструментом создания нидерландской колониальной империи.

Второй компанией, представленной на Амстердамской бирже, стала Вест-Индская компания.

Вест-Индская компания (Нидерландская) – торговая компания (1621–1791 г.). Она получила от голландских Генеральных штатов монопольное право торговли и колонизации в Америке и Западной Африке. Компания захватила часть территории Бразилии, ряд островов Вест-Индии, часть восточного побережья Северной Африки (основан г. Новый Амстердам, в 1674 г. англичанами переименован в Нью-Йорк).

В XVIII в. появились акции Ост-Индской компании, Компании Южных морей, Банка Англии, правительств европейских государств. В 1747 г. на Амстердамской бирже котировалось 44 вида ценных бумаг. К концу XVIII в. центр биржевой торговли смещается в Великобританию, на территории которой в 1773 г. появилась первая специализированная биржа, названная фондовой биржей – Stock Exchange. Фондовые биржи возникли также в Ливерпуле, Манчестере, Глазго, Кардифе, однако, центральное место занимал Лондон. Из-за принятых ограничений до середины XIX в. основными видами ценных бумаг на Лондонской фондовой бирже являлись *государственные облигации*. До 1826 г. только Банк Англии имел право быть акционерным обществом. Остальные банки функционировали как индивидуально-частные предприятия или товарищества. Эти запреты окончательно были отменены только во второй половине XIX в.

Во Франции в 1801 г. по указу Наполеона было начато строительство здания Парижской фондовой биржи, которое было завершено в 1826 г. Основными ценными бумагами, с которыми работали агенты по обмену в XVIII в., были *векселя*. Однако, уже к 1849 г. на Парижской фондовой бирже котировались, примерно, 130 долговых и долевых ценных бумаг.

В Америке первая фондовая биржа возникла в 1791 г. в Филадельфии. Через год 24 брокера из Нью-Йорка подписали соглашение о создании Нью-Йоркской фондовой биржи. Согласно соглашению, отмененному лишь в 1975 г., сделки заключались только между членами фондовой биржи, причем комиссионные являлись фиксированными. Первоначально основными объектами торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже были долговые обязательства государств и лишь по завершении гражданской войны Севера и Юга акции заняли приоритетное место.

Особенность работы на рынке ценных бумаг, это историческая близость нормальных и цивилизованных методов ведения

биржевой торговли с целым комплексом приемов и подходов, временами граничащих с незаконными операциями, а в некоторых случаях являющихся прямым злоупотреблением доверия. Научиться понимать и отделять эти два подхода не менее важно, чем умение извлекать прибыль от операций на рынках.

9.3. Понятие и сущность рынка ценных бумаг

Понятие *рынок ценных бумаг* или *фондовый рынок* объединяет отношения, возникающие при эмиссии и размещении ценных бумаг (независимо от типа эмитента), а также деятельность профессиональных участников рынка по последующему обращению ценных бумаг. На *фондовом рынке* складываются отношения имущественных прав по поводу владения и кредитования специфическими финансовыми инструментами – ценными бумагами. *Рынок ценных бумаг* (как и другие рынки) представляет собой сложную организационно-экономическую систему законченных технологических циклов. Он включает как эмитентов (юридических или физических лиц), выпускающих ценные бумаги, так и инвесторов (юридических или физических лиц), покупающих ценные бумаги, а также посредников (дилеров, брокеров, маклеров и др.), помогающих обращению ценных бумаг и совершенно различных фондовых операций.

Различают первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой рынок ценных бумаг. На *первичном рынке* происходит первичный выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия), а на *вторичном рынке* осуществляются различные операции с уже выпущенными ценными бумагами (фондовые операции). Структура фондового рынка включает также отраслевые и региональные рынки ценных бумаг, отдельные рынки различных видов ценных бумаг.

Существенные изменения в мировой экономике оказали значительное влияние на рост активности рынка капитала. Растущее влияние на мировую финансовую систему имело возникновение новых рынков капитала в развивающихся странах. Расширение мирового фондового рынка связано и с трансформационными процессами в бывших социалистических странах, получивших название стран с переходной экономикой в конце 80-х – начале 90-х годов. Активно происходит их интеграция в мировой финансовый рынок, в результате

чего везде наблюдается повышение роли фондовых рынков, то есть растет оборот ценных бумаг, создаются новые биржи и внебиржевые системы торговли, развивается инфраструктура и принимается законодательство, стимулирующее внутренние и внешние инвестиции.

В последнее десятилетие развитие фондового рынка существенно ускорилось в результате широкой компьютеризации и обострения конкуренции между кредитно-финансовыми институтами. При этом начался процесс преобразования фондового рынка, приспособления его организации к меняющейся структуре держателей ценных бумаг. В этом плане особое внимание привлекает на себя, например, развитие фондового рынка в США. Они в настоящее время сохраняют за собой роль ведущей экономической страны в мире, обладающей значительным потенциалом и имеющей лидирующие позиции во многих отраслях, в том числе и в сфере финансов. Эффективность американской экономики в незначительной степени обусловливается высокоорганизованным финансовым и инвестиционным комплексом. Гибкость и эффективность инвестиционного механизма США в существенной мере определяется наличием высокоразвитого института профессионального финансового посредничества.

Особенностью отличается роль фондового рынка США, оборот которого является весьма значительным в мире. В силу исторически сложившихся особенностей американской кредитной системы мобилизация значительной части ищущих применения капиталов, а также накоплений населения осуществлялась путем эмиссии акций и облигаций. Поэтому в США фондовый рынок получил особое значение как существенный фактор централизации капитала.

9.3.1. Характеристика первичного рынка ценных бумаг

Первичный рынок ценных бумаг является местом, где происходит первичная эмиссия и первичное размещение ценных бумаг. К задачам первичного рынка относятся привлечение временно свободных денежных ресурсов, активизация финансового рынка, снижение уровня инфляции. Первичный рынок ценных бумаг выполняет следующие функции:

- организация выпуска ценных бумаг;

- размещение ценных бумаг;
- учет ценных бумаг;
- поддержание баланса спроса и предложения;
- трансформация отношений собственности.

К основным субъектам первичного рынка ценных бумаг относятся эмитенты и инвесторы. Активными участниками данного рынка являются инвестиционные фонды и финансовые компании, а также различные посредники – фирмы, представительства, агентства, филиалы, занимающиеся куплей-продажей корпоративных ценных бумаг. На первичном рынке активно работают коммерческие банки.

На первичном рынке осуществляются эмиссия (выпуск), первичное размещение ценных бумаг, определение их рыночной стоимости, оценка инвестиционного риска, государственная регистрация выпуска, регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг, назначение реестродержателя, хранение ценных бумаг. В соответствии с действующими стандартами эмитентом является коммерческая организация, принявшая решение о выпуске и осуществляющая или осуществившая размещение ценных бумаг. Эмитент подготавливает проспект эмиссии.

К публичному размещению на первичном рынке ценных бумаг, согласно Указа Президента РФ «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации», допускаются:

- государственные ценные бумаги;
- именные акции акционерных обществ;
- опционы на ценные бумаги, варранты (то есть производные ценные бумаги);
- облигации, включая облигации, выпускаемые органами государственной власти и местного самоуправления;
- жилищные сертификаты;
- иные ценные бумаги, обращение которых разрешено в соответствии с федеральными законами и международными договорами РФ.

Одной из отличительных черт структуры российского фондового рынка стало существенное преобладание операций с государственными ценными бумагами. Кроме того, весьма характерно и то, что основная часть ценных бумаг проходит только стадию первичного размещения, почти не обращаясь на вторичном рынке.

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» акционерное общество в своем уставе должно закреплять число размещенных и объявленных акций. Количество и номинальная стоимость *размещенных акций* определяются в Уставе. Общая стоимость акций (по номиналу), размещенных среди акционеров, образует уставный капитал акционерного общества. При учреждении акционерного общества по закону все акции должны быть размещены среди учредителей. Если акционерное общество открытого типа, то при его учреждении среди акционеров-учредителей должно быть размещено акций на сумму не менее 1 тыс. минимальных размеров оплаты труда на дату выпуска акций, а если акционерное общество закрытого типа, то стоимость размещенных акций должна быть не менее 100 минимальных размеров оплаты труда. *Объявленные акции* рассматриваются как дополнительные к размещенным акциям при учреждении акционерного общества, в Уставе которого определяются их количество и номинальная стоимость. Отметим, что номинальная стоимость всех обыкновенных акций должна быть одинаковой.

В проспекте эмиссии должны быть указаны следующие сведения об эмитенте:

1. Полное и сокращенное наименование эмитента.
2. Данные об изменениях в наименовании и организационно-правовой форме эмитента.
3. Номер и дата государственной регистрации.
4. Идентификационный номер налогоплательщика.
5. Место нахождения, полный почтовый адрес эмитента и телефоны.
6. Расчетные и иные счета эмитента.
7. Учредители эмитента (общее число акционеров эмитента и информация об акционерах, которые владеют не менее чем 5% долей уставного капитала).
8. Структура органов управления эмитента.
9. Члены совета директоров (наблюдательного совета).
10. Исполнительная дирекция (правление или генеральный директор).
11. Вознаграждение, выплачиваемое членам совета директоров, исполнительного органа и другим руководящим лицам.
12. Сведения о юридических лицах, в которых эмитент владеет более чем 5% уставного капитала.
13. Доля участия эмитента в уставном капитале его дочер-

них и зависимых обществ.

14. Доля участия юридических лиц, в которых эмитент обладает более чем 5% уставного капитала, в уставном капитале эмитента.

15. Филиалы и представительства эмитента.

16. Аффилированные лица эмитента (то есть лица, имеющие долю участия в уставном капитале или связанные с учредителями и исполнительской дирекцией).

17. Основная отрасль деятельности эмитента.

18. История образования и деятельности эмитента.

19. Планы будущей деятельности эмитента (организация нового производства, разработка новых видов продукции и т. п.).

20. Основные виды продукции (услуг), в том числе экспортной.

21. Основные виды деятельности и их доля в общих доходах.

22. Источники сырья, материалов и услуг (основные поставщики), в том числе поставки по импорту.

23. Рынки сбыта продукции (работ, услуг) эмитента (основные потребители).

24. Патенты и иные Нематериальные активы (торговые знаки, лицензии и т.п.).

25. Политика эмитента в отношении запасов (оборачиваемость запасов и т. п.).

26. Сезонный характер деятельности (доля сезонных работ в общих доходах).

27. Будущие обязательства.

28. Основные конкуренты.

29. Информация о санкциях, наложенных на эмитента, и его участие в судебных процессах.

30. Существенные договоры и обязательства эмитента (по сделкам, размер которых превышает 10 тыс. минимальных размеров оплаты труда) и др.

Эмиссия ценных бумаг осуществляется при учреждении акционерных обществ, увеличении размеров их первоначального уставного капитала путем выпуска акций, привлечении заемного капитала юридическими лицами, государственными органами или местными органами власти путем выпуска облигаций и иных долговых обязательств. Эмиссия ценных бумаг включает определение размеров выпуска, подготовку и публи-

кацию проспекта эмиссии, регистрацию выпуска, печать бланков ценных бумаг, публикацию объявления о выпуске. Размер выпуска акций определяется величиной уставного капитала акционерного общества и его приращения. Количество выпускаемых акций исчисляется делением величины уставного капитала или его приращения на номинальную цену бумаги. Размер выпуска долговых обязательств рассчитывается делением суммы займа на номинальную цену облигации, сертификата или финансового векселя.

Андеррайтинг — это гарантированное размещение ценных бумаг. *Андеррайтер*, то есть участник торговли ценными бумагами новых выпусков осуществляет гарантированное размещение ценных бумаг, получая от эмитента и соответствии с договором генеральную скидку, в которой и заложен дилерский спрэд. *Дилеры* совершают сделки купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет. В этом случае субъект рынка получает вознаграждение за счет разницы между ценой покупки и ценой продажи (дилерского спрэда). На дилерском рынке оперируют владельцы ценных бумаг, которые сами называют цену и «делают» рынок. Дилер рискует гораздо больше, чем андеррайтер, и его прибыль может многократно превышать размеры самого крупного комиссионного вознаграждения.

9.3.2. Специфика вторичного рынка ценных бумаг

На вторичном рынке ценных бумаг осуществляется большинство операций с ценными бумагами за исключением первичной эмиссии и первичного размещения. *Целью* вторичного рынка является обеспечение реальных условий для покупки, продажи и проведения других операций с ценными бумагами после их первичного размещения. *Задачами* вторичного рынка ценных бумаг считаются:

- повышение финансовой активности хозяйствующих субъектов и физических лиц;
- развитие новых форм финансовой практики;
- совершенствование нормативно-правовой базы;
- развитие инфраструктуры;
- соблюдение принятых правил и стандартов.

Основной задачей вторичного рынка ценных бумаг является перераспределение капиталов в наиболее эффективные про-

изводства и привлечение инвестиций для развития предприятий.

К *отличительным особенностям* вторичного рынка относятся большое разнообразие инвестиционных возможностей, качеств и характеристик обращающихся ценных бумаг, зависимость от ряда субъективных и объективных факторов.

Вторичный рынок ценных бумаг включает организованный и неорганизованный (внебиржевой) рынок. Основными участниками вторичного рынка ценных бумаг являются государство, акционерные общества, специалисты – профессиональные участники рынка ценных бумаг, инвестиционные фонды и компании, коммерческие банки, фондовые центры и магазины, прочие хозяйствующие субъекты и граждане, то есть физические лица.

По видам ценных бумаг вторичный рынок делится на рынки акций, облигаций, варрантов, закладных, производных ценных бумаг, в том числе рынки опционов и фьючерсов на ценные бумаги и фондовые индексы. Обращение бумаг на вторичном рынке – это в основном перепродажа ценных бумаг. Большая часть сделок по купле-продаже производится через посредников-брокеров, инвестиционных дилеров, трейдеров (представителей фирм в торговой зоне биржи) по рыночной цене (курсу).

Современная активизация вторичного рынка ценных бумаг прежде всего, связана с проведением дополнительных эмиссий как одним из способов привлечения инвестиционных ресурсов в акционерные общества и их реструктуризации. На вторичном рынке ценных бумаг России широко представлены акции приватизированных предприятий. На биржевом рынке обращается незначительная часть акций отдельных предприятий, входящих в разряд наиболее инвестиционно привлекательных, типа акций ПАО «Газпром». Таких предприятий около ста. Внебиржевая Российская торговая система (РТС) охватывала акции еще около 300 предприятий.

Остальная часть акций не участвует в вышеназванных активных рыночных операциях и лишь частично задействована в операциях на вторичном рынке ценных бумаг отдельных регионов. Эта часть акций весьма значительна по удельному весу и может составлять более 95% акций, обращающихся на вторичном фондовом рынке России. Проблема вовлечения данной части акций в активные фондовые операции связана с недоста-

точной заинтересованностью их владельцев, их слабой информированностью, а иногда и отсутствием необходимых знаний по конкретным вопросам развития рынка ценных бумаг.

Для участников вторичного рынка ценных бумаг услуги предоставляет депозитарий, основной целью создания которого является хранение ценных бумаг и обслуживание сделок с ними через систему безналичных счетов. Депозитарная система представляет собой основу для создания эффективного механизма исполнения сделок с низким уровнем риска. Важнейшей чертой метода безналичных счетов является то, что перевод некоторого количества фондовых активов с одного счета на другой осуществляется путем дебетно-кредитных операций со счетами в центральной депозитарии. Депозитарий может предоставлять услуги по клирингу, ответственному хранению, расчетам и послеторговому обслуживанию ценных бумаг, а также по обработке информации об операциях с ними.

Исполнение сделок по ценным бумагам может быть организовано в системе центрального депозитария либо на основе единичного исполнения, либо с использованием систем зачета, в зависимости от числа сделок и особенностей рынка и его участников. В идеале единая национальная депозитарная сеть должна охватывать все выпуски ценных бумаг, имеющие обращение на рынках. Необходимо, чтобы в депозитарии хранилось максимальное количество ценных бумаг, торгуемых на внутреннем рынке: акций, облигаций, варрантов и иных типов инструментов (как именных, так и на предъявителя).

Основные цели создания депозитарной сети могут быть достигнуты и путем хранения сертификатов ценных бумаг, если созданная система позволяет исполнять сделки без поставки и перерегистрации ценных бумаг. Этого можно достичь, если депозитарии будут действовать как номинальные держатели от имени реального держателя — клиента депозитария.

На биржевом или внебиржевом вторичном рынке ценных бумаг сделки заключаются трейдером. На основе отработанных в процессе заключения сделки параметров заполняется *тикет* (распорядительная записка). При этом он может быть заполнен как в процессе заключения сделки, так и сразу после ее совершения. В тикете содержится информация о заключенной сделке: участники сделки и наименование ценной бумаги; данные сделки (ценовые и количественные характеристики); условия перерегистрации ценных бумаг; условия оплаты; на-

именование и подпись трейдера, заключившего сделку; номер тикета.

По каждой дилерской сделке должен быть заполнен один тикет. В случае осуществления ряда взаимосвязанных сделок, включая посреднические сделки, количество заполняемых тикетов зависит от числа участников сделки. Тикет подписывается начальником торгового отдела биржи или старшим трейдером и ему присваивается номер по принятой системе нумерации, которая должна отражать количество заключенных сделок за каждый день.

Подтверждение сделки имеет целью информировать контрагента о параметрах сделки с целью их сверки до момента заключения договора, то есть на первоначальном этапе. Поэтому подтверждение сделки, подготовленное специалистом бэк-офиса, направляется контрагенту сразу после совершения сделки и до подписания договора. В нем кроме информации, содержащейся в тикете, фиксируется имя и должность лица, которое будет подписывать договор, и на основании каких полномочий это лицо действует. Также фиксируются реквизиты банковского счета, с которого будет произведен платеж по данной сделке.

В случае если подтверждение сделки, направленное контрагенту, не поступило обратно к утру следующего дня после совершения сделки, считается, что контрагент принимает ее условия. Далее, специалист бэк-офиса на основе данных тикета и данных, указанных в подтверждении сделки, составляет необходимое число экземпляров договора купли-продажи. Данные об этой сделке заносятся в журнал дилерских операций.

Исполнение сделки включает получение выписки, подтверждающей перерегистрацию ценных бумаг. Данные о перерегистрации заносятся в журнал дилерских операций в хронологическом порядке. Если осуществляется операция продажи ценных бумаг, то до конца операционного дня в журнале отражается сумма денежных средств, поступившая к оплате.

Кроме того, на вторичном рынке ценных бумаг занимаются брокеры, которые за комиссионное (агентское) вознаграждение заключают сделки от своего имени за счет другого лица и по его поручению. Рынок, на котором действуют брокеры, наименее доходен для его профессиональных участников, хотя и достаточно безопасен. Он управляется с помощью системы,

так называемых, лимитных приказов – клиентских поручений, содержащих ценовые условия предполагаемых сделок. Вознаграждение брокеру выплачивается двумя способами.

Первый способ предполагает изначальное определение размера комиссионного вознаграждения в процентах от стоимости сделки. Такой способ может использоваться, если тенденции рынка прослеживаются и изменения цен на нем предсказуемы.

Второй способ предоставляет брокеру определенные возможности для ценового маневра на рынке, например, возможность установления максимального (при покупке) или минимального (при продаже) ценового лимита с отнесением на комиссионное вознаграждение дополнительного дохода по сделке или его части (брокерская премия).

Чаще всего подобная система используется на вторичном рынке обыкновенных акций в случае, если рынок неустойчив и предсказать его развитие представляется затруднительным.

При торговле с короткой позиции брокер заключает договор купли-продажи от своего имени и за свой счет, предполагая, что до момента исполнения обязательств по договору он найдет для него денежное покрытие (или необходимые ценные бумаги). При такой торговле риски многократно возрастают, но многократно возрастает и потенциальный доход от сделок. Для расширения клиентской базы и оптимизации системы расчетов по сделкам брокер может использовать маржевое кредитование клиентов, выдавая последним краткосрочные ссуды на приобретение ценных бумаг.

В дальнейшем в зависимости от изменения курса ценных бумаг ситуация может развиваться по разным аспектам. При возникновении отрицательной разницы такая ссуда погашается из средств, дополнительно перечисляемых клиентами. В случае курсового прироста стоимости ценных бумаг, приобретенных на марже, ссуда погашается за счет выручки от их реализации. Сделки с использованием маржевых кредитов могут быть весьма выгодными как для брокера (максимизируют комиссионное вознаграждение, обеспечивают последующие заказы и связи с данной сделкой), так и для его клиентов. Однако так же, как и торговля с короткой позиции, они сопряжены с существенным риском, степень которого тем выше, чем неопределеннее ситуация на рынке.

В развитии вторичного рынка ценных бумаг играет заметную роль Российская товарная система (РТС), основной целью

которой является активизация торговли на данном рынке. Важными действиями в развитии торговли финансовыми активами стали:

- создание института маркет-мейкеров — фирм, берущих на себя обязательства, поддерживать минимум три твердые двусторонние котировки и две твердые односторонние котировки акций наиболее популярных эмитентов;

- принятие всеми участниками РТС стандартного договора купли-продажи.

Предшественницей РТС стала система ПОРТАЛ (разработка американской фирмы NASD), введенная в конце 1994 г. Это система двусторонней связи между пользователями, находящимися в своих офисах, и центральным сервером. В 1995 г. ПОРТАЛ заменена системой РТС. Вначале в РТС твердо котировались акции 7 эмитентов («Ростелеком», РАО «ЕЭС России», «Юганскнефтегаз», «Мосэнерго», «Коминетфть», «Пурнефтегаз», «Иркутскэнерго»). В настоящее время в системах РТС-1, РТС-2 и РТС-3 котироваются акции около 300 эмитентов. РТС связала единой сетью четыре внебиржевых рынка в Москве, Санкт-Петербурге, Новосибирске и Екатеринбурге. В результате у брокеров появилась возможность вести торговлю в режиме реального времени, связываться с контрагентами из отдаленных районов, вводить информацию (предложения) и подтверждать заключение сделки, следить за поведением рынка.

Российская торговая система (РТС) включает рынок самых ликвидных корпоративных акций (РТС-1), среднесуточного оборота которых должен составлять не менее 100 тыс. долл., и рынок менее ликвидных акций (РТС-2). В 1998–1999 гг. получила развитие система РТС-3, предназначенная для торговли через сеть Интернет.

Треjder следит за «лучшими» ценами на продажу и покупку не более чем 24 компаний. В основном это компании, включенные в официальный листинг, но трейдер может следить и за «лучшими» ценами других интересующих его акций, на которые в РТС выставлены твердые цены. Всего в РТС таких акций более 80. Треjder также оценивает «глубину» котировок, то есть предложения других участников рынка на покупку и продажу акций конкретного эмитента (одновременно не более трех). Для заключения сделки достаточно сообщить контрагенту, что сделка совершена по цене, выставленной им в системе на условиях стандартного договора. Результаты сделки в тече-

ние 10 мин. вносятся в систему, сроки перерегистрации прав собственности и оплаты указаны в договоре, В случае нарушения договора предусматриваются штрафные санкции.

Правила РТС требуют, чтобы котировки участников не отличались более чем на 10% от «лучших» дневных котировок. Введена автоматическая блокировка цены, выходящей за 10% лимит. Минимальный лот, установленный в рамках РТС, – 10 тыс. долл. В РТС осуществляется депозитарно-клиринговая деятельность. С 1995 г. ведется расчет индекса РТС по наиболее ликвидным акциям. Индекс «Интерфакс–РТС» является одним из важнейших показателей, определяющих состояние рынка. Он основывается на реальных сделках, проведенных в торговой системе.

9.4. Распределение денежных потоков в мировой финансовой системе и роль государства в денежно-кредитной политике

Основой современной денежной системы является механизм кредитования. Все существующие финансовые инструменты и их деривативы*, кроме золота, являются чьими-то обязательствами, будь-то акции предприятий или государственные ценные бумаги. То есть, во всем мире происходит процесс перераспределения ссудного капитала для повышения эффективности производства.

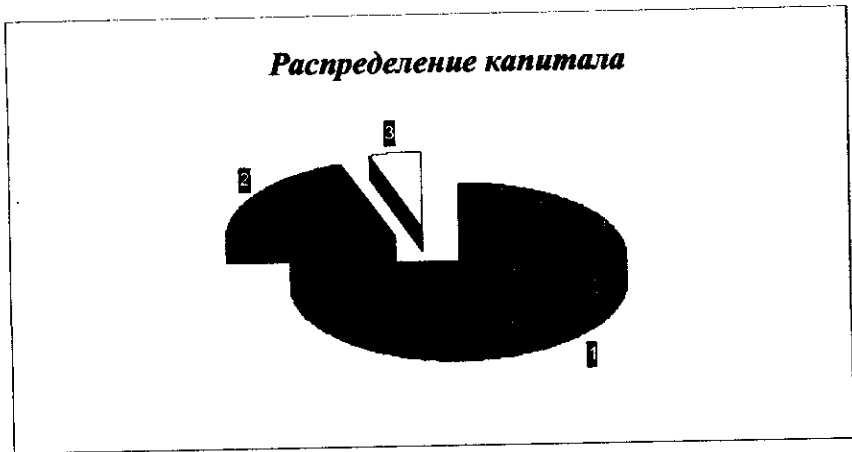
Этот процесс привел в последнее время не только к гигантскому росту капитализации мировых финансовых рынков, но и началу кризисных явлений в мировой экономике, называемых депрессией.

Несмотря на обвал американских фондовых рынков в 2000–2003 гг. общие пропорции рынков услуг и кредитов не претерпели значительных изменений. На рис. 4 показано распределение денежных потоков в современной мировой финансовой системе.

Цифрами обозначены рынки:

- 1 – деривативы;
- 2 – наличный товар, акции, облигации;
- 3 – драгоценные металлы.

* Деривативы – производные от наличного товара финансовые инструменты (фьючерс, опцион, форвард)



Формируя экономическую жизнь в стране, государство опирается в своих действиях на ряд национальных структурных органов – Министерство финансов, Центральный банк, налоговые и таможенные службы, Федеральная комиссия по ценным бумагам, которые призваны решать вопросы денежно-кредитной политики.

Совместные действия этих государственных органов позволяют регулировать все основные параметры экономического состояния страны – инфляция, занятость, размер инвестиций и т.д.

При рассмотрении роли государства в регулировании экономики и финансового рынка стоит отталкиваться от классического понимания этого вопроса, но с поправкой на «российскую действительность», то есть надо учесть весь комплекс «полурыночного» состояния страны, со всеми вытекающими отсюда последствиями.

Фискальная политика. Повышение либо понижение уровня налогов на экономику и население приводит к изменению потребительских расходов и инвестиций. Чем выше налоги, тем меньше чистый доход населения и ниже инвестиции в экономику, соответственно сокращая тем самым денежную базу при стабильной экономике можно воздействовать на инфляцию. Применительно к современной ситуации в России, понижение налогов на население и экономику увеличивает потребительские расходы, позволяет нарастить сбережения и повысить инвестиции, что приводит к росту внутреннего валового продукта (ВВП).

Рынок государственных ценных бумаг. Это инструмент регулирования денежной массы в стране, позволяющий бороться как с инфляцией, так и дефляционными проявлениями и застоем экономики. При усилении инфляционных процессов рынок государственных ценных бумаг позволяет связать свободную денежную массу путем выпуска облигационных займов, а при дефляции государство может увеличить предложение денег путем выкупа своих обязательств у участников рынка.

Однако, пример дефолта 1998 г. в России показывает, что неразумность использования привлеченных средств с рынка государственных ценных бумаг может привести к кризису не только кредитно-финансовой сферы, но и государственной финансовой системы в целом.

Одним из механизмов воздействия на экономику в сочетании с рынком государственных ценных бумаг является **ставка рефинансирования** Центрального банка РФ, под которую он предоставляет кредиты коммерческим банкам. Изменяя ставку можно воздействовать на стоимость привлеченных финансовых ресурсов, что непосредственно оказывает влияние на темпы объемов производства и инфляционное состояние экономики.

Следует отметить, что в России ставка рефинансирования выполняет пока декларативные функции и непосредственного кредитования коммерческих банков Центральным банком РФ в общепринятом понимании не происходит. Для регулирования тех же инфляционных процессов в распоряжении Центрального банка РФ находится еще более мощный инструмент воздействия на связывание денежной массы – **нормы обязательного резервирования коммерческих банков**.

В этом случае коммерческие банки обязаны резервировать часть привлекаемых на свободном рынке средств в Центральном банке РФ, что позволяет ему, регулируя норму резервирования, высвободить либо связывать инвестиционные ресурсы, идущие на финансовый рынок и в экономику страны.

Для России на данном этапе развития важным государственным регулирующим органом, воздействующим на общее состояние экономики, является **таможенная служба**. Уровень ставок на ввозимые товары на территорию России и стран СНГ оказывает весьма важное значение не только на производство, но и на специализацию производимой продукции, уровень производительности труда и общие доходы государства.

Не менее важным элементом экономической политики государства является *курсообразование национальной денежной единицы*, применительно к России – рубля. Длительное время среди экономической «верхушки» доминировало мнение, что постепенное снижение, либо падение рубля помогает национальной промышленности, при этом в благоприятной ситуации были только экспортеры, причем отнюдь не высокотехнологичного товара, а природного сырья.

Для разрешения извечного вопроса для России – что выгодно падение рубля, либо его стабильность и поступательное движение, стоит обратить внимание на экономику Японии. В начале 70-х годов XX в. курс доллара составлял около 500 йен, рост экономики страны в этот период составлял 10–15%. А к концу 80-х годов курс достиг величины 88 йен за 1 доллар США и экономика развивалась примерно в том же ритме. Но, затем Центральный банк Японии начал проводить политику ослабления национальной валюты, что повлияло на общее состояние экономики страны. Япония впала в тяжелую стагнацию, экономический рост отсутствует, а дефляционное давление на экономику оказывается все более существенным.

Что же послужило причиной остановки развития экономики, при, казалось бы, идеальных условиях для промышленности, включая практически нулевые ставки кредитования? Задайтесь вопросом – вам нужна слабая национальная валюта, и как Вы поступите с падающим российским рублем?

Ответ для россиян 90-х годов XX в. очевиден – покупка иностранных валют ведущих стран, прежде всего, доллара США. Применительно для Японии происходило похожее – переток или бегство капиталов (*capital flight*^{*}) на зарубежные рынки Китая, Южной Кореи и стран Юго-Восточной Азии, что приводило к стагнации национальной промышленности и отсутствию интереса со стороны иностранных инвесторов. Этот процесс продолжался до середины 2003 г. и закончился только после того, как Центральный банк Японии отказался от политики девальвации национальной валюты и перешел к разумному восприятию экономического состояния денежно-кредитной системы страны.

* *Capital flight* – «бегство» капитала, перевод капитала за границу вследствие опасений роста политического или экономического риска.

Укрепление российского рубля приводит к перераспределению денежных потоков. Если в 90-х годах XX в., учитывая неизменно падающую динамику рубля по отношению к доллару, большинство финансовых средств переводилось в американскую валюту и вывозилось из страны, то в начале XXI в., в условиях стагнации экономики США и низких ставок, все более заметный интерес вызывает рублевый рынок и инвестиционная ситуация внутри России. Учитывая накопленные валютные сбережения российских граждан за рубежом, составляющих, по некоторым оценкам, до 100 млрд долл., укрепление рубля может вызвать обратный процесс, так называемое, реинвестирование.

В этом случае Россия сталкивается с другой проблемой – сдерживая рост национальной валюты Центральный банк РФ вынужден скупать доллары США, выбрасывая в экономику страны значительные рублевые ресурсы. Объем денежной массы резко растет и провоцирует инфляционные процессы. Значит российская экономика оказалась не в состоянии принять такое количество своей национальной валюты.

Уменьшение нормы обязательной продажи выручки экспортерами помогло на некоторое время сдержать продажи долларов США и остановить рост национальной валюты, но кардинально изменить ситуацию подобным способом представляется весьма проблематичным. Экономика должна быть способна принимать вливающиеся в нее финансовые ресурсы, становясь стабилизирующим фактором всей кредитно-финансовой системы страны.

Выводы к главе 9

1. Анализируя ситуации на основных фондовых биржах мира, их сотрудники используют необычную для биржевых документов патетику и отмечают «все новые исторические рекорды бирж». Действительно, о значительной активности на рынках фондовых ценностей свидетельствует ряд объективных показателей, прежде всего, рост эмиссий ценных бумаг и дальнейшее увеличение роли акционерных обществ. Доказательством возрастания объемов и значения фондовых рынков является скачок совокупных биржевых оборотов, чрезмерный рост цен на акции, усиление влияния биржевых фирм, умножение количества операций, расширение мобильности фондовых ценностей и др.

В настоящее время стоимость всех акций и облигаций, находящихся в обращении на мировых фондовых биржах, превышает годовой объем валового общественного продукта крупнейших западных стран. Капитализация Нью-Йоркской биржи существенно превосходит уровень ВВП страны, что отличает современное положение от периода, предшествовавшего «Великая депрессия». В 1928 г. капитализация на Нью-Йоркской бирже, в значительной степени выросшая в 20-е годы, не превышала 70% стоимости ВВП США. Аналогичная ситуация сложилась на Токийской, Лондонской, Цюрихской, Амстердамской и других биржах мира.

2. Внебиржевой рынок появился в Западной Европе – первоначально в Голландии и Англии, одновременно с появлением ценных бумаг (XIII–XIV вв.) и по мере своего развития создавал условия для возникновения первых бирж (XVI в). Массовые фондовые операции начались в XVI–XVII вв. с выпуском государственных ценных бумаг. История развития фондового рынка связана с деятельностью Ост-Индской английской и Объединенной Ост-Индской голландской компаний, созданных в начале XVII в. Наиболее известны в истории, созданная в 1531 г. в Антверпене биржа, на которой совершались сделки не только с ценными бумагами, но и с товарами, а также действующая с 1611 г. в Амстердаме фондовая биржа и образованная в 1773 г. в Лондоне первая специализированная фондовая биржа.

3. Понятие рынок ценных бумаг или фондовый рынок объединяет отношения, возникающие при эмиссии и размещении ценных бумаг (независимо от типа эмитента), а также деятельность профессиональных участников рынка по последующему обращению ценных бумаг. На фондовом рынке складываются отношения имущественных прав по поводу владения и кредитования специфическими финансовыми инструментами – ценными бумагами. Рынок ценных бумаг (как и другие рынки) представляет собой сложную организационно-экономическую систему законченных технологических циклов. Он включает как эмитентов (юридических или физических лиц), выпускающих ценные бумаги, так и инвесторов (юридических или физических лиц), покупающих ценные бумаги, а также посредников (дилеров, брокеров, маклеров и др.), помогающих обращению ценных бумаг и совершенно различных фондовых операций.

4. Основой современной денежной системы является механизм кредитования. Все существующие финансовые инструменты и их деривативы, кроме золота, являются чьими-то обязательствами, будь-то акции предприятий или государственные ценные бумаги. То

есть, во всем мире происходит процесс перераспределения ссудного капитала для повышения эффективности производства. Этот процесс привел в последнее время не только к гигантскому росту капитализации мировых финансовых рынков, но и началу кризисных явлений в мировой экономике, называемых депрессией.

Формируя экономическую жизнь в стране, государство опирается в своих действиях на ряд национальных структурных органов – Министерство финансов, Центральный банк, налоговые и таможенные службы, Федеральная комиссия по ценным бумагам, которые призваны решать вопросы денежно-кредитной политики. Совместные действия этих государственных органов позволяют регулировать все основные параметры экономического состояния страны – инфляция, занятость, размер инвестиций и т.д.

5. Механизм функционирования рынка ценных бумаг (фондового рынка) можно считать взаимодействием различных субъектов рынка, связанное с осуществлением фондовых (биржевых) операций. К субъектам рынка относятся участники фондового рынка, которые преследуют цель получения прибыли. Объектами рынка являются различные виды ценных бумаг. Фондовыми операциями следует считать все операции с ценными бумагами. Взаимодействие участников рынка ценных бумаг формируется исходя из интересов трех главных субъектов рынка – государства, эмитентов и инвесторов.

6. На первичном рынке ценных бумаг осуществляется эмиссия ценных бумаг, их первичное размещение, определение рыночной стоимости, оценка инвестиционного риска, государственная регистрация выпуска, регистрация отчета об итогах выпуска, назначение реестродержателя, хранение ценных бумаг. К задачам первичного рынка относятся привлечение временно свободных денежных ресурсов, активизация финансового рынка, снижение уровня инфляции. На вторичном рынке ценных бумаг осуществляется большинство операций с ценными бумагами за исключением первичной эмиссии и первичного размещения. Целью вторичного рынка является обеспечение реальных условий для покупки, продажи и проведения других операций с ценными бумагами после их первичного размещения. Задачами вторичного рынка считаются повышение финансовой активности предприятий и физических лиц, развитие новых форм финансовой практики, совершенствование нормативно-правовой базы, развитие инфраструктуры, соблюдение принятых правил и стандартов, перераспределение капиталов в наиболее эффективные производства и привлечение инвестиций для развития предприятий.

Контрольные вопросы

1. Расскажите о ситуации на основных фондовых биржах мира.
2. Объясните, откуда берет свои истоки биржевая торговля? И когда начались массовые фондовые операции?
3. В чем заключается понятие рынок ценных бумаг или фондовый рынок?
4. Что относится к задачам первичного рынка ценных бумаг и какие функции он выполняет?
5. Какова цель вторичного рынка ценных бумаг и что относится к его отличительным особенностям?
6. Как распределяются денежные потоки в современной мировой финансовой системе?
7. Охарактеризуйте роль государства в денежно-кредитной политике.

Глава 10.

Формирование фондовых бирж: теоретические и практические аспекты

Фондовые биржи представляют собой как важный институт рыночной структуры национального хозяйства государства. Объясняется это тем, что в современных условиях в обществе сформировалась неизбежная экономическая потребность их присутствия в рамках народнохозяйственного комплекса в качестве составного элемента.

10.1. Сущность экономической потребности фондовых бирж

Сущность экономических потребностей фондовых бирж характеризует осознанную обществом необходимость. Ее удовлетворение возможно с помощью существования и развития материального производства, которое, формируя базу для процесса использования через изготовленную продукцию или предоставление услуги, проводится в пределах определенных социально-экономических отношений.

При этом экономические потребности, являясь продуктом данных отношений, активизируют развитие производство и производительных сил. Их взаимодействие развивается по законам диалектики и динамики.

Взаимосвязь экономических потребностей и производства имеет диалектический характер, оказывая воздействие на развитие производительных сил и производственных отношений, повышая их уровень. Следует отметить и тот факт, что экономические потребности проявляют динамический характер, они обладают способностью радикально измениться под влиянием общественного прогресса в целом и, в частности, под воздействием преобразований в производстве, развития науки и техники, интенсивности обменных процессов, расширения сферы обращения и движения капитала, совершенствования организации и углубления разделения труда.

Разделение трудовой деятельности в процессе производства сложилось исторически и экономически оправдано, способствует обособлению различных видов и образованию материальных форм осуществления. В результате разделение труда приводит к обмену деятельностью, подготавливая условия к использованию продуктов одного конкретного вида труда любыми другими.

Поэтому появление фондовой биржи в рыночной структуре национального хозяйства спровоцировано, прежде всего, сформировавшейся общественной потребностью, которая является следствием развития производства и производственных отношений, разделения труда.

Из числа причин появления фондовых бирж можно особо выделить активизацию процессов в развитии форм собственности на средства производства. В середине XIX в. фондовая биржа была второстепенным элементом в системе капиталистического хозяйства. Основную массу биржевых ценностей представляли государственные ценные бумаги, но их количество было относительно невелико, а промышленных предприятий и банков непосредственно в акционерной форме недостаточно.

Развитие организационно-правовых форм в промышленности США привело к тому, что к концу XIX в. преобладающая часть продукции стала производиться акционерными предприятиями, выпуск ценных бумаг приобрел глобальное распространение. Фондовая биржа получила новый статус рынка, при посредстве которого проводятся долгосрочные вложения капиталов в различные отрасли хозяйства.

Появление широкого круга собственников спровоцировало потребность в фондовой бирже как в институте, с помощью которого можно не только произвести капиталовложения через куплю-продажу ценных бумаг и таким образом перераспределить собственность, но и зафиксировать ее, утвердив себя в роли собственника и обезопасив от рискованных ситуаций.

В 90-е годы XX в. в России сложилась аналогичная ситуация. Характеризуя этот период развития экономики страны, следует отметить, что на него приходится стремительно протекающие процессы перераспределения собственности, приватизации, акционирования государственных предприятий. После распада Союза Советских Социалистических Республик в первые годы приватизации было зарегистрировано около 180 тыс.

акционерных обществ открытого типа, более 30% из которых возникло, как вновь образованные и их эмиссионная активность оказалась значительно выше, чем у всех остальных предприятий. Так, в 1994 г. на новые акционерные общества приходилось 1108 эмиссий, и только 155 – на приватизированные предприятия.

Появление акционерных обществ в качестве самостоятельных субъектов хозяйственной деятельности привело к возникновению рынка долевых ценных бумаг, акций, в результате чего в России стал формироваться фондовый рынок, что вызвало активный рост фондовых бирж. Например, в 2005 г. их насчитывалось около 90, и они были зарегистрированы, имели лицензию, проводили торги фондовыми инструментами.

Государство приняло активное участие в реализации возможностей, заложенных на фондовом рынке, осуществляя приватизацию предприятий и проводя заимствования на федеральном и региональных уровнях.

Таким образом, появление фондовых бирж в рыночной структуре национального хозяйства страны инициировано процессами перераспределения собственности, углубления товарно-денежных отношений, движением капитала в расширяющейся сфере обращения.

10.2. Основные условия формирования фондовых бирж

Функционирование фондовой биржи в национальном хозяйстве страны предусматривает воплощение в реальность определенных важных условий и требований к формированию соответствующей рыночной среды. Целью этих условий являются:

- *создание клиентской сети*, состоящей из лиц, стремящихся реализовать и приобретать ценные бумаги;
- *образования института посредников* (брокеров и дилеров) осуществляющих фондовые операции;
- *формирование организационной, в том числе управленческой, структуры* фондовой биржи, состоящей из ее компонентов (подразделений).

Создание клиентской сети на фондовой бирже связано с организацией и существованием биржевого сервиса обслуживания. Поэтому формирование услуг, необходимых инвесто-

рам и эмитентам, можно рассматривать как способ привлечения клиентов на фондовую биржу, для которой характерно воплощение в реальность определенных разнообразных видов работ, входящих в состав биржевого сервисного обслуживания.

К ним относятся следующие мероприятия: процедура листинга и делистинга, услуги по организации торгового и послеторгового обслуживания, предоставление возможности совершения операций с различными финансовыми инструментами.

Фондовая биржа располагает возможностями предоставить клиентам и другие услуги, например, аналитические, образовательные, информационные, экскурсионные, а также услуги служб биржевой безопасности.

Привлечению клиентов на фондовую биржу способствует профессиональное обучение участников фондового рынка. Данное направление представляется весьма актуальным для России, поскольку культура биржевого дела в стране достаточно низка. Работа учебного центра и другие формы участия фондовой биржи в образовательном процессе способствуют формированию профессионально подготовленных специалистов фондового рынка, повышению уровня экономического интеллекта населения – потенциального инвестора и восстановлению рыночного образа мышления.

Таким образом, формирование клиентской среды, концентрированной на фондовой бирже, зависит от количества и видов услуг, которые она может предоставить. Чем больше клиентов, тем выше уровень признания качества услуг фондовой биржи. Поэтому требованием к организации и критерием существования фондовых бирж следует считать не только количество зарегистрированных клиентов, стремящихся реализовать и приобретать ценные бумаги, но и количество совершенных торговых операций.

Образование института посредников для совершения фондовых операций – профессиональных участников рынка ценных бумаг – еще одно требование к организации существования фондовых бирж. Привлечение брокеров и дилеров, а также организаций, выполняющих клиринговые операции и операции по переходу прав собственности, связано с разнообразием и качеством биржевых услуг. Незначительная роль в этом принадлежит функциональным структурам (подразделениям) фондовой биржи, способным быстро реагировать на изменения на рынке ценных бумаг.

Достаточно ответственным в организации деятельности фондовой биржи является формирование его трудового коллектива из профессиональных участников, которые будут работать с биржевыми посредниками и участниками фондового рынка. Правила приема в члены фондовой биржи призваны урегулировать их действия и поведение на рынке ценных бумаг, определить профессиональную, финансовую и моральную пригодность к биржевой работе.

Требования, которые предъявляются к членам фондовой биржи, весьма разнообразны. Наиболее существенными из них являются:

- наличие лицензии на право заниматься профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг;
- квалификационные требования к персоналу, участвующему в торгах, соответствие финансовым стандартам и требованиям учета, аудита и условиям предоставления информации для фондовой биржи;
- согласие с регулирующими правилами и надзорными функциями фондовой биржи.

Получение лицензии участником рынка ценных бумаг является необходимым условием членства на фондовой бирже для большинства экономически развитых стран. Законодательные нормы определяют требования к квалификации участников рынка ценных бумаг, размеру их основного и оборотного капитала, регулируют возможность участия в биржевой торговле физических и юридических лиц, резидентов и нерезидентов. Это характерно для ведущих фондовых бирж Лондона, Нью-Йорка, Токио, Франкфурта на Майне.

К формированию организационной структуры фондовой биржи, состоящей из функциональных подразделений, предъявляются требования, соответствующие теории организации субъекта хозяйственной деятельности. Так, экономист Д.М. Гвишиани, формулируя определение теории организации субъекта хозяйственной деятельности, утверждал, что она представляет собой науку, изучающую действие и проявление объективных экономических законов в разносторонней деятельности организации и разрабатывающую на этой основе пути и способы экономического воплощения в реальность принятых на себя обязательств.

Наукой и практикой установлено, что с помощью организации производства осуществляется целенаправленное со-

гласование всех его элементов и ресурсов на достижение поставленных целей, что способствует наиболее полной реализации экономических законов в существовании организации. Поскольку фондовые биржи являются полноправными участниками хозяйственных связей, следовательно, они подчиняются тем же экономическим законам, по которым существует национальное хозяйство. В этой связи следует осуществить разработку теоретических и практических вопросов в области формирования организационной структуры фондовых бирж.

Теоретические основы формирования организационной структуры фондовых бирж основаны на экономических категориях, которые выступают выражением как качественных, так и количественных сторон биржевых процессов и служат внутренней мерой этих процессов.

Экономические категории имеют объективный характер и могут быть рассмотрены с позиции истории, а формы их проявления зависят от типа собственности на средства производства, уровня хозяйственных связей между субъектами производственных отношений.

Объективный характер заметен только через предметно-трудовую, производственную деятельность фондовых бирж. Осуществляя операции биржевой деятельности по обслуживанию клиентов, закладываются условия для развития материальной, технической и технологической базы существования фондовых бирж, что обуславливает объективность ее экономического развития, повышения ее роли и значимости в хозяйственных связях.

Исторический характер зависит не только от уровня экономического развития фондовых бирж, но и от форм и способов их действия. В рамках национального хозяйства каждому способу производства соответствует своя система экономических категорий: законов, закономерностей, правил. В современных условиях с их помощью находит выражение форма собственности на средства производства – государственная, коллективная и частная.

Стоимость – объективная категория рыночных отношений, стоимость товаров определяется затратами труда, в результате чего они обмениваются в соответствии с их стоимостной оценкой, величина которой устанавливается на уровне признанных затрат труда. Действие этой экономической кате-

гории на базе различных форм собственности ведет к накоплению капитала, сбережений и предполагает, что затраты труда выступают как стоимость товара. Сущность данной экономической категории проявляется установлением пропорций в стоимости услуг, оказываемых фондовыми биржами, и затратами труда на их выполнение.

Находясь под влиянием общих правил формирования финансовых потоков, денежное обращение воздействует на существование фондовых бирж как участниц товарно-денежных отношений и относится к числу экономических категорий, формирующих поведение участников рынка ценных бумаг.

Закон спроса и предложения, представляя собой экономический закон товарного производства, характеризует взаимодействие и взаимосвязь между категориями спроса и предложения. Их сущность проявляется в сфере обмена и выражает единство этих категорий и стремление к соответствию. Поскольку фондовые биржи являются субъектами хозяйственной деятельности, то закон спроса и предложения диктует им правила осуществления и расширения отдельных видов биржевых услуг, создания и совершенствования организационной структуры, способствующей решению стоящих перед ней задач.

Формирование организационной структуры фондовых бирж – это система мер, направленных на логическое сочетание основных и оборотных средств и труда в едином процессе оказания услуг на рынке ценных бумаг.

В этом случае приоритетной целью является подвижность всех видов ресурсов для решения, поставленных перед биржей задач. Особенно это касается достижений научно-технического прогресса, предоставляющих возможность эффективно применять новую технику и биржевые технологии.

Практические аспекты построения организационной структуры фондовых бирж создают основу для формирования функциональных звеньев и правил их взаимодействия.

Выполнение работ и осуществление услуг биржевого сервисного обслуживания с целью привлечения клиентов на биржу происходят в рамках подразделений и звеньев организационной, в том числе управленческой структуры фондовой биржи. Основу ее составляет рациональная соподчиненность организационных подразделений и структурных звеньев биржи.

Организационно-управленческая структура фондовой биржи представляет собой совокупность устойчивых и урегулиро-

ванных связей между подразделениями, обусловленных выполняемыми задачами, функциональными обязанностями и управленческой иерархией организации.

Организационно-управленческую структуру можно называть *стационарной* и рассматривать как часть институциональной структуры фондовой биржи. Наряду с этим, она имеет и общественную структуру – общее собрание, выборные органы, биржевой комитет.

Стационарная структура фондовой биржи представлена специализированными и исполнительными органами. Приоритетными *специализированными органами* являются котировальная и арбитражная комиссии, расчетная палата. *Исполнительными органами* фондовой биржи могут быть отделы (торгов, котировальный, компьютеризации), службы (информационно-аналитическая, экспертизы, хозяйственная), а также – бухгалтерия, отдел внешних связей и биржевой безопасности.

Конкретно организационная структура фондовой биржи состоит из следующих блоков: организации рынка, текущего управления биржевым рынком, надзора за состоянием рынка, блока внешних связей и услуг публике, блока развития и блока учетно-административной и операционной работы.

Главным блоком считается блок текущего управления биржевым рынком. Впервые в отечественной литературе выделен как самостоятельная структурная единица блок надзора за состоянием рынка. Блок внешних связей обеспечивает международные связи, связи с общественностью, клиентами биржи, компаниями-эмитентами и компаниями – членами фондовой биржи.

Блок развития осуществляет маркетинг и управление стратегическим развитием фондовой биржи, а также разработку новых технических, технологических и информационных систем для торговой, учетно-административной и информационной деятельности фондовой биржи. В свою очередь, функции клиринга, предоставление расчетных и депозитарных услуг, работа по административному управлению фондовой биржей как предприятием отнесены к блоку учетно-административных и операционных работ.

С нашей позиции, эти виды работ являются важнейшими в деятельности современной фондовой биржи и должны быть вынесены в отдельный блок по предоставлению послеторгового обслуживания клиентов.

Организационная структура фондовой биржи рассматривается как специфическая форма существования субъекта хозяй-

ственной деятельности. Такая постановка нашла дальнейшее развитие в организационно-управленческих структурах производственных подразделений фондовой биржи.

10.3. Роль системы показателей в практике функционирования фондовых бирж

Функционирование фондовых бирж связано с экономическим и финансовым состоянием страны, сложившимися пропорциями в инвестициях и сбережениях, особенностями, техникой и технологией совершаемых операций, уровнем развития организационно-управленческих структур, движением информационных потоков, а также величиной доходов и расходов населения.

В развитии хозяйственной деятельности иностранных государств фондовые биржи имеют важное значение. Показательно, что свыше 95% объема сделок купли-продажи ценных бумаг на фондовом рынке экономически развитых странах осуществляется через фондовые биржи. Рынок ценных бумаг эффективно выполняет функции, возложенные на него кредитно-финансовой системой, главным образом связанные с привлечением временно свободных денежных средств и инвестированием их в экономику страны.

Основные характеристики торговли на ведущих фондовых биржах мира позволяют сопоставить эффективность их существования, рассмотреть организационные структуры и изложить их описание.

Практику функционирования фондовых бирж различных стран можно оценить с помощью *системы показателей*, среди которых особо выделяются:

- *капитализация фондового рынка;*
- *количество акций, котирующихся на бирже;*
- *оборот торговли акциями;*
- *число совершенных сделок с акциями.*

Капитализация фондового рынка. Одним из *приоритетных показателей фондового рынка* является его *капитализация*, которая представляет собой *суммарную курсовую стоимость выпущенных компанией акций, имеющих регулярную котировку*. Этот показатель важен тем, что он отражает величину национального достояния, овеществленного в ценных бумагах. Капитализация показывает, на сколько вовлечены в

инвестиционный процесс средства инвесторов. Данные в таблице 9 свидетельствуют о том, что в экономически развитых странах доля акционерного капитала в ВВП государства весьма значительна. Причем в настоящее время существует тенденция к ее увеличению, поскольку в обществе есть потребность в развитии реального сектора экономики посредством фондового рынка.

Таблица 9

Капитализация фондового рынка (млрд долл.)*

Австралийская (Австралия)	1994	324	243	75
	1997	353	697	197
Амстердамская (Голландия)	1994	341	287	84
	1997	368	469	132
Лондонская (Великобритания)	1994	1072	1347	126
	1997	1158	1996	172
Немецкая (Германия)	1994	2087	577	28
	1997	2139	825	39
Нью-Йоркская (США)	1994	6801	5655	83
	1997	7345	11309	154
Парижская (Франция)	1994	1370	500	37
	1997	1439	674	47
Стокгольмская (Швеция)	1994	208	173	83
	1997	216	273	154
Токийская (Япония)	1994	4329	3545	82
	1997	4524	2217	49
Торонская (Канада)	1994	575	305	53
	1997	615	568	92

Интересен факт превышения 100% величины показателя капитализации значения ВВП у стран с развитыми рыночными отношениями, который был зафиксирован в 1997 г. Это указывает, с одной стороны, на высокий уровень развития рынка ссудных капиталов в экономике страны по отношению к непосредственно производительной его части, а с

* При составлении таблицы использована информация из сайтов <http://www.globalfindata.com> и <http://www.investronic.com>.

другой – на возможную перегретость фондового рынка. Последнее определение подтверждают данные о снижении показателя капитализации фондового рынка Японии в 1997 г. по сравнению с 1994 г. и мировой финансовый кризис в середине 1998 г.

Количество акций, котирующихся на бирже. Этот показатель фондового рынка можно рассматривать с двух позиций. Согласно одной – данный показатель отражает заинтересованность эмитентов в инвестициях, связанных с рынком ценных бумаг, а согласно другой – умение эмитентов использовать возможности фондового рынка для реализации своих инвестиционных проектов. Его важность обусловлена тем, что для прохождения процедуры листинга ценные бумаги должны отвечать достаточно высоким требованиям. Поэтому эмитент, чьи ценные бумаги удовлетворяют требованиям биржевого листинга, имеют своего рода сертификат качества. Количество акций, котирующихся на бирже, отражает уровень развития фондового рынка и характеризует его роль в экономической системе государства.

Вместе с тем, следует отметить о том, что количество иностранных ценных бумаг, прошедших листинг на фондовой бирже, показывает степень интернационализации, если не глобализации, национального фондового рынка. Это просто объяснить, обратив внимание на количество ценных бумаг иностранных эмитентов, допущенных к обращению на различных фондовых биржах.

Следует отметить высокое значение доли иностранных ценных бумаг, котирующихся на фондовых биржах в странах Европы, и низкое значение акций иностранных фирм, прошедших листинг на фондовых биржах стран Тихоокеанского региона. Так, на крупнейшей фондовой бирже мира – Токийской фондовой бирже доля иностранных акций в 1995 г. составляла 4,3%, причем в 1999 г. она сократилась до 2,9%. На Австралийской фондовой бирже доля иностранных акций сократилась с 4,2% в 1995 г. до 1,7% в 1999 г. Очевидно, что столь низкое значение этого показателя обусловлено протекционистской политикой правительств этих стран, которые стремятся обеспечить защиту своих эмитентов.

Оборот торговли акциями. Данный показатель характеризует эффективность существования фондовых бирж. В об-

щем понятии этот показатель отражает степень ликвидности акций и демонстрирует, как быстро инвестор может продать акции без существенной потери в их стоимости. Поэтому можно предположить, что, в определенной мере, данный показатель отражает степень спекулятивности рынка, которая обеспечивается и поддерживается профессиональными участниками.

Таблица 10

**Количество акций иностранных эмитентов,
котирующихся на крупнейших биржах мира**

	1995 г.	1999 г.
Австралийская	4,2	1,7
Амстердамская	49,8	50,1
Корейская	0	0,2
Лондонская	20,8	21,1
Немецкая	58,2	51,3
Нью-Йоркская	11	10,1
Парижская	21,5	18,2
Токийская	4,3	2,9
Торонская	4,9	4,5

Цифры, указанные в таблице 11 свидетельствуют о том, что оборот торговли акциями на Нью-Йоркской фондовой бирже значительно опережает данный показатель Токийской фондовой биржи.

Оборот торговли целесообразно анализировать совместно с показателем числа совершенных биржевых сделок за определенный период времени.

Это дает возможность оценивать среднюю стоимость одной сделки, а значит, получить представление об инвестиционной ситуации на фондовом рынке страны. В 1999 г. инвестиционная ситуация на ведущих фондовых биржах складывалась следующим образом.

* При составлении таблицы использовалась информация с сайтов <http://www.globalfindata.com> и <http://www.tse.or.jp/eindex.html>

**Оборот торговли акциями на ведущих
фондовых биржах мира (млн долл. США, 1999 г.)***

Фондовые биржи	Количество акций
Австралийская	310869
Амстердамская	284869
Корейская	170237
Лондонская	829131
Немецкая	1029152
Нью-Йоркская	10216074
Парижская	405523
Токийская	1251750
Торонтоская	355585

Из приведенных данных видно, что рынок состоятельных продавцов и покупателей – это фондовый рынок Великобритании, а наименее богатый – Корейский фондовый рынок. Вместе с тем, если сопоставить показатели объема продаж акций с их текущей ценой, например, на Токийской фондовой бирже, то видно, что за последние десять лет эта зависимость носит пропорциональный характер.

В то же время в предыдущие годы происходили колебания, причина которых связана с неустойчивостью рынка ценных бумаг этой страны.

Такое состояние в полной мере проявилось в период кризиса мирового фондового рынка в октябре 1997 г. и феврале 2001 г.

Число совершенных сделок с акциями. В определенной степени данный показатель коррелирует с предыдущим критерием, существенно дополняя его. Соотношение количества акций, проданных на фондовой бирже, и их оборот предоставляет информацию о том, какова средняя стоимость одной сделки с акциями на фондовой бирже. Иначе говоря, отношение оборота торговли акциями к количеству сделок с акциями, проданными на фондовой бирже, показывает средний объем одной сделки, то есть указывает, во сколько объем сделки с акциями по стоимости приемлем как для эмитента, так и для инвестора. Можно предположить, что низкая средняя

* При составлении таблицы использовалась информация с сайтов <http://www.tse.com> и <http://www.asx.com>

стоимость сделки с акциями на фондовой бирже указывает на относительную несостоятельность инвесторов и непритязательность эмитентов.

Таблица 12

**Количество совершенных биржевых сделок
с акциями (тыс. шт.)***

Корейская	26190	6,5
Лондонская	14553	182,1
Немецкая	6847	150,3
Нью-Йоркская	162605	194,2
Парижская	17708	22,9
Токийская	155163	14,1
Торонская	8506	41,8

Следует отметить, что важным показателями, которые необходимо иметь в виду, при выборе фондовых бирж для последующего анализа технологии их существования и формирования организационной структуры, а также для сравнения их с аналогичными показателями российских фондовых бирж, являются:

- авторитет фондовой биржи;
- признание процедуры котировок данной фондовой биржи в качестве индикатора состояния рынка ценных бумаг;
- степень вовлеченности фондовой биржи в регулирование экономических процессов.

С помощью указанных показателей можно оценить, насколько финансово-экономическая ситуация в стране, уровень ее экономического развития, практика формирования организационно-управленческих структур фондовых бирж могут служить примером и соответствовать запросам России. Сопоставимость позволяет подойти к анализу технологии их существования с позиции последующего практического применения полученных результатов. Приведенные данные показывают на то, что наиболее активными являются Нью-Йоркская,

* При составлении таблицы использовалась информация с сайтов <http://www.tse.com>

Лондонская, Немецкая и Токийская фондовые биржи. Несмотря на то, что статистические данные являются десятилетней давности, они представляются для анализа весьма эффективными, поскольку считаются достаточно стабильными и не поддаются различным современным трансформационным воздействиям.

Выводы к главе 10

1. Сущность экономических потребностей фондовых бирж характеризует осознанную обществом необходимость. Ее удовлетворение возможно с помощью существования и развития материального производства, которое, формируя базу для процесса использования через изготовленную продукцию или предоставление услуги, проводятся в пределах определенных социально-экономических отношений. При этом экономические потребности, являясь продуктом данных отношений, активизируют развитие производство и производительных сил. Их взаимодействие развивается по правилам диалектики и динамики.

2. Теоретические основы формирования организационной структуры фондовых бирж основаны на экономических категориях, которые выступают выражением как качественных, так и количественных сторон биржевых процессов и служат внутренней мерой этих процессов. Экономические категории имеют объективный характер и могут быть рассмотрены с позиции истории, а формы их проявления зависят от типа собственности на средства производства, уровня хозяйственных связей между субъектами производственных отношений. Объективный характер заметен только через предметно-трудовую, производственную деятельность фондовых бирж. Осуществляя операции биржевой деятельности по обслуживанию клиентов, закладываются условия для развития материальной, технической и технологической базы существования фондовых бирж, что обуславливает объективность ее экономического развития, повышения ее роли и значимости в хозяйственных связях.

Исторический характер зависит не только от уровня экономического развития фондовых бирж, но и от форм и способов их действия. В рамках национального хозяйства каждому способу производства соответствует своя система экономических категорий: законов, закономерностей, правил. В современных условиях с их помощью находит выражение форма собственности на средства производства – государственная, коллективная и частная.

3. В развитии хозяйственной деятельности иностранных государств фондовые биржи имеют важное значение. Показательно, что свыше 95% объема сделок купли-продажи ценных бумаг на фондовом рынке экономически развитых странах осуществляется через фондовые биржи. Рынок ценных бумаг эффективно выполняет функции, возложенные на него кредитно-финансовой системой, главным образом связанные с привлечением временно свободных денежных средств и инвестированием их в экономику страны.

Основные характеристики торговли на ведущих фондовых биржах мира позволяют сопоставить эффективность их существования, рассмотреть организационные структуры и изложить их описание.

Контрольные вопросы

1. Что характеризует сущность экономической потребности фондовых бирж?
2. Какова цель в формировании и функционировании фондовой биржи в национальном хозяйстве?
3. Что представляет собой организационно-управленческая структура фондовой биржи?
4. Охарактеризуйте роль системы показателей в практике функционирования фондовых бирж?

Глава 11. Ведущие фондовые биржи мира

11.1. Нью-Йоркская фондовая биржа

Нью-Йоркская фондовая биржа с организационно-правовой позиции характеризуется как инкорпорированное учреждение, деятельностью которого возглавляет избираемый его членами совет директоров. Он выполняет координирующие функции и отвечает за организацию работы биржевых структур, функциональных подразделений, определяет политику фондовой биржи, решает вопросы о допуске к котировке ценных бумаг и принятии новых членов в состав фондовой биржи, формирует перспективу ее развития. Правилами фондовой биржи установлено, что ее членами могут быть только физические лица, но если данное лицо является владельцем или совладельцем фирмы, то вся фирма как юридическое лицо становится членом биржи.

В обязанности фондовой биржи входит подготовка помещений для совершения операций, создание условий, необходимых для работы ее членов, поддержание высокого уровня коммерческой чести, соблюдение выполнения правил торговли. Основным направлением развития Нью-Йоркской фондовой биржи является глобализация ее деятельности в плане расширения фондового пространства за счет создания мультивалютной торговой среды и увеличения количества нерезидентов в листинге фондовой биржи. Деятельность данной биржи характеризуется показателями, приведенными в таблице 13 и 14.

Кадровый состав служащих и индивидуальных специалистов, степень их загрузки и функциональных подразделений фондовой биржи в значительной мере зависят от показателя среднего оборота акций в стоимостном выражении. Так, при дневном обороте, равном 12233,0 млн долл., на одного специалиста в среднем приходится акций на сумму 27,7 млн долл.

Значимость данного показателя станет весомее, если дополнить его характеристикой натурального свойства, например, среднедневного оборота акций в расчете на одного специалиста. На Нью-Йоркской фондовой бирже он равен 785 штукам. Для сравнения отметим, что пропускная способность рабочего места биржевого специалиста может быть сопоставима с аналогичным показателем банковского служащего, который в среднем составляет около 500 документов. В 2005 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже насчитывалось 1424 членов.

Таблица 13

*Данные о доходах и расходах
Нью-Йоркской фондовой биржи в 2005 г.**

Плата за листинг	278,194
Членские взносы и платежи	10,594
Плата за информационные услуги	40,046
Плата за торговые услуги	142,152
Плата за сопровождение	129,567
Плата за использование оборудования	45,958
Инвестиции и прочие поступления	68,778
Всего	815,289
Плата за системное обеспечение	262,086
Расходы на содержание сотрудников	260,408
Общие административные расходы	56,771
Профессиональное обслуживание	51,989
Амортизационные отчисления	38,291
Арендные платежи	28,812
Всего	698,357

Правление Нью-Йоркской фондовой биржи обладает всеми полномочиями руководящего звена, для осуществления которых вырабатываются правила, издаются приказы и указания, прини-

* Таблицы 13 и 14 составлены по данным сайта <http://www.nyse.com>

маются необходимые решения. Правление может предписывать и налагать взыскания за нарушение правил работы фондовой биржи, за невыполнение или отказ от исполнения приказов, указаний, решений Правления. Следует отметить, что сумма дисциплинарных взысканий в доходе фондовой биржи составляет незначительную величину в размере 1–2% от совокупного дохода.

Правление фондовой биржи состоит из 27 членов, в число которых входит:

- Президент фондовой биржи;
- Председатель Правления фондовой биржи;
- первый заместитель Председателя Правления фондовой биржи;
- члены Правления фондовой биржи (24 чел.), избранных членами фондовой биржи на общих собраниях.

Служащими фондовой биржи являются Председатель Правления, первый заместитель и заместители Председателя Правления, Президент, вице-президенты, секретарь, казначей и контролер. Председатель Правления является официальным представителем фондовой биржи в государственных и общественных организациях.

Основные группы персонала фондовой биржи представлены брокерами и специалистами. Брокеры могут быть сотрудниками фирм-членов фондовой биржи, которые исполняют распоряжения клиентов исключительно за их счет. Специалисты курируют определенную группу ценных бумаг, действуя в качестве агентов. Таким образом, специалисты выполняют функции брокеров для других брокеров и дилеров, осуществляющих операции за свой счет, обеспечивая этим ликвидность и стабильность контролируемого сектора рынка.

Управленческая структура Нью-Йоркской фондовой биржи представлена управляемой системой в составе: служб по контролю за соблюдением правил биржевой деятельности, регулированию функций фирм-членов, изучению рынка ценных бумаг и листинга; учебного отдела и отдела по связи с общественностью, корпорации автоматизации индустрии ценных бумаг (SIAC), в которой на долю биржи приходится 2/3 ее имущества. Данные структурные образования находятся под руководством управляющей системы в составе ее Правления.

Нью-Йоркская фондовая биржа наряду с основными работами осуществляет различные дополнительные виды деятельности. Она является активным производителем новостей и за-

нимается существенной издательской деятельностью, финансирует научные разработки и учебные проекты.

Таблица 14

**Консолидированный баланс
Нью-Йоркской фондовой биржи за 2005 г.**

<i>Оборотные средства</i>	
денежная наличность	16,677
инвестиции в ценные бумаги	895,752
ссуды под залог	125,46
ссуды под залог филиалов	9,98
прочие доходы	47,325
Всего оборотных средств	1095,194
Имущество и оборудование	272,961
Инвестиции в филиалы	2,147
Прочие активы	207,961
Всего активов	1578,263
Уставной капитал	
	849,804
<i>Текущие задолженности:</i>	
счета к оплате	104,632
платежи за транзакции SEC	94,543
прочие расходы	166,983
Всего текущих задолженностей	366,158
Переходящие задолженности	337,474
Прочие обязательства	24,827
Всего пассивов	1578,263

Нью-Йоркская фондовая биржа организационно сформирована так, что это предоставляет возможность применять ее как образовательный инструмент в бизнесе обучения инвесторов, студентов и преподавателей.

Кроме того, Нью-Йоркская фондовая биржа является туристическим центром и исторической достопримечательностью не только данного города, но и страны в целом. Считаясь своего рода финансовым знаком (символом) США и представляя в этом отношении особый интерес, фондовая биржа использует его для получения дополнительного дохода.

Таким образом, Нью-Йоркская фондовая биржа – некоммерческая организация, членами которой могут быть только физические лица. Организационно-управленческая структура фондовой биржи несет основную нагрузку по созданию условий для выполнения ею функций, связанных с обеспечением процедуры торгов, а также дополнительных функций, в состав которых входят аналитическая и информационная работа, издательская деятельность, финансирование научных исследований и учебных проектов, предоставление различных услуг, в том числе туристическо-экскурсионных услуг.

11.2. Лондонская фондовая биржа

Лондонская фондовая биржа играет важную роль в экономике Великобритании, преобразуя сбережения в инвестиционный капитал для промышленности и бизнеса. Данная биржа несет ответственность за поддержание рыночных правил и представляет надежные средства совершения и регистрации сделок, обеспечивая эффективное функционирование фондового рынка. Организационное формирование Лондонской фондовой биржи изначально предусматривало коммерческую направленность ее деятельности с целью получения прибыли участниками и индивидуальными членами.

В настоящее время произошли существенные изменения, позволившие решать вопросы:

- фирмам – участникам биржи разрешалось иметь собственность вне корпораций, позволяя им наращивать инвестиционную мощность;
- разделения членов биржи на брокеров и дилеров;
- установления размера комиссионного вознаграждения;
- перехода прав голосования от индивидуальных членов к членам фирмам – участницам.

Организационно-правовой статус Лондонской фондовой биржи представлен обществом с ограниченной ответственностью, в состав которого входят фирмы – участники торгов. Общее руководство биржей осуществляет совет директоров, который состоит из сотрудников биржи, участников и пользователей, а ее финансовая политика сводится к тому, чтобы обеспечить получение доходов, покрывающих расходы на содержание биржи. Таким образом, деятельность биржи носит некоммерческий характер, и ее членами, в отличие от Нью-

Йоркской фондовой биржи, биржи могут быть только юридические лица. Лондонская фондовая биржа так же, как и Нью-Йоркская, распространяет информационную продукцию через коммерческих продавцов.

Таблица 15

Финансовые результаты работы Лондонской фондовой биржи за год, заканчивающийся 31 марта 2005 г.*

Состав поступлений:	
плата за листинг	32,0
оплата за информационное обслуживание биржевые и торговые сборы	85,0
другие поступления	64,0
	12,0
Итого	193,0
Эксплуатационные расходы:	
затраты на модернизацию торговой системы и приобретение активов	22,7
плата по договору аренды техники и помещений	53,0
аудиторское вознаграждение	17,6
другие эксплуатационные расходы	22,4
Выкуп собственных акций	10,0
Выплата дивидендов	3,0
Расходы на управление финансами	32,7
Финансирование управления	10,5
Корпоративный налог	20,6
Итого	192,5

Процесс функционирования Лондонской фондовой биржи сводится к:

- организации и регулированию внутреннего и международного рынка ценных бумаг;
- выполнению работ, связанных с включением ценных бумаг в листинг фондовой биржи;
- оказанию услуг по регистрации и заключению сделок с ценными бумагами и послеторговому обслуживанию.

Из данных таблицы 15 следует, что финансовые результаты

* Для построения таблицы 15 была использована информация из *London Stock exchange. Annual Report 2005*.

незначительно перекрывают расходы биржи. В том случае, если финансовый результат носит отрицательный характер, то превышение расходов над доходами биржи должно быть покрыто за счет средств членов биржи. Необходимо отметить, что члены фондовой биржи ответственны за поддержание рыночных правил и инструкций внутреннего распорядка функционирования.

Таблица 16

Консолидированный баланс Лондонской фондовой биржи за год, заканчивающийся 31 марта 2005 г.

Активы (млн фунтов стерлингов)	
Основные средства	117,1
Инвестиции	12,4
Текущие активы	112,5
Всего активов	242,0
Пассивы (млн фунтов стерлингов)	
Уставный капитал	1,5
Резервный фонд	47,7
Нераспределенная прибыль прошлых лет	192,8
Всего пассивов	242,0

Лондонская фондовая биржа, являясь признанным регулирующим органом фондового рынка Великобритании, осуществляет контроль за работой профессиональных участников, обеспечивая их современными средствами регистрации сделок, не разделяя участников на брокеров и дилеров, всем разрешает работать в качестве брокеров. Состав оценочных показателей работы Лондонской фондовой биржи аналогичен Нью-Йоркской, основными из них являются чистая прибыль, средний оборот акций за день в стоимостном и натуральном выражениях.

11.3. Немецкая фондовая биржа

В состав Немецкой фондовой биржи входят Франкфуртская фондовая биржа, Биржа срочных контрактов, дочерние предприятия, Центральный депозитарий, Информационная система, Общество содействия развитию фондовых бирж и финан-

* Для построения таблицы 16 была использована информация из *London Stock exchange. Annual Report 2005*.

совых рынков в Центральной и Восточной Европе.

Организационно Немецкая фондовая биржа квалифицируется как акционерное общество и руководит ею Биржевой совет, который избирается на три года. В него входят от 19 до 22 представителей банков, маклеров, страховых компаний, эмитентов и инвесторов. Основные функции Биржевого совета – допуск ценных бумаг к котировке на бирже, разработка и корректировка правил торговли. Другими регулирующими органами биржи являются Совет по листингу, Биржевой арбитраж, Палата курсовых маклеров, Экспертный комитет.

Члены биржи делятся на три категории – банки, официальные курсовые маклеры, свободные маклеры.

Курсовые маклеры официально котируют ценные бумаги. При этом курсовой маклер, фиксирующий все поручения на покупку или продажу, курирует определенный сектор рынка. Он ежедневно устанавливает единый курс путем сопоставления поступивших заявок, удовлетворяя при этом максимально возможное количество предложений.

Курсовые маклеры назначаются правительством по рекомендации Совета управляющих и Палаты курсовых маклеров и приводятся к присяге Комиссаром земли по ценным бумагам. Это говорит о влиянии государства доступными ему методами на биржевые процессы.

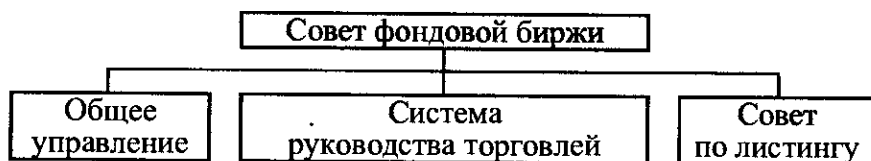
Свободные маклеры осуществляют функции посредников между организациями, которые представлены на бирже и не располагают достаточным количеством собственных сотрудников на бирже. Обе группы маклеров не имеют права совершать сделки для частных инвесторов.

Основная отличительная особенность Немецкой фондовой биржи – ее разветвленная инфраструктура, что является характерным признаком объединения организаций, совокупность которых активно влияет на функционирование фондового рынка страны. Ведущую роль в составе Немецкой фондовой биржи играет Франкфуртская фондовая биржа.

Совет фондовой биржи:

- определяет правила торговли и платежей;
- осуществляет общее управление;
- назначает руководителя системы торговли;
- выбирает Совет по листингу.

**Блок-схема организации
Франкфуртской фондовой биржи**



Общее управление:

- организует торговлю ценными бумагами;
- осуществляет допуск компаний и физических лиц к участию в торговле на бирже;
- руководит торгами.

Система руководства торговлей:

- управляет торговлей, клирингом и расчетами;
- осуществляет сбор информации о торговле, клиринге и расчетах;
- регулирует ценообразование на бирже.

Совет по листингу:

- разрабатывает правила допуска ценных бумаг к размещению через биржевой механизм;
- осуществляет допуск ценных бумаг к первичному размещению;
- исключает ценные бумаги из котировального листа.

Организационное формирование фондовой биржи основано на представительстве на каждом уровне управления. Совет фондовой биржи состоит из 24 членов, 12 из которых представляют банки, сберегательные, иностранные и инвестиционные компании; 2 – страховые компании, ценные бумаги которых прошли процедуру листинга; 5 – страховые компании, ценные бумаги которых прошли листинг; 4 – брокеров; 1 член представляет частных инвесторов.

Блок общего управления является исполнительным органом фондовой биржи.

Система показателей Франкфуртской фондовой биржи аналогична показателям, применяемым на Нью-Йоркской и Лондонской биржах. Доходы биржи складываются из:

- вступительных взносов для участия в торгах на бирже. Эти платежи зависят от используемой компьютерной системы и количества устанавливаемых рабочих мест;

– регулярных платежей, взимаемых за каждую транзакцию в ходе торгов и расчетов. На бирже члены клиринга должны платить клиринговый сбор;

– платежей за информацию о ходе торгов с использованием системы Немецкой фондовой биржи;

– маклерских гоиораров.

Направления использования прибыли следующие:

– Немецкой фондовой бирже – от функционирования подразделений;

– чистый доход бирже – доходы и поступления, которые не использованы в отчетном году.

В планы развития Немецкой фондовой биржи входит формирование такого рынка, на котором любое приказание относительно немецких ценных бумаг выполнялось бы быстрее, дешевле и аккуратнее, чем где бы то ни было. Для этого бирже необходимо решить вопросы, связанные с привлечением на фондовый рынок разнообразных ценных бумаг и совершенствованием операционных правил, включающих сервис по расчетам и займам.

11.4. Токийская фондовая биржа

Токийская фондовая биржа является крупнейшей фондовой биржей Японии, которая определяет фондовое лицо страны. В 1992 г. доля Токийской фондовой биржи в обороте акций страны составила 86%. Организация работы биржи строится на работе первой и второй секций, а также внебиржевого рынка. Основоной задачей биржи является организация работы торговых площадок.

Наряду с организацией торгов на бирже осуществляется надзор за деятельностью ее членов и их финансовым состоянием, за соблюдением правил биржевой торговли.

Токийская фондовая биржа характеризуется следующими отличительными особенностями:

– в торговом зале торговля идет по секциям, ценные бумаги которых принадлежат разным отраслям экономики;

– существует особая технология торгов, то есть в торговом зале – для ценных бумаг первой секции биржи, в компьютерной системе – для ценных бумаг второй секции;

– расчеты проводятся на третий рабочий день.

Регулирующая деятельность биржи предусматривает кон-

троль за деятельностью ее членов с целью выявления нарушений биржевой фондовой торговли. Отделом контроля пресекаются совершение фиктивных сделок, манипуляция ценами, келейные сделки, скупка ценных бумаг с намерением искусственного увеличения или уменьшения цен.

Структура показателей работы Токийской фондовой биржи аналогична с системой оценки американских и европейских бирж. Доходная часть в наибольшей мере состоит из членских взносов, а расходная – из затрат на оборудование, и поддержания биржи в работоспособном состоянии.

Таблица 17

Итоги работы Токийской биржи за 2005 г.*

Доходы (млн. долл.)	
Членские взносы и платежи	203,713
Плата за листинг	89,532
Взносы инвесторов	4,705
Прочие доходы	96,646
Возврат средств из фонда страхования рисков	17,581
Возвращение разнообразных скидок	142,000
Всего	412,348
Расходы (млн. долл.)	
Расходы на содержание сотрудников	100,520
Расходы на оборудование	158,252
Операционные расходы	89,495
Прочие расходы	33,028
Взносы в фонд страхования рисков	28,380
Взносы за скидки	1,530
Всего	411,205
Превышение доходов над расходами за текущий период	1,143

Организационная структура Токийской фондовой биржи, сохраняя черты линейно-функционального подхода в построении организационно-экономического механизма ее функционирования, создает условия для решения основных задач по предоставлению услуг участникам фондового рынка.

* Таблица 17 составлена по данным источника <http://www.tse.or.jp/eindex.html>.

**Консолидированный баланс Токийской фондовой биржи
за год, заканчивающийся 31 марта 2005 г.***

Текущие активы	301,880
Основные фонды	402,390
Депозиты	19191,120
Специальные активы	232,103
Всего активов	20127,511
Уставный капитал	116,675
Резервный фонд	227,227
Текущие пассивы	209,759
Устойчивые пассивы	48,521
Долговые обязательства	83,666
Специальные резервы	19423,223
Прочие пассивы	18,440
Всего пассивов	20127,511

Высшим органом управления Токийской фондовой биржей является общее собрание членов биржи, которому подотчетен президент. Он осуществляет оперативное руководство деятельностью биржи через линейный аппарат управления: начальников отделов и служб, штат управляющих и руководителей специальных комитетов.

Организационно структура управления представляет собой многоуровневую систему, построенную на основе сочетания деятельности линейных и функциональных подразделений.

В линейный аппарат управления биржей входят президент, управляющие, начальники отделов, служб, руководители групп и направлений.

Основные функциональные подразделения включают: отдел торговой системы и отдел электронной торговой системы, отделы рынка облигаций и фондового рынка, клиринговый отдел, казначейство и отдел листинга.

Обслуживающие функции выполняют: отдел материально-технического обеспечения, отдел по работе с персоналом, информационный отдел, секретариат и общий отдел.

* Таблица 18 составлена по данным источника <http://www.tse.or.jp/eindex.html>.

Вспомогательные функции выполняют отделы по работе с членами биржи и по проверке фирм-членов биржи, арбитражный и надзора за рынком, отдел международных связей.

Характерной особенностью Токийской фондовой биржи является присутствие в организационной структуре исследовательского отдела. Его функциональные обязанности связаны с разработкой перспектив развития фондового рынка и фондовой биржи, биржевых технологий и торговых систем, биржевых продуктов.

Следует отметить, что фондовые биржи во всех странах мира испытывают влияние экономического состояния и являются инструментом государственного регулирования фондового рынка. Воздействие осуществляется через экономическую и законодательную базу, оно может быть как мягким, так и жестким.

Мягкий стиль управления характерен для стран, в которых фондовый рынок сформировался давно, технология его работы налажена и накоплен опыт длительного функционирования фондовых бирж. К таким можно отнести как Нью-Йоркскую, так и Лондонскую фондовые биржи.

Что касается жесткого стиля управления фондовыми биржами, то он существует в тех странах, фондовый рынок которых или имеет небольшую историю развития, или эта история была прервана наличием внешних факторов. К таким фондовым биржам можно отнести Токийскую и немецкую фондовые биржи.

Выводы к главе 11

1. В обязанности фондовой биржи входит подготовка помещений для совершения операций, создание условий, необходимых для работы ее членов, поддержание высокого уровня коммерческой чести, соблюдение выполнения правил торговли. Основным направлением развития Нью-Йоркской фондовой биржи является глобализация ее деятельности в плане расширения фондового пространства за счет создания мультивалютной торговой среды и увеличения количества нерезидентов в листинге фондовой биржи.

2. Лондонская фондовая биржа играет важную роль в экономике Великобритании, преобразуя сбережения в инвестиционный капитал для промышленности и бизнеса. Данная биржа несет ответственность за поддержание рыночных правил и представляет надежные

средства совершения и регистрации сделок, обеспечивая эффективное функционирование фондового рынка. Организационное формирование Лондонской фондовой биржи изначально предусматривало коммерческую направленность ее деятельности с целью получения прибыли участниками и индивидуальными членами.

3. В планы развития Немецкой фондовой биржи входит формирование такого рынка, на котором любое приказание относительно немецких ценных бумаг выполнялось бы быстрее, дешевле и аккуратнее, чем где бы то ни было. Для этого бирже необходимо решить вопросы, связанные с привлечением на фондовый рынок разнообразных ценных бумаг и совершенствованием операционных правил, включающих сервис по расчетам и займам.

4. Характерной особенностью Токийской фондовой биржи является присутствие в организационной структуре исследовательского отдела. Его функциональные обязанности связаны с разработкой перспектив развития фондового рынка и фондовой биржи, биржевых технологий и торговых систем, биржевых продуктов.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте Нью-Йоркскую фондовую биржу. Какие дополнительные виды деятельности она осуществляет?
2. Объясните, какие существенные изменения произошли в настоящее время в Лондонской фондовой бирже?
3. Расскажите об организационной деятельности Немецкой фондовой биржи.
4. Из чего складываются доходы Франкфуртской фондовой биржи?
5. Какие отличительные особенности характеризуют Токийскую фондовую биржу?

Глава 12.

Становление и развитие рынка ценных бумаг в России

Рынок ценных бумаг стал формироваться в России во второй половине XVIII в. в соответствии с указами Петра I. Наиболее яркий этап его развития связан с реформами Столыпина-Витте в конце XIX – начале XX вв. К началу первой мировой войны 1914 г. Россия занимала пятое место в мире по объему биржевого оборота после Англии, США, Франции и Германии. Средняя норма капитализации в России, насколько об этом можно судить по доходности солидных дивидендных бумаг (например, банковских акций) составляла 6–6,5% годовых. В то время система золотого обеспечения рубля исключала дефицитный вариант финансирования бюджета.

Становление рынка ценных бумаг Российской Империи происходило на фоне бурного экономического роста, увеличения национального дохода, отсутствия инфляции и при активном участии иностранного капитала. Этим объясняется достаточно быстрое формирование современной для того времени инфраструктуры рынка и расширение круга инвесторов. Золотой стандарт и отсутствие ограничений на перемещение капитала между ведущими странами мира определяли интернациональный характер финансовых рынков.

Основная проблема российского рынка была в отсутствии массового инвестора из-за невысокого уровня жизни большинства населения. Иностранные инвестиции на российском рынке осуществлялись преимущественно в облигации государственных займов и гарантированные правительством акции и облигации железнодорожных обществ. К началу 1900 г. около 1/3 акционерного капитала российских предприятий составляли иностранные инвестиции. Большой удельный вес иностранных инвестиций отмечался в угольной и металлургической отраслях, незначительный – в банковской сфере.

Увеличение объема операций с ценными бумагами происходило в первую очередь за счет покупки ценных бумаг населением. Биржи были во многих городах России. Крупные промышленные предприятия распространяли свои акции среди населения городов, в которых они находились, и котировали эти акции на крупных рынках. Курс ценных бумаг и репутация российских фондовых активов на биржах определялась политической и экономической ситуацией. Революция 1905–1907 гг. предопределила снижение интереса иностранных инвесторов к падавшим курсам российских ценных бумаг.

12.1. Специфика рынка ценных бумаг в России и его роль в развитии экономики страны

Рынок ценных бумаг в России – это молодой динамичный рынок с быстро нарастающим объемом операций, разнообразными финансовыми инструментами и диверсифицированной инфраструктурой. Российский рынок ценных бумаг имеет следующие *особенности*:

- стремительные темпы формирования в процессе приватизации предприятий и трансформации отношений собственности;

- «неоформленность» в макроэкономическом смысле в качестве стабильного источника финансирования развития народного хозяйства, института коллективных сбережений и накоплений;

- неразвитость материальной базы, технологий торговли, торговой сети, инфраструктуры;

- раздробленная система государственного регулирования рынка, включая Центральный банк РФ (контроль операций банков с ценными бумагами), ФКЦБ России с системой региональных представительств (общий контроль за соблюдением законодательства, контроль за деятельностью профессиональных участников рынка и саморегулируемых организаций), Мингосимущество (контроль за государственной собственностью), Министерство финансов (контроль небанковских финансовых институтов), Министерство по антимонопольной политике и поддержке развития предпринимательских структур (контроль за соблюдением антимонопольного законодательства). Отсутствует действенная система надзора государства и саморегулируемых организаций за деятельностью участников рынка на региональных вторичных рынках ценных бумаг;

– высокая степень всех рисков, связанных с ценными бумагами, из-за большой зависимости от значительного числа факторов (начиная от уровня инфляции и кончая слабой профессиональной квалификацией менеджеров предприятий-эмитентов);

– сравнительно небольшой объем операций, относительно невысокая ликвидность;

– слабая активность вторичного рынка ценных бумаг, его неустойчивость и спекулятивный характер;

– разделение рынка на высоколиквидные (рынок «голубых фишек») и малоликвидные сегменты;

– развитие в довольно сложных экономических условиях, которые связаны с высокими темпами инфляции, финансовой нестабильностью, огромной взаимной задолженностью предприятий, спадом производства и дефицитом бюджетов всех уровней.

Роль рынка ценных бумаг состоит в привлечении в экономику временно свободных денежных ресурсов. Стимулируя мобилизацию капиталов, фондовый рынок обеспечивает перераспределение ресурсов между различными сферами, отраслями экономики в пользу перспективных, развивающихся производств. Инвестор вкладывает деньги с целью получения дохода, который могут обеспечить только рентабельные предприятия.

В свою очередь, финансовые инвестиции в определенную отрасль сопровождаются расширением производства, ростом прибыльности. Рынок финансовых активов способствует, таким образом, формированию эффективной, динамичной экономики.

Рынок ценных бумаг тесно связан с другими сферами экономики и выполняет особую регулирующую функцию. Он помогает перемещению капитала из отраслей, располагающих свободными денежными ресурсами, в отрасли, имеющие потребности в финансировании инвестиционных проектов. Возможность прибыльной перепродажи ценных бумаг побуждает многих инвесторов покупать их и таким образом предоставлять капитал предприятиям, испытывающим инвестиционный дефицит.

Важнейшим источником промышленного подъема, преодоления инвестиционного кризиса в России должно стать развитие финансирования экономики путем использования инструментов рынка ценных бумаг. Это обеспечит покрытие дефицита бюджетов всех уровней и эффективное перераспределение собственности.

Рынок ценных бумаг оказывает значительное воздействие на финансовую безопасность страны. Он играет активную роль как важный компонент финансового рынка, оперируя большим объемом фондового капитала, накапливая значительные реальные инвестиции. Безопасность рынка ценных бумаг означает его защищенность от финансовых кризисов и катастроф, зависит от эффективности государственного регулирования рынка, информационной открытости и «прозрачности».

Признанными источниками финансирования экономики являются государственный бюджет, кредиты, субсидии, прибыль хозяйствующих субъектов. В условиях переходной экономики государственный бюджет России не имеет достаточной финансовой жесткости. Его исполнение зависит от значительного числа объективных и субъективных факторов, от социально-политической ситуации в стране и мире в целом. Возможности бюджетного финансирования, развития национального хозяйства весьма ограничены.

Кредиты, широко используемые во всем мире, как мощный финансовый источник, в России имеют ограниченное применение по причине нестабильности финансово-кредитного механизма. Достаточно трудно обеспечить выполнение основных принципов кредитования (срочность, платность, возвратность) из-за низкой эффективности производственно-хозяйственной деятельности, массовых неплатежей, высоких процентных ставок коммерческих банков за кредит и жестких условий его предоставления. Получение российскими хозяйствующими субъектами *субсидий* – большая редкость, требующая тщательно проработанных инвестиционных проектов и безупречной деловой репутации.

Многие российские хозяйствующие субъекты не имеют *прибыль*. Незначительная часть прибыли рентабельно работающих предприятий используется на их развитие, поскольку в числе первоочередных направлений применения прибыли – погашение задолженности по заработной плате и платежам в бюджет и внебюджетные фонды, расчеты с партнерами, создание необходимых резервов, пополнение оборотных средств.

В современных условиях российский рынок ценных бумаг приобретает важное значение как альтернативный источник финансирования экономики.

Осуществляя эмиссию государственных ценных бумаг, федеральные органы власти и субъекты Федерации получают до-

полнительный источник бюджетного финансирования, покрывают бюджетный дефицит.

Выпуская муниципальные ценные бумаги, органы местного самоуправления пополняют доходные статьи местных бюджетов и получают инвестиции на реализацию необходимых программ.

Эмитируя корпоративные ценные бумаги, акционерные общества формируют и пополняют акционерный капитал, обеспечивают финансирование производственно-хозяйственного развития.

Векселя, сберегательные книжки на предъявителя, депозитные и сберегательные сертификаты используются в качестве своеобразного денежного эквивалента для сбережения и замещения денег.

Закладные, складские свидетельства (варранты), коносаменты обслуживают финансово-кредитную сферу в качестве замены денежного обеспечения.

Опционные, форвардные и фьючерсные контракты используются для оформления срочных сделок. Они активно применяются при нарушениях денежного обращения и росте инфляции.

Таким образом, ценные бумаги являются универсальными финансовыми инструментами, основным компонентом финансового механизма. Рынок ценных бумаг, представляя собой часть финансового рынка, собирает временно свободные финансовые ресурсы и инвестирует их в развитие экономики страны. Как альтернативный источник финансирования экономики, рынок ценных бумаг обеспечивает перераспределение инвестиций, развитие приоритетных отраслей, их реструктуризацию, реализацию финансовой политики государства.

12.2. Правовая база и проблемы развития рынка ценных бумаг в России

В соответствии с постановлением Совета Министров СССР «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг» от 15 октября 1988 г. государственные предприятия, переведенные на полный хозяйственный расчет и самофинансирование, получили право выпускать ценные бумаги – *акции трудового коллектива*, предназначенные для распространения среди работников предприятий, и *акции предприятий*, используемые

для продажи только другим хозяйствующим субъектам. Эмиссия указанных ценных бумаг не меняла правового статуса эмитента. Постановлением Совета Министров СССР от 19 июля 1990 г. утверждены «Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью» и «Положение о ценных бумагах». Эти документы стали основанием для возникновения фондового рынка на территории СССР.

В 1990–1991 гг. были приняты основные нормативно-правовые акты, предопределившие развитие фондового рынка. Верховный Совет РСФСР в декабре 1990 г. принял Законы «О собственности в РСФСР» и «О предприятиях и предпринимательской деятельности в РСФСР», а также «Положение об акционерных обществах».

Закон «О собственности в РСФСР» вводил понятие частной собственности и определял, что в собственности граждан могут находиться «акции, облигации и другие ценные бумаги». Этот закон установил, что акционерные общества являются собственниками средств, полученных ими от продажи акций.

Закон «О предприятиях и предпринимательской деятельности» истолковывал предпринимательскую деятельность как деятельность, нацеленную на получение прибыли. Данный закон определял, что деятельность акционерных обществ закрытого и открытого типа может быть направлена на извлечение прибыли.

В «Положении об акционерных обществах» отмечено понятие уставного капитала, который должен быть объявлен при регистрации общества и полностью оплачен в течение года с момента такой регистрации. Это положение содержало определения акции и облигации, сертификата акции, дивиденда. В нем пояснялся порядок регистрации акционеров и ведения реестров акционеров и держателей облигаций, посредничества при заключении сделок купли-продажи ценных бумаг. Положение регламентировало другие процедурные вопросы деятельности акционерного общества. Указанное Положение являлось основой корпоративного права в России до принятия Федерального закона «Об акционерных обществах» от 25 декабря 1995 г.

Гражданский кодекс РФ (часть 1), принятый в 1994 г., определил понятие ценных бумаг, дал их перечень и классификацию, описал порядок обращения ценных бумаг. Федеральный закон «Об акционерных обществах» регламентировал

действия акционерного общества на рынке ценных бумаг. Он дал характеристику возможного содержания ряда фондовых операций акционерного общества, определил права и обязанности владельцев акций и облигаций, правила регистрации ценных бумаг и некоторые вопросы оценки рыночной стоимости акций.

Особое значение имеет Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г., который регулирует многие вопросы функционирования рынка ценных бумаг. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 15 марта 1999 г. регламентировал вопросы раскрытия информации и порядок защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг.

В настоящее время многие вопросы функционирования финансового рынка детально регламентированы указами Президента РФ, постановлениями Правительства РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, инструкциями Министерства финансов, инструкциями и письмами Центрального банка РФ.

В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. была сохранена преемственность норм, содержащихся в «Положении о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», действовавшем с конца 1991 г. Этот закон явился значительным шагом вперед с точки зрения развития законодательства о ценных бумагах и совершенствования регулирования деятельности на фондовом рынке. Закон выполняет следующие функции:

- регламентирует деятельность отдельных профессиональных участников рынка и вопросы регулирования рынка;
- определяет полномочия ФКЦБ России, ее региональных отделений и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка;
- регулирует процедуру выпуска и обращения эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций), работу фондовых бирж, информационное обеспечение рынка ценных бумаг, требования к рекламе, ответственность за нарушение законодательства РФ о ценных бумагах.

В указанном законе предусмотрен порядок эмиссии и обращения ценных бумаг и определены виды профессиональной деятельности с ценными бумагами. В законе впервые описана категория «эмиссионных ценных бумаг» и дано понятие «раскрытие информации на рынке ценных бумаг».

Принципиальным вопросом регулирования обращения ценных бумаг являются установленные законом нормы удостоверения права собственности на них, а также нормы перехода прав на ценные бумаги и реализации прав, закрепленных ценными бумагами. Кроме определений видов профессиональной деятельности на фондовом рынке, требующих лицензирования, закон устанавливает некоторые существенные ограничения этой деятельности, а также ответственность за действия, приводящие к возникновению убытков у клиентов или нарушающие их права (например, необоснованный отказ от внесения записей в реестр ценных бумаг или уклонение от внесения такой записи).

Весьма важными проблемами развития рынка ценных бумаг в России являются организационные, кадровые и методологические. *Организационные проблемы* связаны с отсутствием развитой инфраструктуры рынка и слабым информационным обеспечением. *Кадровые проблемы* предопределены малым сроком развития рынка ценных бумаг и недостаточным числом высокопрофессиональных специалистов. *Методологические проблемы* вызваны непроработанностью методик осуществления многих фондовых операций и отдельных процедур на рынке ценных бумаг.

Проблемы *развития рынка ценных бумаг* связаны:

- с недостаточным объемом финансирования экономики с помощью инструментов фондового рынка (в России – менее 6%, а в странах с развитой рыночной экономикой – до 80%);
- незначительной долей реального капитала на финансовом рынке;
- отсутствием современной системы центров клиринговых расчетов, депозитариев, независимых регистраторов, обеспечивающих информационную «прозрачность» рынка для всех участников и соответствующих мировым стандартам;
- юридической неподготовленностью к заключению договоров с партнерами с учетом возможных убытков от неожиданных изменений на рынке, с учетом надежности партнеров с точки зрения их платежеспособности;
- отсутствием единых, соответствующих мировым стандартам общероссийских классификаторов операций, технологий банков и бирж;
- несоответствием действующих форм бухгалтерского учета международным стандартам.

К перспективным направлениям развития рынка ценных бумаг в России относятся совершенствование законодательной базы и контроля государства за фондовым рынком, развитие вторичного рынка ценных бумаг, обеспечение информационной открытости, развитие рынка корпоративных ценных бумаг и рынка муниципальных заимствований, а также инфраструктуры рынка ценных бумаг и его информационно-обеспечения.

12.3. Фондовые биржи России

Современные фондовые биржи России получили свое развитие в годы перестройки механизма плановой экономической системы и перехода на рыночные методы управления народным хозяйством. Этот процесс характеризовался отсутствием нормативной базы, соответствующих, то есть рыночных кадров, навыков и умений, хотя объективно общество было готово принять специфический финансовый инструмент – фондовые биржи.

После распада СССР – период 1991–1995 гг. сопровождался созданием фундаментальных основ биржевой деятельности, была сформирована система лицензирования, в том числе и специалистов, работающих с ценными бумагами. Инвесторы проводили активную политику на рынке государственных и корпоративных ценных бумаг, появились профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Экономический кризис не способствует закреплению капитала в стране и, следовательно, создает условия для его оттока. Остановить этот процесс, наряду с экономическими и политическими мерами, можно усилением прав собственности инвесторов. Юридическая основа, которая представлена Федеральными законами РФ «Об инвестиционной деятельности в РФ», «Об иностранных инвестициях в РФ», «О рынке ценных бумаг», Указом Президента РФ «О частных инвестициях» и другими нормативными актами, регулирующими фондовый рынок России, не в полной мере решает эту проблему.

В указанных документах отсутствуют правовые гарантии, например, не допускающие ухудшения функционировавших на момент вложения капитала налоговых и других институциональных условий деятельности инвестора. Следует отметить, что такие правила включены в законодательство многих

иностранных государств, например, в закон США о ценных бумагах 1933 г.

В соответствии с законодательством России, лицензия на осуществление деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг может быть выдана только коммерческой организации, созданной в форме закрытого акционерного общества, или некоммерческого партнерства. В то время как фондовая биржа может быть создана только в форме некоммерческого партнерства. Это обстоятельство накладывает определенные ограничения на организации, поскольку статус некоммерческого партнерства в России предусматривает запрет на ведение предпринимательской деятельности, что существенно сказывается на финансовом состоянии претендентов на роль фондовой биржи.

Наличие в законодательстве двухвариантной возможности получения лицензии, на первый взгляд, создает условия свободы выбора, однако такая организационно-правовая форма как закрытое акционерное общество предоставляет владельцу больший охват интересов, чем некоммерческое партнерство. В связи с этим, многие российские фондовые биржи определили в качестве организационно-правовой формы закрытое акционерное общество, например Московская межбанковская валютная биржа, Санкт-Петербургская валютная биржа и т.д.

В мировой практике общепризнанным является подход к фондовой бирже как к некоммерческому институту. Однако, в 80–90-е годы XX в. на Западе становится распространенным мнение о том, что биржа должна зарабатывать, в частности, предоставлением не только биржевых услуг участникам рынка, но и разнообразной продукции широкой публике. Такая практика свойственна для всех западных бирж.

Что касается российских бирж, то они также занимаются зарабатыванием денег. Так, на ММВБ в статьях доходов присутствует оплата за листинг, за пользование техническими средствами предторгового и торгового обслуживания, на Московской фондовой бирже и Московской международной фондовой бирже – за консультационное сопровождение и услуги учебного центра.

Вместе с тем, перед фондовыми биржами сегодня стоят проблемы, связанные с привлечением клиентов, как тех, кто покупает, так и тех, кто продает ценные бумаги. Современная теория и практика выработала ряд способов и методов форми-

рования потребностей на биржевые услуги. Это относится, прежде всего, к созданию у потенциальных клиентов возможности реализовать целевые установки в осуществлении инвестиционного процесса.

Поведение инвестора на рынке ценных бумаг без объективно продуманной программы действий в условиях серьезного соперничества в значительной мере обречено на неудачу. Направленность инвестиций в инструменты фондового рынка ограничивается сферой решения, прежде всего, экономических задач инвестора, сопряженных с его деятельностью. Поэтому формируемую инвестором систему инвестиционных целей обуславливает конъюнктура рынка, которая выясняет определенные направления его участия в инвестиционном процессе. Фондовая биржа обеспечивает инвестору возможность формирования тактики поведения на финансовом рынке, давая возможность многовариантности и системности вложений.

Создание условий для повышения эффективности инвестиций с ограничением воздействия отрицательных макроэкономических факторов и проблем, предопределяющих кризисное состояние хозяйства и инвестиционной сферы, например, высокого уровня инфляции. Устранение инфляции не считается средством роста инвестиционной активности. Об этом свидетельствуют следующие факты.

Так, в 2007 г. инфляция в России была 10–15%, но признаков оздоровления в инвестиционной сфере не наблюдалось. Строгая бюджетная и денежно-кредитная политика государства, подавив инфляцию, не создала условия для улучшения финансового положения предприятий, что сократило ресурсную базу инвестирования на микроуровне. Существенный разрыв между низкими темпами инфляции и высоким номинальным уровнем ставок ссудного процента и доходности ГКО выразилась в необоснованном росте реальных процентных ставок на финансовом рынке.

При этом инвестиционная привлекательность в значительной степени определяется ожидаемой доходностью от вложения капитала. Поскольку инвестиции в рыночном хозяйстве носят избирательный характер, то при отборе объекта вложения капитала преобладающим положением пользуются наиболее выгодные инвестиционные проекты.

В практике степень рискованности инвестиций находится в прямой зависимости от их уровня рентабельности. В рамках

управления инвестиционной деятельностью существенное внимание должно уделяться проведению мероприятий по учету фактов риска на стадии выбора инвестиционных проектов, определению путей минимизации их влияния на ход реализации и ожидаемые результаты.

Кроме того, процесс размещения инвестиций в рыночной экономике сопряжен с возможностью ошибочных управленческих решений. Поэтому необходимо осуществление многовариантного подхода к выбору объекта инвестирования, позволяющего достигнуть поставленной цели с наименьшими затратами времени и ресурсов. Изменчивость внешней экономической среды и финансового положения инвестора обуславливает необходимость постоянной корректировки направлений инвестирования, повышения степени их приспособленности к условиям инвестирования, точности в определении времени инвестирования, особенных для краткосрочных и среднесрочных проектов.

Для решения задач повышения эффективности инвестиционных вложений фондовая биржа предоставляет возможность инвестору воспользоваться ее инфраструктурой предторгового и послеторгового обслуживания, технической и информационной базой, учебной и консультационной помощью. При этом эффективны методы экономического и организационного воздействия, оказываемые фондовой биржей на поведение клиента. Формирование в обществе потребностей на биржевые услуги – процесс достаточно длительный и сложный.

В этой связи, фондовые биржи, решая проблемы создания постоянного круга клиентов, как субъекты хозяйственной деятельности сталкиваются с низкой профессиональной квалификацией трудового коллектива, отсутствием опыта, специального помещения и оборудования, программных продуктов, информационной защищенности, высокими ставками налогообложения. Например, только налог на прибыль, выплачиваемый биржей, составляет 24% от полученных доходов. Данная ситуация не имеет логического обоснования, если учесть, что фондовые биржи в России считаются некоммерческими партнерствами, которые не преследуют цели получения прибыли и имеют запрет на занятие предпринимательской деятельностью.

Таким образом, в настоящее время существование российских фондовых бирж зависит от состояния экономики в стране. Условия работы современных фондовых бирж характери-

зуют кризисные явления, несовершенство законодательной базы, решение проблем привлечения клиентов и обеспечение разнообразия биржевых услуг.

12.3.1. Московская межбанковская валютная биржа

Московская межбанковская валютная биржа является ведущей биржей России. Она осуществляет торговые операции на всех основных сегментах финансового рынка (валютном, фондовом и срочном) как в Москве, так и в крупнейших финансово-промышленных центрах страны. Совместно с партнерами, расчетной палатой ММВБ и Национальным депозитарным центром биржа осуществляет расчетно-клиринговое и депозитарное обслуживание участников биржевого рынка.

На ММВБ действует общенациональная торговая система по государственным ценным бумагам. Торговая система ММВБ объединяет восемь основных финансовых центров России, расположенных в крупнейших городах страны – в Москве, Санкт-Петербурге, Ростов-на-Дону, Самаре, Нижнем Новгороде, Екатеринбурге, Новосибирске и Владивостоке. Данное обстоятельство может служить основой для применения технических и технологических возможностей биржи для создания единой российской электронной фондовой биржи.

С организационно-правовой позиции ММВБ представляет собой закрытое акционерное общество. Что касается организационно-технологического устройства биржи, то оно представлено секциями валютного, фондового и срочного рынка, комиссиями по наблюдению за практикой биржевой деятельности, бюджету и строительству, которые находятся в административном подчинении Биржевого Совета. В деятельности биржи на правах партнерских отношений принимают участие Расчетная палата ММВБ и Национальный депозитарный центр.

Организационно-управленческая структура биржи включает отделы фондовых и срочных операций, валютного рынка, программно-технического обеспечения и депозитарного обслуживания, эксплуатации торгово-депозитарной и расчетной систем, материально-технического обслуживания, а также договорно-правовое управление. В составе управленческой структуры присутствуют информационная служба, расчетный и аналитический отделы, отдел информационной безопасности.

Организационное формирование управления биржей основано на линейно-функциональной схеме управления. В соответствии с этим в структуре сформированы и существуют законодательно предусмотренные биржевые подразделения. *Высшим органом управления ММВБ* (как акционерного общества) является общее собрание акционеров, которому подотчетен Биржевой Совет.

Наблюдение за ходом хозяйственно-финансовой деятельности и оперативное руководство биржей осуществляет Дирекция, которая состоит из 9 членов – генерального директора, его заместителя, финансового директора, начальников управлений валютного и фондовых рынков, директора по управлению кадрами, технического директора, управляющего делами и главного бухгалтера. К функциональным структурам относятся финансовое управление, управление делами ММВБ и кадрами, аналитическую службу и бухгалтерию.

Создание условий для осуществления операций во всех секциях финансового рынка в соответствии с российским законодательством и учредительными документами биржи можно рассматривать как основную задачу, решаемую структурно-управленческими службами ММВБ. С этой целью разработаны и применяются правила: торговли ценными бумагами, листинга, допуска ценных бумаг к торгам, требования к участникам торгов, взаимодействия их в процессе торгов.

ММВБ, обслуживая рынок государственных заимствований, задействовала в этом процессе не только технический и технологический, но и организационный потенциал. Структурные подразделения, решая поставленные задачи, выполняют только им свойственный отличительный набор производственных действий и работ. Организационно-управленческое формирование биржи в целом позитивно зарекомендовало себя в различных технологических и управленческих ситуациях, поскольку ее существование не испытывает затруднений от несовершенства организационно-управленческой структуры.

Вместе с тем, улучшение структуры управления способствует бирже приобрести компактную, рационально завершенную форму. Например, возможно объединение в единое информационно-аналитическое управление с формированием специальных отделов и таких структур, свободно-аналитическая, аналитическая, служба информации. Это позволит сократить численность трудового коллектива на 15–20%, снизить оборот документов, повысить темп прохождения и обработки информации.

Данное изменение позитивно повлияет на экономии фонда заработной платы, эффективности использования рабочего времени и производственных территорий.

Подобные преобразования можно осуществить в отделах управления фондовыми и срочными операциями, объединив их в одном управлении с формированием определенных секций. Эта мера в условиях сокращения объемов и количества сделок с ценными бумагами способствовала бы созданию более гибкой структуры управления биржи, и получить экономический эффект.

12.3.2. Московская фондовая биржа

Московская фондовая биржа образована в 1997 г. как некоммерческое партнерство. Современная история российской биржи исчисляется именно с этого времени. Однако, первый указ о строительстве здания биржи в Москве был в 1789 г., а официальной датой начала ее работы считается 8 ноября 1839 г. Исполнительным органом фондовой биржи является Биржевой комитет, который избирается выборными представителями. Их наличие отличало Московскую фондовую биржу от других фондовых бирж России. Уже в то время государство оказывало воздействие на существование бирж, определяя порядок выборов и контролируя правильность его выполнения. При биржевом комитете существовали ряд комиссий: котировальная, банковская, юридическая, справочная и другие, которые контролировали определенные направления деятельности и достаточно активно реагировали на возникшие проблемы.

В настоящее время МФБ является современной, технически хорошо оснащенной биржей. Она была создана Московским правительством, которое определило следующие задачи:

- организация торгов московскими муниципальными ценными бумагами;
- увеличение ликвидности, объемов торгов и снижения цены заимствований путем формирования и развития инфраструктуры вторичного рынка;
- формирование основ национальной системы торговли корпоративными ценными бумагами.

Решение обусловленных задач предполагает наличие системы регулирующих правовых норм, лицензий – разрешений при заключении сделок, обеспечивающих финансовые гарантии, например, путем денежного вноса. Организационный

механизм существования фондовой биржи, как организатора торговли ценными бумагами, предусматривает учет интересов участников торгов и создание института клиринговых членов – гарантов рынка ценных бумаг, выполняющих функции стабилизаторов фондового рынка.

МФБ характеризует следующие основные особенности:

- тесная интеграция с государственными органами муниципального и федерального уровня, регулируемыми фондовый рынок;
- защищенность от сопернического давления, обусловленная поддержкой органами государственной власти;
- материальные гарантии со стороны Московского правительства и муниципального бюджета;
- профессиональный состав персонала, обеспечивающий соответствующий менеджмент.

Воплощение в реальность данных особенностей осуществляется в рамках биржевой торговой системы, которая является компонентом функциональной структуры МФБ и организационно подчинена ее вице-президенту.

Основу существования МФБ составляет биржевая торговая система, составными частями которой являются следующие структурные подразделения:

- группа сверки, занятая фиксацией факта заключения сделки между клиентами, эмитентом и инвестором;
- управление ликвидностью, осуществляющее взаимодействие с маркет-мейкерами;
- служба гарантий по исполнению обязательств на рынке ценных бумаг;
- отдел центрального управления рисками, контролирующей ход торгов.

Функциональное устройство системы торговли ценными бумагами на МФБ предусматривает, что данная схема может работать как в режиме аукциона, так и в режиме вторичных торгов. Процедура режима аукциона соответствует правилам первичных торгов. Особенность состоит только в том, что клиенты обязаны выполнить требования биржи относительно раскрытия информации о своих материальных возможностях и целях появления на рынке ценных бумаг.

Схема передвижения заявок в ходе вторичных торгов представляет собой достаточно сложную форму, объединяя значительное число участников. В целях оперативного управления

рынком московских муниципальных ценных бумаг автоматизирован процесс доступа эмитента московского облигационного займа, Московского правительства к торговой информации.

Кроме того, согласно требованиям эмитента установлены ограничения на существование рынка, его параметры и степень жесткости контроля за происходящими на рынке процессами, практическая реализация которых проходит через автоматизированное рабочее место организатора торгов (АРМ-ОТ), существующего в режиме реального времени. При этом функции АРМ-ОТ распределены между несколькими рабочими местами, автономно работающими в режиме аукциона и вторичного оборота ценных бумаг. В связи с тем, что первичный и вторичный рынки тесно взаимосвязаны, возможности автоматизированного управления целесообразно распространить одновременно на оба рынка. Это предоставляет возможность реализовать следующие взаимосвязанные группы функций.

Мониторинг торгов. Эта функция выполняет задачи получения эмитентом информации о ходе торгов в режиме реального времени, соблюдения установленных ограничений на параметры, характеризующие ход торгов, запуска штатных процедур реагирования в случае попыток преодоления профессиональными участниками ограничений и установленных лимитов.

Анализ торговой информации. Суть данной функции заключается в обработке в режиме реального времени торговой информации в соответствии с принятыми методиками (анализ спроса-предложения, определение наиболее приемлемых значений индикативных параметров, позволяющих принимать решение о размещении ценных бумаг, анализ действий участников по тактике поведения на рынке ценных бумаг, группировка участников по стратегиям, формирование обобщенных показателей). В качестве аналитических средств могут быть использованы как собственные разработки, так и существующие типовые системы обработки информации.

В результате выполнения этих действий возникает возможность установить фиксированные ограничения на количество технологических стадий и параметры торговых сессий. При этом, с одной стороны, организатор торговли регулирует рынок с применением автоматизированной системы ограничений и лимитирования, а с другой – реализует формирование обобщенных лимитов для всех участников торгов.

В качестве примера параметров торговых сессий можно

привести:

- ценовые и объемные фильтры на подачу заявок;
- лимиты на конкретных участников или их группы;
- определение доли рынка, контролируемой каждым участником;
- установление коридоров цен.

В целом организационно-управленческая структура фондовой биржи представлена высшим органом управления, то есть собранием акционеров, оперативное руководство осуществляет Биржевой Совет, возглавляемый президентом.

Под управлением первого вице-президента находится биржевая торговая система и аналитический отдел, информационно-вычислительный центр и центр биржевой информации, менеджер операционного зала, оперативно-хозяйственная и транспортная службы.

Вице-президент по фондовому рынку руководит депозитарным центром, отделами товарных рынков и внешних связей, бухгалтерией, службой безопасности и охраной, а также отделом кадров.

Вице-президент по срочным рынкам курирует работу отделов срочных сделок по финансовым инструментам и надзора. Другому вице-президенту подчиняются следующие отделы: по работе с акционерами и брокерами; внутреннего аудита; юридический.

Отличительной особенностью МФБ является наличие системы конструирования инструментов займа, гибридных и производных финансовых продуктов. Основная задача данного отдела сводится к выполнению поисковых и перспективных исследовательских работ. Присутствие в организационно-управленческой структуре МФБ научно-исследовательского отдела свидетельствует о ее высоких потенциальных возможностях в области разработки технической политики и биржевых технологий, финансовых инструментов рынка ценных бумаг.

Следует отметить, что аналитические отделы присутствуют в структуре крупнейших в мире Нью-Йоркской и Токийской фондовых бирж.

12.3.3. Московская международная фондовая биржа

Московская международная фондовая биржа является пер-

вой российской фондовой биржей, основанной в период перестройки экономического механизма страны. ММФБ была создана 4 ноября 1990 г., а в 2001 г. из-за отзыва лицензии фактически прекратила свое функционирование. Первые торги прошли 30 октября 1991 г. На них была применена новая компьютерная биржевая торговая система.

Организационно-правовой формой ММФБ была акционерное общество.

Основным видом деятельности являлось организация и проведение торговли корпоративными ценными бумагами.

Работа ММФБ происходила по ниже перечисленным направлениям:

- проведение биржевых торгов фондовыми ценностями;
- развитие инфраструктуры фондового рынка;
- повышение уровня профессионализма участников рынка;
- оказание информационных, консультационных и других видов услуг;

– аналитические исследования конъюнктуры рынка;
сотрудничество с другими биржами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг внутри страны и за границей, их объединениями и ассоциациями.

Выводы к главе 12

1. Становление рынка ценных бумаг Российской Империи происходило на фоне бурного экономического роста, увеличения национального дохода, отсутствия инфляции и при активном участии иностранного капитала. Этим объясняется достаточно быстрое формирование современной для того времени инфраструктуры рынка и расширение круга инвесторов. Золотой стандарт и отсутствие ограничений на перемещение капитала между ведущими странами мира определяли интернациональный характер финансовых рынков.

2. Рынок ценных бумаг оказывает значительное воздействие на финансовую безопасность страны. Он играет активную роль как важный компонент финансового рынка, оперируя большим объемом фондового капитала, накапливая значительные реальные инвестиции. Безопасность рынка ценных бумаг означает его защищенность от финансовых кризисов и катастроф, зависит от эффективности государственного регулирования рынка, информационной открытости и «прозрачности».

3. В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. была сохранена преемственность норм, содержащихся в «По-

ложении о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», действовавшем с конца 1991 г. Этот закон явился значительным шагом вперед с точки зрения развития законодательства о ценных бумагах и совершенствования регулирования деятельности на фондовом рынке.

4. Весьма важными проблемами развития рынка ценных бумаг в России являются организационные, кадровые и методологические. Организационные проблемы связаны с отсутствием развитой инфраструктуры рынка и слабым информационным обеспечением. Кадровые проблемы предопределены малым сроком развития рынка ценных бумаг и недостаточным числом высокопрофессиональных специалистов. Методологические проблемы вызваны непроработанностью методик осуществления многих фондовых операций и отдельных процедур на рынке ценных бумаг.

5. Современные фондовые биржи России получили свое развитие в годы перестройки механизма плановой экономической системы и перехода на рыночные методы управления народным хозяйством. Этот процесс характеризовался отсутствием нормативной базы, соответствующих, то есть рыночных кадров, навыков и умений, хотя объективно общество было готово принять специфический финансовый инструмент – фондовые биржи.

6. Московская межбанковская валютная биржа является ведущей биржей России. Она осуществляет торговые операции на всех основных сегментах финансового рынка (валютном, фондовом и срочном) как в столице, так и в крупнейших финансово-промышленных центрах страны. Совместно с партнерами, расчетной палатой ММВБ и Национальным депозитарным центром биржа осуществляет расчетно-клиринговое и депозитарное обслуживание участников биржевого рынка.

На ММВБ действует общенациональная торговая система по государственным ценным бумагам. Торговая система ММВБ объединяет восемь основных финансовых центров России, расположенных в крупнейших городах страны – в Москве, Санкт-Петербурге, Ростов-на-Дону, Самаре, Нижнем Новгороде, Екатеринбурге, Новосибирске и Владивостоке. Данное обстоятельство может служить основой для применения технических и технологических возможностей биржи для создания единой российской электронной фондовой биржи.

Контрольные вопросы

1. Расскажите, при каких обстоятельствах происходило становление рынка ценных бумаг в России?

2. Какие особенности имеет рынок ценных бумаг России?
3. Какова правовая база рынка ценных бумаг в России?
4. Объясните, чем связаны проблемы развития рынка ценных бумаг России?
5. Охарактеризуйте деятельность современных фондовых бирж России.
6. Какие финансовые центры России объединяет торговая система ММВБ?

Глава 13. Операции на фондовом рынке

13.1. Организация фондового рынка

В классическом понимании основной задачей, решаемой фондовым рынком, является привлечение свободных денежных ресурсов для инвестирования в производство. Эта задача решается при первичном размещении акций (Initial public offering (IPO)*), когда непосредственно эмитент размещает весь объем эмиссии среди профессиональных участников фондового рынка, получая тем самым ресурсы для выполнения намеченных целей. Вторичный рынок в этом случае становится чисто спекулятивной составляющей.

Вообще, современное понятие фондового рынка включает в себя в основном именно *вторичный рынок*. Он является сосредоточением не только денежных средств финансовых компаний и страховых фондов, включая пенсионные, но и практически всего спекулятивного капитала, который, по сути, является двигателем рыночной волатильности.

Следует отметить, что капитализация (capitalization) мирового фондового рынка, или отдельно взятой компании, по сути, никак не влияет ни на саму деятельность компании, ни на ее прибыль. Вторичный рынок выполняет две задачи – индикатора экономического состояния компании и экономики

* Первое публичное размещение акций компании. Ценные бумаги, предлагаемые при первоначальной публичной эмиссии, как правило, являются акциями молодых, небольших компаний, привлекающих внешний акционерный капитал для выполнения уставной деятельности и целей организации. Инвесторы, покупающие акции первичного размещения, как правило, принимают риск за возможность получить большую прибыль. Первичные размещения инвестиционных компаний (взаимных фондов закрытого типа) обычно предполагают наличие коммиссионных за размещение ценных бумаг, которые представляют собой надбавку к рыночной цене для покупателей.

страны в целом, являясь инструментом перераспределения долей собственности (акций) и определения их рыночной цены. Хотя, в современной финансовой истории случаи приобретения блокирующих пакетов акций на вторичном рынке практически не встречаются, все действия подобного характера решаются кулуарно, между крупными держателями пакетов акций (*Arm's length price*^{*}).

Учитывая то, что вторичный фондовый рынок является в значительной степени спекулятивным и, понимая необходимость в его функционировании для владельцев акций, возникает потребность его государственного регулирования. Основные регулирующие функции на фондовом рынке осуществляет Федеральная комиссия по ценным бумагам, кроме нее определенные функции возложены на Министерство финансов РФ, Центральный банк РФ, Министерство РФ по антимонопольной политике и Мингосимущество РФ.

Для получения официального статуса полноправного и профессионального участника фондового рынка необходимо получить соответствующие разрешения и лицензии на проведение операций с ценными бумагами в вышеупомянутых государственных учреждениях.

Основными профессиональными участниками фондового рынка являются:

– операторы, осуществляющие сделки купли-продажи ценных бумаг – брокеры, трейдеры, и компании, осуществляющие доверительное управление привлеченными на свободном рынке средствами, а также и негосударственные пенсионные фонды;

– организаторы работы торговых площадок;

– клиринговые организации, банки и депозитарии, осуществляющие учет взаимных требований и движения права собственности на ценные бумаги между участниками сделки;

– реестродержатели, осуществляющие соответствующие изменения в реестре акционеров.

Брокеры осуществляют сделки купли-продажи ценных бумаг в интересах другого лица (юридического или физического), за его счет и по его требованию. Брокер – маклер (*англ. Broker*) – это может быть либо биржевой брокер (*floor broker*),

* *Arm's length price* – формальная цена, по которой покупатель и независимый продавец готовы заключить сделку.

исполняющий заказы (других членов биржи) на торговой площадке биржи, либо брокер, исполняющий заказы розничных клиентов (upstairs broker). Брокеры – лица или компании специализирующиеся на проведении посреднических операций, получающие за свои услуги вознаграждение в виде определенного процента с суммы сделки.

Трейдеры совершают сделки купли-продажи ценных бумаг только от своего имени и за свой счет.

Компании, осуществляющие доверительное управление, занимаются управлением, переданным им во владение имуществом – денежные средства, ценные бумаги и т.д.

Организаторами работы биржевых площадок в основном выступают некоммерческие партнерства. Они обеспечивают функционирование торговых площадок. Несмотря на то, что биржевые и внебиржевые площадки обеспечивают выполнение различных видов операций, они обычно совмещены в одной структуре. За годы становления российского фондового рынка именно эти организации показали себя наиболее слабым звеном. Практически все крахи и мошенничества на таких биржевых площадках как: МЦФБ (Московская центральная фондовая биржа), МТБ (Московская товарная биржа), РБ (Российская биржа (бывшая РТСБ), ММВБ (Московская межбанковская валютная биржа) произошли из-за слабого контроля со стороны государства в лице Федеральной комиссии по ценным бумагам за организаторами торгов, что привело не только к финансовым потерям добросовестных участников, но и в отдельных случаях к «параличу» некоторых «отраслей» биржевой торговли.

Так, после краха РБ торговля фьючерсными контрактами на акции российских компаний не восстановились в полном объеме до настоящего времени, а в случае с Московской межбанковской валютной биржей, ущерб, нанесенный торговле валютными фьючерсами, привел к практически полному отсутствию интереса и заинтересованности в возобновление торговли этим важным сегментом рынка. Несмотря на принятие множества законов, приказов и указов деятельность бирж, по-прежнему весьма слабо контролируется и функционирует неэффективно, оставаясь «слабым звеном» российского фондового рынка.

Основное завоевание любой биржи – создание ликвидного рынка и привлечение большого числа не только профессиональных участников, но и мелких спекулянтов, причем стоит

отметить, что для операторов и участников рынка не так уж важно каким видом активов осуществляется торговые операции, необходимо, чтобы рынок был достаточно ликвиден и волатилен. Можно привести много примеров, когда интересные бумаги или инструменты практически не торговались из-за того, что просто не хватало ликвидности, а актив фактически не имеющий под собой даже нормального уставного капитала в силу своей «раскрученности» и ликвидности привлекал большинство спекулянтов. Самый, наверное, знаменитый пример из этой серии в России – МММ, Телемаркет и т.д., которые в период действия «пирамиды» оттянули свободную ликвидность на себя, оголив не только настоящий фондовый рынок, который, правда, в тот момент находился в начальной стадии своего становления, но и рынок государственных бумаг.

Главная задача участника вторичного рынка акций извлечение прибыли, но структура рынка такова, что оно обеспечено только брокерам и различного рода посредникам (аналитики, консультанты и т.д.) получающим комиссионные сборы. Для остальных участников возможность получения прибыли далеко не очевидна, а во многих случаях и не возможна ввиду ограниченности человеческой жизни (покупка акций «внукам»). Участникам, работающим на вторичном рынке акций следует иметь в виду, что все покупки к экономике страны и деятельности компании не имеют абсолютно никакого отношения. Так называемые, «инвестиции» на вторичном рынке в большинстве основываются исключительно на стремлении получения быстрого дохода от роста курсовой стоимости ценных бумаг. Но рынок не только растет, а иногда и существенно падает.

В связи с тем, что на вторичном рынке акций все большую популярность приобретает торговля с помощью «кредитного рычага»* или, так называемого, плеча, поведение, функции и риски этого рынка, становятся все более похожи на рынок производных инструментов (деривативов). Широкое распространение внутредневногo кредитования клиентов под залог их финансовых средств, позволяет говорить, что в современном понимании спотовый (наличный) фондовый рынок и ры-

* Эффект рычага – возможность открытия дополнительных позиций по инструменту с использованием кредитных средств предоставляемых брокером под залог финансовых средств или различных активов (акции, государственные ценные бумаги, облигации и т.д.)

нок производных инструментов постепенно объединяются и представляют собой единое целое.

13.2. Деривативы – производные финансовые инструменты

Развитие спотового (с поставкой наличного товара) рынка (cash markets)* постепенно потребовало создания производных финансовых инструментов для страхования рисков, возникающих при «входе в рынок». Степень развития рынка производных финансовых инструментов получила настолько большой импульс, что в настоящее время он на порядок превосходит спотовый рынок по объемам обращающихся там средств и количеству заключаемых сделок.

Наиболее распространенными производными финансовыми инструментами являются: фьючерсный, опционный и форвардный контракты. Использование этих видов контрактов не только дает возможность минимизировать финансовые риски и стабилизировать доходность от операций с активами, но и позволяет разнообразить инвестиционную картину любого банка или финансовой компании, что весьма высоко ценится клиентами.

Фьючерсный контракт – стандартизированный контракт, обязывающий контрагентов осуществить поставку или принять актив в момент экспирации (поставки) в будущем. Объектом для заключения фьючерсного контракта может быть любой актив, имеющий не только рыночную цену, но и просто абстрактное число.

Так, в 1995–1996 гг. на РТСБ (Российская товарно-сырьевая биржа), осуществлялась торговля фьючерсными контрактами на процент, полученный политическими партиями на будущих выборах в Государственную Думу, а на Чикагской товарной бирже котируется фьючерсный контракт на температуру воздуха. Такой контракт в виду того, что он стандартизирован, приобретает все свойства ценной бумаги. Он может многократно переходить из рук в руки, что позволяет участвовать в торгах спекулянтам не заинтересованным в приобретении

* Cash markets. Рынки наличного товара, также называются spot markets. Рынки с немедленной поставкой ценных бумаг или инвестиционных инструментов.

или реализации наличного товара. На реальную поставку выходит не более 3–5% заключенных контрактов, остальные закрываются встречными сделками, обычно, за несколько дней до срока экспирации. Фьючерсный контракт бывает *поставочный* и *расчетный*.

Поставочный – контрагенты вышедшие на поставку обязаны принять и оплатить товар. Поставка товара в случае с товарными рынками осуществляется через биржевой склад, на фондовом рынке через расчетную палату.

Расчетный – при экспирации данного вида контракта поставка товара не производится, расчет осуществляется обычным клирингом между контрагентами с прекращением действия контракта.

Большое распространение система фьючерсных торгов получила в США в начале XX в., среди американских фермеров*. Нестабильный климат, приводивший то к избытку продукции, то к ее недостатку, а следовательно, и к серьезным колебаниям цен, заставил американских фермеров искать способ обезопасить себя и свое производство от критических изменений цен. И фьючерсный контракт пришелся как нельзя кстати. Привлеченные сильной волатильностью на рынок пришли спекулянты, готовые брать риск на себя, тем самым, повысив ликвидность рынка.

К примеру, фермер, взяв кредит, рассчитав себестоимость продукции и необходимую прибыль при достаточно высокой цене мог захеджировать будущий урожай, обезопасив себя и свое производство от непогоды и стихийных бедствий продажей контрактов на свою продукцию будущего урожая на фьючерсном рынке, а спекулянты, в свою очередь, могли рассчитывать на получение прибыли (в случае если цена на актив пойдет вверх), принимая на себя риски снижения цен.

Таким образом, биржа позволяет перенести часть рисков с субъектов хозяйственной деятельности на финансовых спекулянтов, нивелируя тем самым последствия форс-мажорных ситуаций, в том числе и для экономики. В результате образовал-

* Американские фермеры по статистике находятся на высоком месте по «удачливости» спекулятивных операций. До 21 апреля 1975 г. торговля фьючерсными контрактами регулировалась Управлением товарных бирж при Министерстве сельского хозяйства США.

ся рынок commodity*, дающий возможность снизить риски для экономики страны-производителя торгуемого товара и обезопасить от различных негативных рыночных ситуаций, стабилизировав экономические параметры.

В настоящее время фьючерсные контракты используются не только для торговли на определенный актив, но и на расчетные единицы, например, на индексы (S&P-500, NASDAQ, Dow Jones и т.д.).

Чтобы приобрести либо продать фьючерсный контракт, участник биржевой торговли обязан внести на свой клиринговый счет депозитную маржу, которая обеспечивает исполнение участником торгов своих обязательств. Различают *нормальную* и *повышенную* маржу (залог).

Нормальная маржа действует на рынке, волатильность которого не превышает разрешенные дневные колебания (планки).

Повышенная маржа (обычно полуторный или двойной залог) действует, если дневные колебания цены выходят за границы разрешенных дневных колебаний и необходимо повышение стоимости залога для покрытия рисков на контракт.

Первоначальная маржа обычно составляет 5–10% общей стоимости контракта. В отдельных случаях биржа может разрешить участникам торгов внесение залога под открытые позиции высоколиквидными и надежными обязательствами (в основном государственные облигации и акции ведущих компаний)** . Стоимость этих активов определяется биржей и обычно применяется поправочный коэффициент, позволяющий минимизировать риски падения цены актива. Это способствует участникам торгов снизить процентные расходы и повысить прибыльность хеджерских операций, за счет уменьшения наличных денежных средств на клиринговом счету. Минимальный размер первоначальной маржи установленный биржей может быть повышен брокером в соответствии с его рискованной политикой и, как правило, зависит от волатильности рынка.

* Commodity – продукты питания, металлы или другие материальные товары, которые инвесторы могут покупать или продавать, как правило, посредством фьючерсных контрактов.

** Collateral – дополнительное обеспечение. Активы, которые можно будет изъять в случае дефолта (неплатежеспособности) заемщика.

В конце торгов на фьючерсной бирже происходит *фиксинг* цены и определяется *котировка* актива, по которой рассчитывается *вариационная маржа* по всем счетам клиентов участвовавших в торгах и имеющих *открытые позиции*.

Вариационная маржа – денежные средства, полученные или уплаченные участником торгов по итогам заключенных им сделок в течение рабочего дня и разница между ценой открытой позиции и котировкой.

Открытая позиция – контракт, переходящий на следующую торговую сессию.

По сути, торговля на фьючерсном рынке представляет собой аналогию проведения операций купли-продажи актива на спотовом рынке с использованием эффекта рычага. Аналогичные результаты можно получить и при торговле на наличном рынке товара, отличие составляет только то, что Вы торгуете производной от базисного актива, и не платите оверайт при удержании позиции по контракту до следующей торговой сессии. Кроме того, как правило, комиссионный сбор на фьючерсных площадках существенно ниже спотового рынка, что делает его еще более привлекательным для спекулянтов.

Но применение эффекта рычага порой приводит и к весьма негативным последствиям. Не рассчитав своих финансовых возможностей, участники могут потерять значительные средства и при угрозе неисполнения обязательств клиентом перед брокером может быть применено так называемое *принудительное закрытие позиций*, ограничивающее риски неплатежеспособности контрагентов. В этом случае при угрозе окончательного «клинча» счета, позиции по нему принудительно закрываются брокером, без согласия, но с уведомлением клиента. Обычно эта процедура подробно описана в договоре и к ней следует внимательно относиться, чтобы избежать негативных последствий.

Опцион – контракт, предоставляющий право его владельцу купить или продать актив по установленной цене в течение его срока действия. Это право он приобретает, уплачивая премию продавцу опциона, которая образуется рыночными механизмами в результате торгов.

Различают опционы *пут (put)* – дающие право владельцу продать и *колл (call)* – купить определенное в классификации контракта количество товара или его производные. Цена опциона определяется организатором торговой площадки (биржей) и зависит от волатильности базисного актива.

Американский оп	1 000	0 724	0	0 740	5	0 800	0 070	0 740	00	1	217
Американский оп	1 000	0 707	150	0 524	150	0 000	0 700	0 610	70	17	
Американский оп	100	3 471	1	3 474	10	3 524	3 400	3 471	20	1	20
Аванс Call 100000	1	00	250	105	20	100	101	101	20	3	
Аванс Call 300000	1	0	0	100	100	0	0	0	0	0	
Аванс Call 500000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 800000	1	00	000	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 700000	1	00	250	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Put 000000	1	000	250	000	250	000	000	000	00	2	
Аванс Call 000000	1	002	1	000	00	004	022	000	01	04	
Аванс Put 000000	1	213	2	200	200	200	204	200	70	4	
Аванс Put 100000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Put 100000	1	10	2 000	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Put 000000	1	0	0	000	12	0	0	0	0	0	
Аванс Put 000000	1	0	0	70	34	0	0	0	0	0	
Аванс Put 700000	1	00	0	00	000	0	0	0	0	0	
Аванс Put 700000	1	023	0	110	000	110	00	110	7	20	
Аванс Put 000000	1	000	0	002	37	200	170	200	20	0	
Аванс Put 000000	1	100	1	100	00	000	200	300	-13	20	
Аванс Put 000000	1	047	000	047	000	0	0	0	0	0	
Аванс Put 000000	1	010	000	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 200000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Аванс Call 300000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

По времени исполнения опционы делятся на:

- *американские* – срок реализации в любое время до момента экспирации;
- *европейские* – исполнение только в момент экспирации.

Как правило, при торговле опционами на базисный актив используются стандартизированные контракты, различающиеся между собой ценой и временем исполнения, образуя при этом так называемые опционные серии, и вместе представляя из себя опционную сетку (см. рис. 6 – опционная сетка Форте).

Как и в случае с фьючерсным контрактом, объектом торговли на опционном рынке (базисным активом) может быть любой актив или его производная (акции, облигации, производные от этих активов, индексы, валюта и т.д.).

При торговле опционными контрактами следует помнить, что при покупке опциона риск приобретения данного контракта ограничен премией, которую Вы уплатили. Потенциальная прибыль неограниченна, риск на себя принимает продавец опциона, получая за это премию.

На реальном рынке продавцами опционов в основном вы-

ступают крупные банки и финансовые компании, у которых есть возможность проведения арбитражных операций и применение сложных опционных стратегий, что позволяет минимизировать потенциальный риск и стабилизировать доходность операций. И даже в этом случае существует риск не только крупных финансовых потерь, но и более тяжелых последствий.

Классическим примером подобного крушения финансовой организации из-за высоко-рискованного участия на опционном рынке является крах банка Барингс (Barings), «организованный» Ником Лисоном в феврале 1995 г.

Действия Ника Лисона на Японских и Сингапурских фьючерсных биржах, которые обанкротили его работодателя, банк «Barings», хорошо задокументированы. «Barings» рухнул, потому что не мог обслужить огромные обязательства, которые Лисон нажил, торгуя от имени банка. По завершении торгового дня 27 февраля 1995 г., «Barings» через Лисона имел незакрытые фьючерсные позиции на японские обыкновенные акции и на процентные ставки 27 млрд долл.: 7 млрд долл. по контрактам на индекс Nikkei 225 и 20 млрд долл. по фьючерсам на японские правительственные облигации (JGB) и по контрактам на евроцену.

Лисон также продал 70892 пут и кол опционов на индекс Nikkei в общей сложности на 6,68 млрд долл. Вызывает удивление размер этих обязательств, особенно в сравнении с капиталом банка, который составлял всего в 615 млн долл. В январе и феврале 1995 г. «Barings» через офисы в г. Токио и Лондоне перевел 835 млн долл. в свой офис в Сингапуре, чтобы иметь возможность обслужить свои маржинальные обязательства на Сингапурской Международной валютной бирже (SIMEX).

Перед землетрясением в Кобэ, когда индекс Nikkei колебался в диапазоне от 19 тыс. до 19,5 тыс., Лисон приобрел длинные фьючерсные позиции порядка 3 тыс. контрактов на Фондовой бирже Осаки (эквивалентное число контрактов на Сингапурской Международной валютной бирже – 6 тыс.). Несколькими днями после землетрясения Лисон принялся агрессивно закупать фьючерсы, количество которых достигло 19094 штук на пике активности, месяц спустя 17 января.

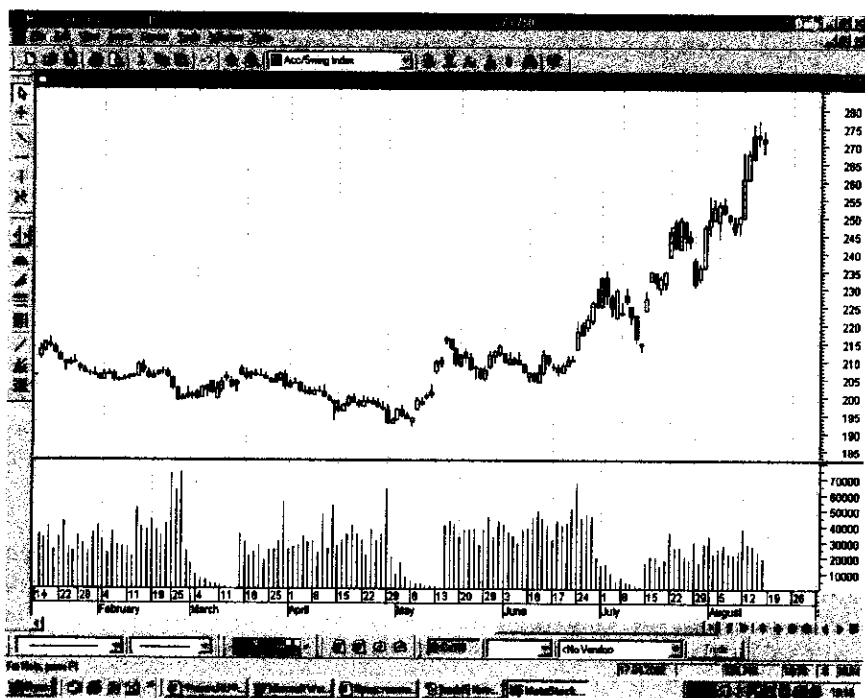
Самым шокирующим является то, что Лисон продал 70892 опциона на общую сумму 7 млрд долл. без уведомления банка.

Состояние его счета никогда не было предметом проверки лондонского офиса, и эта оплошность привела в итоге к катастрофическим последствиям для банка, его владельцев и кредиторов.

Учитывая то, что объем операций на фьючерсных и опционных рынках на порядок превосходит рынок базисного актива, необходимо учитывать сроки исполнения контрактов во время проведения операций с данными высокорискованными инструментами. Очень часто, с приближением срока экспирации возрастает волатильность рынков приводящая к резким колебаниям стоимости, как базисного актива, так и его производных.

На рис. 7 можно видеть, как возрастают объемы и волатильность рынка при приближении даты экспирации (обычно это 15 число каждого месяца), с резким падением оборотов в последние дни.

Рис. 7



Большое влияние на состояние рынка оказывает количество контрактов, находящихся в зоне профита, так называемые, «в деньгах» (In-the-money). В этом случае продавцы опционов

несут убытки и они тем больше, чем больше изменения, происходящие на рынке базисного актива к дате экспирации контракта.

В случае негативного изменения цены актива продавцы пошедшие на риск и незахеджировавшие свои позиции несут убытки, что приводит в большинстве случаев к закрытию позиций, что еще больше «разогревает» рыночную ситуацию, приводя к повышению волатильности и росту объемов операций. Часто, для выгодного закрытия открытых позиций к моменту экспирации используется «загон» рынка базисного актива с помощью его продажи или покупки по завышенным или заниженным ценам в зависимости от позиции на рынке деривативов. В этом случае, все убытки на рынке базисного актива легко компенсируются прибылью на опционах.

Как было отмечено ранее, покупатель опциона выплачивает продавцу премию, которая образуется из разницы цены исполнения опциона и текущей рыночной ценой наличного актива, с поправкой на ожидания рынка*, образуя, так называемую, срочную стоимость опциона. Премия, образующаяся на рынке опционов, имеет важное психологическое и тактическое значение для профессиональных участников этого рынка. По ее характеру можно с высокой точностью определить настроения спекулянтов и рыночные ожидания.

Кроме того, большое влияние на стоимость опциона оказывает время, до которого на опцион можно предъявить права, то есть при приближении срока экспирации контракта его стоимость снижается.

Форвардный контракт – представляет собой контракт, обязующий контрагентов принять или осуществить поставку товара, параметры которого оговорены в его условиях. Поставка товара осуществляется по определенной цене и в определенный момент в будущем. Так как, этот вид контракта торгуется на внебиржевом рынке, особое внимание при заключении уделяется надежности контрагента. Основные финансовые обороты по этому виду контрактов проводятся между банками, причем обычно портфель этих контрактов диверсифицируется

* Ожидания рынка – премия на рынке деривативов к рыночной цене наличного рынка образующаяся в результате ожиданий участников торгов о предполагаемом направлении движения цен, может иметь и отрицательное значение – backwardation.

между различными финансовыми учреждениями, позволяя при этом снизить возможные риски неисполнения обязательств по контракту. Как правило, каждая сделка форвардного контракта заверяется договором между контрагентами, что накладывает юридические обязательства на стороны и повышает надежность исполнения обязательств.

13.3. Теория Доу и основы технического анализа

Для большинства граждан в России, а также и многих других стран, биржевая торговля и котировки акций по-прежнему, что-то далекое и «капиталистическое». Между тем, с начала 80-х годов XX в. в странах с развитой биржевой инфраструктурой в курс лекций читаемых студентам экономических специальностей в университетах обязательно входят основы технического анализа.

Дело в том, что в современном постиндустриальном обществе, подверженном глобальным, в первую очередь финансово-коммуникационным изменениям, рано или поздно каждый человек сталкивается с необходимостью размещения временно свободных финансовых средств в различные финансовые инструменты. Но как это сделать? На что опираться в принятии таких важных решений и как не потерять средства?

Мало знать финансовые показатели компаний и экономики в целом. Рынок ведет себя в большинстве случаев «неадекватно», когда большинству участников кажется, что рынок непременно вырастет, он падает и наоборот. Конечно, в торговле финансовыми инструментами, особенно с использованием эффекта рычага, главное не только знание постулатов технического анализа, но и их комбинирование и интерпретация, это ощущение рынка появляется со временем. Для участников рынка есть правило: первый год человек учится работать на рынке, и только по истечении этого периода можно говорить будет ли он успешным трейдером или «вечным неудачником».

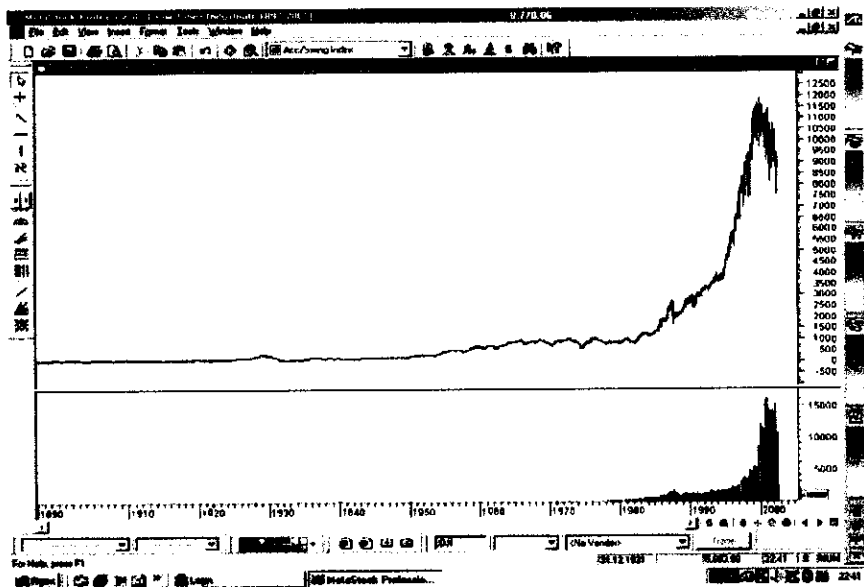
С давних времен, с начала совершения человеком первых торговых операций проявились некоторые закономерности и аналогии в развитии рыночных цен торгуемых товаров выражавшиеся в различных пословицах и поговорках. Постепенно

рыночные торговцы пришли к выводу о необходимости систематизации ценовых изменений и объемов торгов.

Первый известный случай записи динамики цен с последующим анализом их изменений известен в конце XVIII в. Этот метод применил изобретатель метода «японских свечей» Мунехисе Хонма. Тогда этот метод использовался для прогнозирования изменения цен на рис и заключался в отображении ценовых флуктуаций с помощью прямоугольников (свечей) имеющих белое или черное тело, соответствующих направлению изменения цены (подробней этот метод будет рассмотрен ниже).

Но основателем, так сказать «прадедушкой» технического анализа, признан Чарльз Доу, который в серии статей в *The Wall Street Journal* изложил свои идеи, ставшие основой для его продолжателей. После его смерти в 1902 г. С. Нельсон опубликовал их заново в книге «Азбука спекуляций на фондовом рынке» (*The ABC of Stock Speculation*, S.A. Nelson), где и было введено понятие «теории Доу».

Рис. 8



Позднее преемник Доу, сменившего его на посту главного редактора *The Wall Street Journal*, Вильям Питер Гамильтон

систематизировал и развил теорию в своей книге. Она вышла в 1922 г. и называлась «Барометр фондового рынка» (The Stock Market Barometer, William Peter Hamilton). Теория получила дальнейшее развитие в книге Роберта Риа «Теория Доу» (Dow Theory, Robert Rhea), вышедшей в 1932 г.

В современном мире Ч. Доу известен как создатель «барометра рынка» – индекса Доу. В июле 1884 г. он впервые опубликовал усредненный индекс, который позднее был назван железнодорожным (из 11 акций 9 были акциями железнодорожных компаний). 26 мая 1896 г. в The Wall Street Journal был впервые опубликован промышленный индекс Доу–Джонса.

В 1928 г. в этот индекс вошло 30 компаний, это количество неизменно до сих пор, но вот состав компаний полностью поменялся. Из ветеранов индекса осталась только General Electric Company, остальные акции были заменены, чтобы адекватно отражать изменения в экономике и рынке ценных бумаг. Первое значение индекса составляло 40,94 пункта. На рис. 8 можно посмотреть динамику изменения индекса и объемов операций за всю его более чем столетнюю историю.

13.3.1. Основные положения теории Доу

1. Индексы учитывают все. Согласно теории Доу, любой фактор способный, так или иначе, повлиять на спрос или предложение, неизменно найдет свое отражение в динамике индекса.

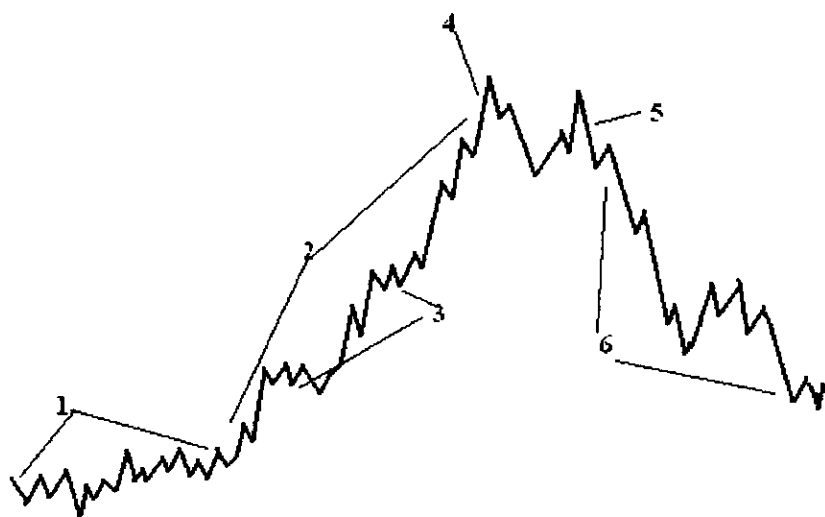
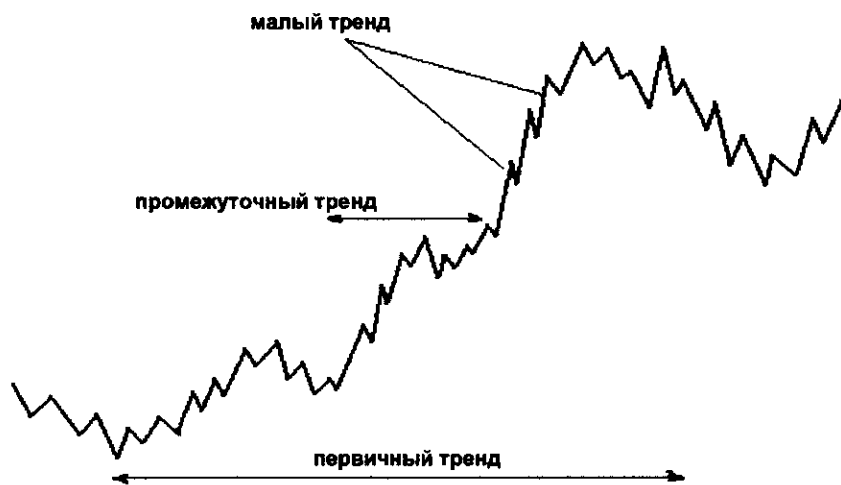
2. На рынке существуют три типа тенденций. Ч. Доу рассматривал три типа трендов (рис. 9):

- основной или первичный. Эти тренды длятся год и более;
- промежуточный, или вторичный. Данный тренд длится, как правило, от 3 недель до 3 месяцев;
- малый. Все менее длительные движения – «рябь» рынка.

3. Основная тенденция имеет три фазы (рис. 10):

– консолидация, в этот период формируется позиция, объемы сделок незначительны и ничто не предвещает предстоящего движения;

– повышательный тренд, после периода консолидации резко возрастают объемы торгов, и начинается движение цен вверх, к середине движения появляется информация, которая служит оправданием этого движения в глазах большинства участников.



Внутри 2-ой фазы присутствуют, так называемые, коррекции или откаты (п. 3 на рис. 10). Как правило, на пике (п. 4) объем совершаемых сделок достигает своего максимума, а объем открытых позиций снижается. В этот момент к покупателям подключается «широкая публика», не профессиональные участники, зараженные идеей «легких денег». Что касается п. 5 на рисунке, то он отличается низкими объемами и появлением сигналов к выходу из «длинной позиции» (закрытие покупки). Эта фаза весьма специфична и существенно похожа на п. 3 растущего тренда, только результатом оказывается не продолжение роста, а разворот и формирование падающей тенденции;

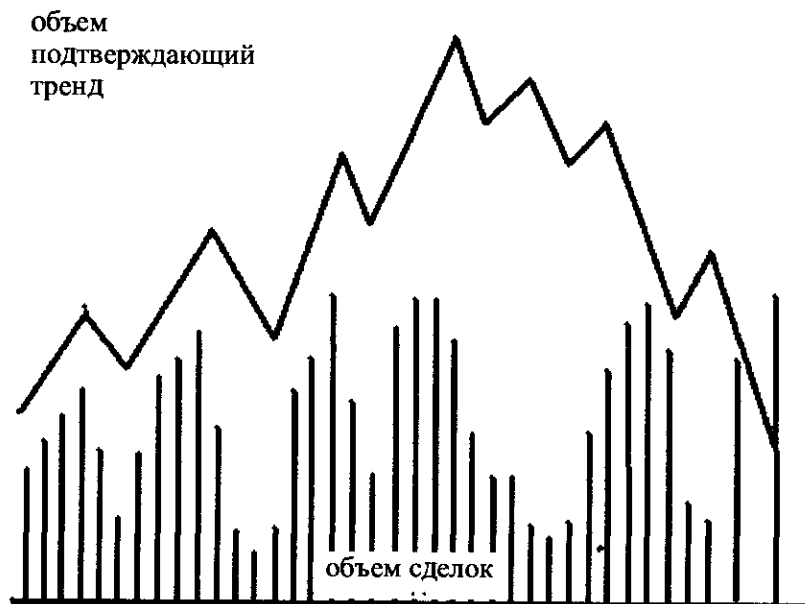
– понижательный тренд, после прохождения пика цен и максимальных объемов по инструменту наступает фаза коррекции или падения. В самом начале этого движения оно похоже на простую коррекцию, но присутствие значительного объема открытых позиций (объем сделок, как правило, средний) сигнализирует о сломе восходящей тенденции. Медвежий тренд по своей природе весьма энергичны и, в большинстве случаев, соотношение времени, в течение которого происходит рост и следующая за ним коррекция, соотносятся как 5:1, то есть, если растущий тренд продолжался в течение года, то активная фаза коррекции, как правило, длится не более 3 месяцев. Кроме того, и амплитуда падения превышает то, что наблюдалось во время роста.

Причина этого кроется в том, что при росте пик движущего желаяния толпы покупать – жадности, приходится, как правило, на заключительную фазу движения, а во время падения – страх, как основной инстинкт человека, присутствует на всем протяжении нисходящего тренда, что в конечном результате и служит фундаментом будущего роста, ведь настоящие профессионалы и крупные игроки покупают не по высоким ценам и не во время «аншлага», гораздо удобнее произвести покупки на панике в завершающей стадии падения. В 30-х г. XX в. этот раздел технического анализа развил Р. Эллиот, в последствии получивший название теории волн Эллиота.

3. Индексы должны подтверждать друг друга. Здесь Ч. Доу, рассматривая железнодорожный и промышленный индексы, сделал вывод о том, что причина, послужившая толчком к изменению цен в одном из индексов должна вызвать аналогичные движения и в другом. Если этого не происходит и индексы не коррелируют, то говорить о начале тренда преждевременно.

4. Объем торговли должен подтверждать характер тенденции. Доу считал, что объем дополняет и подтверждает сигналы рынка. Объем сделок растет в сторону основного тренда и уменьшается при коррекционном движении (рис. 11).

Рис. 11



5. Тенденция действует до тех пор, пока не подаст явных сигналов о том, что она изменилась. Это положение лежит в основе всех аналитических методов следования за тенденцией. Оно означает, что тенденция, начавшая движение, будет стремиться его продолжать. Самая большая проблема в этом случае, определить в какой момент тенденция подаст сигналы разворота и выхода из позиции.

13.4. Основные элементы технического анализа, тренды и консолидации

Для того, чтобы научиться «читать» графики и понимать настроения основной массы участников, необходим большой опыт непосредственной торговли разнообразными финансовыми инструментами. Основу технического анализа представ-

ляет интерпретация графического отображения изменения ценовых и объемных характеристик торгуемого товара, в сочетании с различными методами их индикативной оценки.

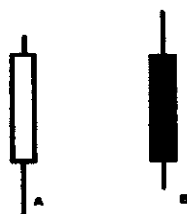
Существует несколько способов отображения ценовых флуктуаций с помощью графиков. Для наглядности различий, которые есть между разными подходами в отображении графической информации мы будем использовать в построении один и тот же график и период изменения актива:

– **линейный**. Это самый простой способ изображения графической информации. В этом виде построения графика отображаемым параметром является единственная сделка в определенном промежутке времени. Как правило, используется либо отображение цены закрытия определенного временного отрезка (последняя сделка (*closing price*)), либо пошаговое (тиковое – *tik**) изменение ценовых характеристик анализируемого объекта (каждая сделка отражается на графике точкой, которые затем обычно соединяются единой линией). Вертикальная ось служит для отображения цен, она может быть арифметической и логарифмической. Наиболее часто используют арифметическую шкалу, это имеет смысл при небольших изменениях цен. При активной динамике изменения цен, где присутствуют большие взлеты и падения, часто используют логарифмическую Y-шкалу и арифметическую шкалу времени. Шкала времени может отражать любые промежутки времени, начиная от тиковой динамики и заканчивая годовой;

– **столбиковый**. На нем, как правило, отображаются цены открытия, закрытия, максимальные и минимальные значения сделок за определенный промежуток времени. В свою очередь существует несколько способов изображения столбиковых графиков, основные из которых *бары* и *японские свечи*.



Бар



Японские свечи

* Tik – изменение цены.

На рисунке данные рассматриваются как последовательность баров или японских свечей. Этот вид отображения рыночной динамики более информативен по сравнению с линейными графиками, при этом компактно отображает имеющиеся данные.

При изображении баров вертикальная линия – диапазон изменения цены за определенный промежуток времени, где верхняя часть – максимальная цена, нижняя – минимальная. Короткий штрих слева – цена открытия, справа – цена закрытия. Если рынок в выбранный диапазон времени повышался, то левый штрих будет ниже правого, а если цена падала, то левый штрих будет выше правого. При использовании для отображения динамики цены «японских свечей» каждый период изображается особым способом, в виде тела свечи, имеющего черную (падение) и белую (рост) заливку, а также «теней» отображающих дневные максимумы и минимумы цен. Максимумы и минимумы тела свечи обозначают цены открытия и закрытия. В классическом техническом анализе этот метод используется не так давно, но он имеет давнюю историю. Этим способом графического отображения изменения цен пользовались японские торговцы рисом, отсюда и пошло название метода – «японские свечи». Данный метод наиболее широко известен и применяем, так как весьма нагляден и информативен по сравнению с другими методами*;

– *пункто-цифровой*. Этот метод называют еще «крестики-нолики», из-за того, что для отображения движения цен используется последовательность крестиков и ноликов, соответствующих движению цен вверх и вниз. До создания компьютерных систем это был один из основных и популярных методов отображения рыночной информации. На графике отсутствует ось времени, а информация отображается в виде вертикальных столбцов нанесенных на сетке. Для анализа трейдер сам решает, какой размер клетки ему выбрать, минимальный размер одна клетка – один пункт движения цены. Из-за того, что на графике отсутствует ось времени, разные дни отмечают либо разным цветом, либо специальными метками. График начинают с точки и затем, каждый раз, когда цена повышается

* Наиболее распространенные фигуры метода японских свечей (см. приложение 1).

или понижается на размер клетки, ставится соответствующий знак (крестик или нолик). Построение графика переносится в следующий столбец, после того как цена изменяется на размер клетки в противоположную построению сторону.

	X				
	X	O			
	X	O			
	X	O			
	X	O			
	X				
	X				
	X				
	X				
	•				

Пример построения графика. Начало построения отмечено точкой, размер клетки – три тика. Цена двигалась вверх 27 тиков, затем вниз 12 тиков, после разворота цены первый нолик ставится под верхним крестиком предыдущей колонки. График начинает строиться в новой колонке, когда в ней появляется более двух крестиков или ноликов. Изменения цен на меньшую величину, чем размер клетки игнорируются, в случае с графиком любое движение меньше 3 тиков не отражается при построении;

– *гистограммы объема*. Этот график представляет собой серию вертикальных штрихов, поднимающихся с уровня нуля шкалы расположенной под графиком изменения цены актива и служащих для обозначения количества сделок (объема) прошедшего при совершении сделок. *Объем* отражает общую торговую активность по рассматриваемым ценным бумагам или любым другим торгуемым активам. Как правило, этот вид графика используется совместно со столбиковыми графиками

(бары, японские свечи). Объем является одним из основных факторов указывающих и подтверждающих основную тенденцию, и являясь при этом первым признаком ее окончания или ослабления. В таблице приведены основные сигналы подтверждения или разворота рынка применяемые в техническом анализе. Ч. Доу считал показатель объема одним из основных показателей состояния рынка, что отражается в 5 пункте его теории. При использовании объема для анализа графической информации необходимо помнить, что в предпраздничные и предпоставочные (для рынка деривативов) дни, показатели объема резко падают, кроме того, на показатели объема влияет

и время публикации основных биржевых показателей и данных по деятельности компаний;

Цены	Объем	Состояние рынка
↑	↑	Сильный
↑	↓	Ослабленный
↓	↑	Медвежий
↓	↓	Слабый

– *графики открытого интереса*. Объем открытых позиций (открытый интерес) – представляет собой совокупность проведенных сделок, в результате которых образовалась пара покупатель – продавец удерживающая свои позиции. Необходимо напомнить, что не все производимые сделки приводят к открытию позиции. Сделка противоположная позиции счета закрывает открытую позицию, уменьшая общий открытый интерес. График открытого интереса, как правило, отображается внизу графика цен, часто вместе с гистограммой объема. Как и гистограмма объема, график открытого интереса весьма важен для интерпретации происходящих на рынке флуктуаций и служит индикатором действий производимых «медведями» и «быками»*. Этот вид графика позволяет с высокой точностью сказать, в каком месте производилась наращивание позиций, и где осуществлялась фиксация прибыли-убытков участниками. Следует отметить, что графики открытого интереса строятся только на производных инструментах (деривативы) и на графиках наличного товара не доступны.

Даже первый взгляд человека далекого от технического анализа и торговли различными финансовыми инструментами сразу замечает основные тенденции и настроения, преобладавшие на рынке в недалеком прошлом. Движения рынка подчинены определенным правилам, основные из которых изложены в теории Доу. Для того, чтобы систематизировать свои наблюдения и затем перевести их в объект исследования и изучения, необходимо знать основные фигуры технического анализа, благодаря которым можно будет обозначить домини-

* Медведи – участники рынка производящие операции рассчитывая на падение. Быки – играющие на повышение котировок.

рующие на рынке настроения с тем, чтобы определить возможные будущие изменения цен.

Для определения направления тенденции – *тренда* необходимо рассматривать только определенный временной промежуток. Так как движения на рынке имеют вид синусоиды и более крупные тренды образуются из меньших по размерам тенденций, то надо учесть, что рассматриваемая Вами фигура технического анализа представляет собой всего лишь часть более крупного отрезка.

Существует всего два вида трендов: *повышательный* и *понижательный*, а также ситуация безтрендовости или бокового рынка.

Повышательный тренд называется также «бычьим» трендом, во время его действия прибыль приносят покупки или занятие «длинной позиции». Особенностью этого движения является то, что каждый последующий пик выше значения прошлого максимума, а каждый новый низ (лоу – low) не достигает предыдущего.



повышательный тренд

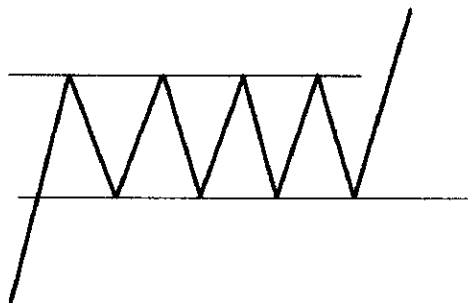


понижательный тренд

Понижательный тренд также называемый «медвежьим», во время него прибыль приносит продажа или занятие «короткой позиции». На рынке наличного товара трейдеры не всегда имеют возможность занимать «короткую» позицию (шорт), а в некоторых странах этот вид операций жестко контролируется. Происходит это из-за того, что чиновники, не понимая сути «медвежьих» движений на рынке воспринимают продавцов как людей дестабилизирующих рынок и всячески препятствуют открытию коротких позиций.

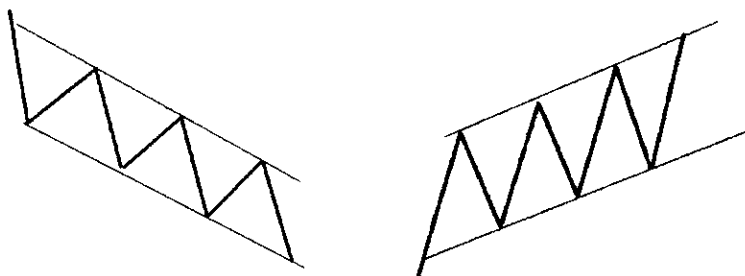
На самом деле падения, как правило, происходят от «перегретости» рынка, когда покупатели, преследуемые «жаждой легких» денег, приобретают много актива, открываясь на

слишком большой «рычаг» и даже при легкой коррекции не могут удержать открытые позиции, будучи вынуждены фиксировать убытки, продавая все ниже и ниже, вовлекая рынок в фазу глубокого падения. В этой ситуации порой единственными покупателями остаются «медведи» закрывающие свои прибыльные позиции.



боковой тренд

Безтрендовость. Это состояние рынка характеризуется равновесным состоянием, во время которого преимуществом не владеют ни «быки» ни «медведи». Во время этой стадии рынок как бы отдыхает и набирается сил для следующего движения, перемещаясь в узком ценовом коридоре. Данное состояние еще называется *консолидация*, оно занимает важнейшую часть в техническом анализе, так как в это время формируются важнейшие фигуры продолжения или разворота тенденций.



Канал. Одним из способов определения тенденции служит построение, так называемого, канала, в котором верхние и нижние линии проводятся по локальным максимальным и минимальным ценам. Эти линии в большинстве слу-

чаев проходят параллельно друг другу и образуют канал тренда.

В техническом анализе линии канала служат для определения места возможного окончания коррекционного движения или первых признаков разворота существующей тенденции. Линии канала служат *поддержкой* и *сопротивлением*.

Кроме линий канала, аналогичную функцию выполняют важные в прошлом ценовые уровни, на которых происходили значимые для рынка события, сопровождавшиеся значительным объемом торгов (например, пробитие ценового уровня предыдущего максимума). Как правило, при пробое уровня сопротивления он становится поддержкой и наоборот. Это происходит из-за того, что при пробое уровня, большое число участников закрывают убыточные позиции и происходит как бы обновление их состава.

Поскольку верхняя граница повышательного канала не так важна, как нижняя, часто используют только нижнюю линию, называя ее линией тренда. Это происходит потому, что большинство участников пользуются правилом следования за тенденцией (пункт 6 теории Доу) и находятся в позиции до тех пор, пока не будет получен сигнал разворота (пробой линии тренда). При работе на «медвежьем» рынке линией тренда служит верхняя линия канала, и соответственно сигналом разворота будет служить ее пробитие.

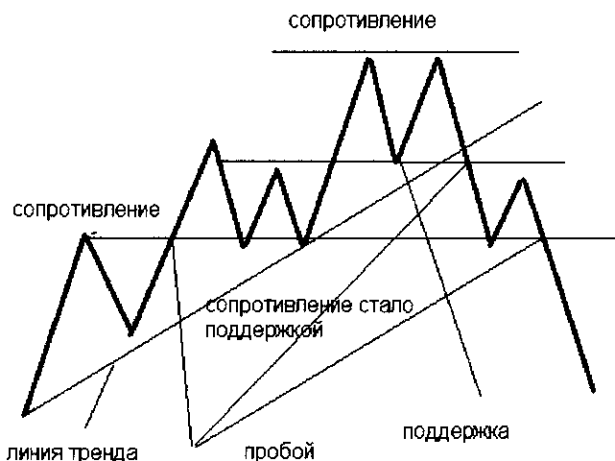
Консолидация. Это важнейший момент в техническом анализе. В этот момент зарождается будущее движение, от конфигурации рыночных цен в этой области зависит не только направление, но сила этого процесса. Консолидация служит предвестником не только продолжения тенденции, но и ее разворота, образуя модели *продолжения* и *разворота* тренда. В рассмотрении различных моделей тенденции весьма важна интерпретация данной фигуры, так как любая конфигурация является лишь местом консолидации рыночных сил для будущего движения*.

Коррекция. Рынок не движется постоянно в одном направлении, рано или поздно приходит время для коррекции цен в противоположную основному движению сторону. Расчет величины коррекции один из важных методов определения места «входа в рынок» для следования за основной тенденцией. Для определения величины коррекции использу-

* Основные фигуры технического анализа разворота и продолжения тенденции (см. приложение 1 и рекомендуемая литература).

ются различные способы: Лучи Ганна, волн Элиота, числа Фибоначчи*.

Рис. 12



Построение скользящих средних. Это наиболее давний способ классического анализа графиков, вычисляется путем сложения последовательных цен закрытия временных диапазонов и деление на соответствующее их количество. Каждый последующий день исключает из расчета самую старую цену, заменяя ее текущей. Скользящие средние, по сути, сглаживают динамику данных и используются для подтверждения трендов и сигналов покупки/продажи. Обычно используют периоды в 9, 10, 18, 20, 40, 50, 100 и 200. Для анализа, как правило, используют две скользящие средние с различными периодами (например, 5–10 и 15–35). Интерпретируют сигналы следующим образом:

– короткая (5–10) скользящая средняя пересекает длинную (15–35) снизу вверх (текущая цена выше точки пересечения средних) – сигнал к покупке;

– короткая (5–10) скользящая средняя пересекает длинную (15–35) сверху вниз (текущая цена ниже точки пересечения средних) – сигнал к продаже.

Рассматривать данные сигналы следует только для подтверждения других технических индикаторов разворота или

* См. Рекомендуемая литература.

продолжения тенденции, но ни как сигнал для «входа в рынок». При боковом движении это может привести к тяжелым потерям, так как сигнал будет приходиться в момент окончания краткосрочного движения.

13.5. Финансовые рыночные стратегии

Рассматривая виды операций, производящихся на финансовых рынках и знакомясь с теориями являющимися основой биржевой торговли, нельзя выпустить из вида основу всей системы – человека. Все крупные брокерские конторы и хеджевые фонды в конечном итоге представляют собой некое сообщество индивидуумов принимающих решения, приводящие к финансовому результату, причем не всегда к позитивному. На первый взгляд, весь финансовый рынок похож на «муравейник», где трудно сначала догадаться, кто, чем и как занимается?

Но следует признать, что муравьи хорошо организованы и бестолковым это хаотичное движение не назовешь. Существуют определенные методики и подходы к торговле на финансовых рынках, своеобразная классификация людей принимающих решения по финансовым операциям. Зачастую возникает путаница в определении того, к какой группе принадлежит участник, работающий на финансовом рынке. Как правило выделяют *четыре основных категории* рыночных игроков:

- инвесторы;
- хеджеры;
- спекулянты;
- арбитражеры.

Инвесторы – на сегодняшний день эту группу представляют в основном инвестиционные банки и различные фонды, размещающие привлеченные и собственные средства в акции и облигации компаний. Очень часто люди начинающие работу на фондовом рынке и купившие на вторичном рынке акции причисляют себя к инвесторам. Как ни печально, но надо признать, что все их покупки к инвестициям не имеют никакого отношения и тезис весьма популярный среди российских политиков, о том, что, покупая наши акции, вы инвестируете в отечественную экономику, можно без натяжек считать ошибочным.

В современном финансовом сообществе инвестирование весьма емкий в денежном выражении процесс, требующий не только высоких экономических знаний и опыта, но и большого

физического и морального напряжения. Частному лицу с его ограниченными финансовыми возможностями просто не под силу стать инвестором и хоть как-то повлиять на экономическое состояние компаний и уж тем более страны. В существенно облегченном формате процесс инвестирования можно представить следующим образом:

- инвестор покупает контрольный пакет или всю эмиссию акций интересующего его предприятия;
- производится реорганизация структуры предприятия, повышается эффективность управленческой структуры;
- предприятие обеспечивается оборотными средствами и кредитами, позволяя представить стратегию развития бизнеса на некоторый период в будущем;
- лоббируется рынок сбыта продукции предприятия, что укрепляет его позиции на рынке.

Как не трудно заметить, качественно выполнить поставленные задачи частным лицам не под силу. Исходя из этого, можно сделать вывод, в современном обществе процесс инвестирования может выполняться только специализированными компаниями и фондами, регулируемые государственными структурами (участие государства необходимо в этом процессе, для того чтобы направлять финансовые средства на развитие экономики страны, а не покупку футбольных клубов различных стран).

Хеджеры – эти участники рынка занимаются в основном операциями на рынках наличного товара с одновременным хеджированием (защитой) с помощью фьючерсных и опционных контрактов. Как потребители, так и производители товара могут захеджировать свои прибыли, цены реализации и покупки с определенным временным лагом*. Для того чтобы захеджировать ту или иную позицию на наличном рынке, его участник занимает противоположную позицию на фьючерсном рынке. Различают *короткий* и *длинный* хедж.

В коротком хедже существующая длинная позиция на рынке наличного товара компенсируется открытием короткой позиции на фьючерсе. Например, перед дивидендной датой курс

* Временной лаг – показатель, отражающий отставание или опережение во времени одного явления по сравнению с другим, например, в экономике время от момента вложения средств до получения отдачи.

акций вырос, как известно, после отсечки* курс акций падает, чтобы защитить свою позицию на рынке наличных акций и получить дивиденды, управляющий может продать фьючерсный контракт, тем самым, застраховавшись от возможного падения.

В длинном хедже короткая позиция на рынке наличного товара перекрывается длинной позицией на фьючерсе, таким образом, производитель имеет возможность зафиксировать закупочные цены на производимую продукцию в день финансовой операции на срок действия фьючерсного контракта. Суть операции хеджирования можно представить как действия по компенсации убытков, получаемых на одном рынке, прибылью от противоположной операции на другом, с желательной положительной дельтой.

Спекулянты – самая многочисленная и пестрая группа участников рынка, основа их тактики принятия быстрых решений позволяющих за короткий период получить сверхприбыль. Как правило, они делают высокорискованные «ставки» с использованием эффекта рычага, именно поэтому «текучка» в этом контингенте весьма высока. По статистике, из 100 участников пришедших на рынок и использующих рычаг не менее 50, к концу первого года остается 10–15%, а еще через год не более 3–5%. Спекулянт необходим рынку как «воздух», без него атмосфера рыночных торгов была бы слишком разрежена, и даже крупным участникам трудно было бы «дышать». Всех спекулянтов можно разделить на три вида:

- скальперы (scalpers);
- внутридневные спекулянты (day traders);
- позиционные спекулянты (position traders).

Скальперы сверхактивные трейдеры принимающие решение по открытию или ликвидации позиции в наименее возможно короткий промежуток времени. Как правило, скальпер использует максимальный рычаг, ловя наименьшую фазу из синусоидального движения рынка. Само выражение «срезать скальп» пошло от способа торговли по синусоиде, имеющую форму головы (см. рис. 13).

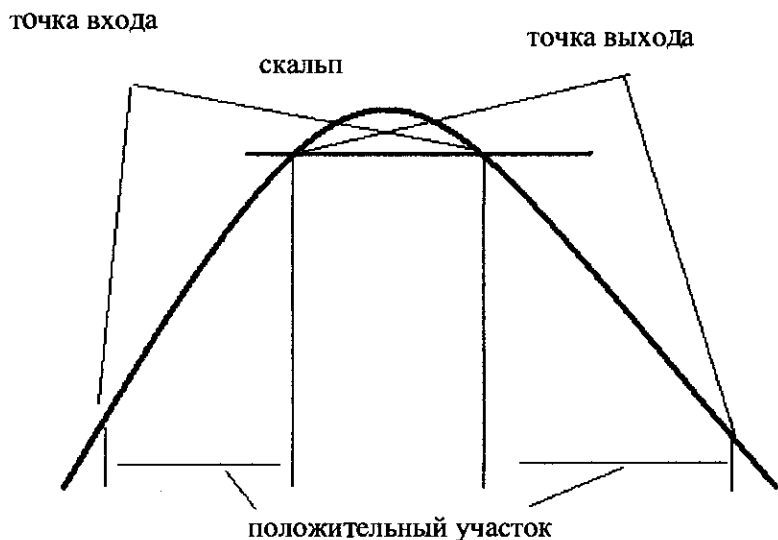
Искусство скальпа вырабатывается и доводится до совершенства годами, необходимо чувствовать каждый вздох и напряженное состояние рынка. Часто считается, что скальпер

* Отсечка – закрытие реестра акционеров, по которому производится выплата дивидендов.

низшая ступень в трейдерской иерархии, но это точка зрения людей «со стороны», как они любят себя называть – «инвесторы», никогда не умевших «резать скальп» и не работавших с рычагами более 3–5. Пользуясь терминологией Глеба Жеглова из кинофильма «Место встречи изменить нельзя», скальпер – наивысшая точка в развитии спекулянта.

Внутридневные спекулянты работают на движении цен внутри дня и редко переносят позиции на следующую торговую сессию.

Рис. 13



К *позиционным спекулянтам* относят игроков удерживающих открытые позиции более одного дня. В зависимости от ситуации на рынке, наличия и отсутствия четко выраженной тенденции, они могут сохранять позиции до нескольких месяцев. В этом случае параметр рычага выбирается в соответствии с рыночной ситуацией, чтобы не допустить «случайного» срабатывания, так называемых, стоп-лоссов (stop-loss order)*.

* Stop-loss order – стоп-приказ клиента биржевому брокеру на продажу акций или другого вида активов, когда цена на них изменится до определенного уровня. Используется для ограничения возможных убытков в случае значительного изменения рыночной ситуации.

Арбитражеры – к этой категории участников рынка можно отнести в основном крупных маркет-мейкеров, которые проводят операции, извлекая прибыль на разнице цен между различными биржевыми площадками. Учитывая саморегулируемость рынков вообще, разница в аналогичных контрактах на разных биржах всегда стремится к нулю и не может долго оставаться положительной. Как правило, расходы на проведение встречных сделок на разных биржевых площадках и дальнейшее поддержание позиций не позволяют большинству участников пользоваться этой разницей. У крупных маркет-мейкеров расходы на проведение этих транзакций существенно меньше, чем у остальных игроков, что и решает в их пользу возможность использования арбитража.

Выводы к главе 13

1. В классическом понимании основной задачей, решаемой фондовым рынком, является привлечение свободных денежных ресурсов для инвестирования в производство. Эта задача решается при первичном размещении акций (Initial public offering (IPO)), когда непосредственно эмитент размещает весь объем эмиссии среди профессиональных участников фондового рынка, получая тем самым ресурсы для выполнения намеченных целей. Вторичный рынок в этом случае становится чисто спекулятивной составляющей.

2. Наиболее распространенными производными финансовыми инструментами являются: фьючерсный, опционный и форвардный контракты. Использование этих видов контрактов не только дает возможность минимизировать финансовые риски и стабилизировать доходность от операций с активами, но и позволяет разнообразить инвестиционную картину любого банка или финансовой компании, что весьма высоко ценится клиентами.

3. Рынок ведет себя в большинстве случаев «неадекватно», когда большинству участников кажется, что рынок непременно вырастет, он падает и наоборот. Конечно, в торговле финансовыми инструментами, особенно с использованием эффекта рычага, главное не только знание постулатов технического анализа, но и их комбинирование и интерпретация, это ощущение рынка появляется со временем. Для участников рынка есть правило: первый год человек учится работать на рынке, и только по истечении этого периода можно говорить будет ли он успешным трейдером или «вечным неудачником».

4. Первый известный случай записи динамики цен с последующим анализом их изменений известен в конце XVIII в. Этот метод применил изобретатель метода «японских свечей» Мунехисе Хонма. Тогда этот метод использовался для прогнозирования изменения цен на рис и заключался в отображении ценовых флуктуаций с помощью прямоугольников (свечей) имеющих белое или черное тело, соответствующих направлению изменения цены (подробней этот метод будет рассмотрен ниже).

5. Основателем, так сказать «прадедушкой», технического анализа, признан Чарльз Доу, который в серии статей в *The Wall Street Journal* изложил свои идеи, ставшие основой для его продолжателей. После его смерти в 1902 г. С. Нельсон опубликовал их заново в книге «Азбука спекуляций на фондовом рынке» (*The ABC of Stock Speculation*, S.A. Nelson), где и было введено понятие «теории Доу».

6. Существуют определенные методики и подходы к торговле на финансовых рынках, своеобразная классификация людей принимающих решения по финансовым операциям. Зачастую возникает путаница в определении того, к какой группе принадлежит участник, работающий на финансовом рынке. Как правило, выделяют четыре основных категории рыночных игроков – инвесторы, хеджеры, спекулянты, арбитражеры.

Контрольные вопросы

1. Кто является основными профессиональными участниками фондового рынка? Расскажите об их функции.
2. Какие производные финансовые инструменты являются наиболее распространенными? Что они представляют собой?
3. В чем суть технического анализа? Кто является его основателем?
4. Раскройте смысл основных элементов технического анализа.
5. Какими категориями участников представлены финансовые рынки? Охарактеризуйте их сферы деятельности.

Глава 14.

Механизм получения прибыли на биржевом рынке (спекуляция)

14.1. Специфика биржевой спекуляции

Смысл термина «спекуляция» происходит от латинских слов «speculari» – зорко смотреть вокруг, или «speculatio» – высматривание, то есть высматривание рыночных сегментов с избытком и недостатком товаров. Однако, постепенно понятие этого термина, как и многие другие термины, трансформировалось. В начале XIX в. под спекуляцией понимали особый вид коммерции, а в конце столетия ее истолковывали как любую деятельность, связанную со значительными рисками, но предоставляющую шанс получения существенных прибылей.

По словарю В.И. Даля, спекулятор – это просто деловой человек. На современном этапе многие экономисты определяют спекуляцию как элемент, всегда присутствующий в различной экономической деятельности, где решения должны приниматься в условиях любой неясности.

В основу спекуляции входит желание делать деньги без посредства процесса производства. Объективно возможность спекуляции возникает из простого товарного обмена. В условиях товарно-денежных отношений спекуляция является компонентом любой сделки купли-продажи. Это обусловлено тем, что независимо от воли и стремления контрагентов по сделке один из них выигрывает, а другой проигрывает в связи с постоянным движением рыночных цен. Цены могут объективно двигаться в сторону контрагента по сделке, гарантируя ему дополнительную прибыль, а могут двигаться против него, принося убытки.

Однако, в данном случае речь идет о, так называемой, *объективной спекуляции*, обусловленной движением рыночных цен и не зависящей от желаний и действий участников рыночных отношений. Кроме объективной спекуляции, на рынке практически всегда присутствует и *субъективная*, или *чистая*

спекуляция. Суть ее заключается в сознательных действиях продавца или покупателя, направленных на получение дополнительной прибыли за счет изменения конъюнктуры рынка, движения рыночных цен.

В реальной жизни в один поток сливаются как объективная, стихийная спекуляция, так и спекуляция чистая, сознательно направленная на извлечение прибыли из игры на ценах. Движение рынка может поддержать спекулятивную сделку, значительно улучшив ее результат, а может ухудшить, полностью остановить этот процесс и в некоторых случаях привести к убыткам. Дифференциация этих двух форм спекуляции на практике представляется весьма сложной задачей.

Вышеотмеченное о спекуляции относится и к биржевому рынку, в рамках которого разворачивается спекуляция биржевая.

Специфика биржевой спекуляции состоит в том, что она носит организованный, регламентируемый правилами биржи характер и ведется главным образом не реальным товаром, а срочными контрактами на него (фьючерсами и опционами).

Спекулятивные сделки составляют важную часть биржевого оборота и на наиболее активных фьючерсных рынках (цветных и драгоценных металлов, зерновых, маслосемян, валютных и финансовых инструментов) значительно превышают 50% объема торговли. При этом спекуляция биржевыми контрактами считается наиболее рискованной сферой биржевой деятельности.

Биржевая спекуляция – это способ получения прибыли в процессе биржевой фьючерсной торговли, базирующийся на различиях в динамике цен фьючерсных контрактов во времени, пространстве и на разные виды товаров.

14.2. Значение спекуляции в укреплении стабильности биржевого рынка

Деятельность спекулянтов имеет существенное значение для нормального функционирования биржевого, в частности, фьючерсного, рынка. Прежде всего, совершая большую часть сделок, спекулянты обеспечивают его объем и ликвидность. Как для профессионалов, так и для клиентов биржевого рынка интересны и важны именно эти его характеристики. Объемный и ликвидный рынок позволяет в любой момент оперативно реализовать возникшую потребность и в силу этого привлекает значительное число участников.

Кроме того, собирая информацию и анализируя ее, затем открывая позиции, спекулянты доставляют информацию на рынок и помогают рынку правильно оценить ее. Другие участники рынка при этом могут использовать информацию о цене, когда им приходится принимать свои решения о производстве или потреблении. Таким образом, спекулянты помогают рынку выполнять функции ценоформирования, ценорегулирования и ценопрогнозирования, а их стремление получить прибыль приводит к более рациональному распределению ресурсов в пространстве и во времени.

Однако, приоритетная задача спекулянтов на фьючерсном рынке – это *освобождение производителей, потребителей и торговых посредников от ценовых рисков, предоставление им возможности хеджировать будущие сделки*. Необходимо выделить два аспекта в данном вопросе. Прежде всего, спекулянты делают возможным заключение хеджевых сделок на фьючерсной бирже.

Без спекулянтов хеджерам было бы трудно или вообще невозможно согласовать цену, поскольку продавцы (или короткие хеджеры) хотят добиться наивысшей возможной цены, в то время как покупатели (или длинные хеджеры) – самой низкой. Спекулянты, как правило, присутствуют на обеих сторонах рынка, имея каждый свое видение ситуации, свои прогнозы, реализуя разнообразные спекулятивные стратегии. Спекулянты с готовностью покупая и продавая обеспечивают хеджерам противоположную сторону сделки. Между хеджером-продавцом и хеджером-покупателем может быть задействовано множество спекулянтов, которые в итоге обеспечат сближение и совпадение цен производителя и потребителя.

Кроме того, что спекулянты делают возможным хеджирование, они еще и финансируют его. Являясь для каждого хеджера противоположной стороной по сделке, спекулянты принимают на себя их риски, проигрывают, но и выигрывают за хеджеров. В случае, когда хеджер возмещает свои убытки на реальном рынке выигрышем по фьючерсной сделке, именно спекулянт, проигрывая с противоположной стороны, совершает необходимые выплаты по фьючерсным контрактам. С этой точки зрения, спекулянты играют весьма важную экономическую роль, а прибыли, достаемые им, можно рассматривать как плату за принятие на себя рисков.

Способствуя ликвидности рынка, движению капитала и идя на риск, спекулянты помогают *укреплению стабильности бир-*

жевого рынка. Активная спекуляция на фьючерсных рынках ведет к смягчению перепадов цен, их выравниванию. Например, в ситуации ценового провала спекулянты начинают активно покупать контракты по низким ценам, содействуя увеличению спроса. Вследствие роста спроса поднимается и цена, ценовой провал сглаживается. И наоборот, усиленно продавая фьючерсные контракты при завышенном рынке, спекулянты снижают высокий спрос, а, следовательно, и цены.

Причем спекулянты постоянно и очень внимательно следят за ценовыми движениями рынка, и их реакция, как правило, достаточно оперативна. Таким образом, значительные колебания и резкие скачки цен, возможные в других условиях, зачастую сглаживаются спекулятивной деятельностью.

Однако, не стоит считать, что спекулянты сознательно выравнивают рынок, стремятся к сглаживанию ценовых колебаний. Как раз наоборот, каждый из них стремится сильнее сдвинуть рынок в своих интересах и получить выигрыш тем больший, чем значительнее размах колебаний цены. Но, поскольку число биржевых игроков большое, все они имеют одинаковые цели и действуют однонаправленно, результат их действий противоположен желаемому. Рынок выравнивается.

Тем не менее деятельность спекулянтов может искусственно повышать как частоту, так и величину колебания цен. Спекулятивные обороты увеличивают мнимые спрос или предложение, формируя или углубляя имеющиеся на бирже ценовые тенденции, вызванные объективными факторами рынка. Если, например, в связи с предполагаемым повышением цен спекулянты начинают скупать биржевой товар, то эта покупка, осуществляемая в больших размерах, может стать причиной дальнейшего повышения цен.

Однако, значительный выигрыш возможен для биржевого спекулянта лишь в том случае, если ему удастся опередить всех остальных или выгодно противопоставить себя другим участникам рынка. Для достижения этой цели спекулянты зачастую используют недобросовестные методы биржевой игры. Одним из таких методов является корнер* («corner» в переводе с английского – угол).

* Корнер – соглашение о покупке товара с целью последующей перепродажи. Корнеры создаются также на фондовой бирже для покупки акций, для перепродажи или для приобретения контрольного пакета акций разных компаний.

Корнер заключается в целенаправленных действиях одной или группы фирм или лиц по созданию нехватки товара на рынке путем скупки биржевых контрактов и реального товара с определенным сроком поставки. В результате те, кто ранее продал биржевые контракты, в состоянии выполнить свои обязательства, только откупив контракты по заметно возросшим ценам у тех, кому они их продали. Они оказываются как бы в патовой ситуации.

Классическим примером такой стратегии являются операции семьи американских мультимиллионеров Хантов на рынке серебра в конце 70-х – начале 80-х годов XX столетия. Во второй половине 70-х годов семья Хантов начала скупать срочные биржевые контракты на серебро и принимать по ним поставки реального товара. На фоне инфляционных тенденций 70-х годов и вложения денег спекулянтами в драгоценные металлы для страхования от инфляции скупка Хантами серебра и биржевых контрактов на него стимулировала резкий рост цен. Если в начале 1978 г. серебро стоило дешевле 5 долл. за унцию, то в январе 1980 г. его цена достигла 50 долл. за унцию. По некоторым оценкам, во владении Хантов находилось такое количество серебра, которое превышало 2/3 мирового годового производства этого металла.

Однако, установить полный контроль над рынком им не удалось. Началась массовая переплавка изделий и монет из серебра в слитки, возросла мировая добыча.

Кроме того, руководство биржи в январе 1980 г. в течение одного дня увеличило депозит по всем срокам поставки с 7 до 50%, а на товар с немедленной поставкой – даже до 100%. Это потребовало от Хантов уплаты более 100 млн долл. наличными. Такую сумму они мобилизовать не смогли и были вынуждены начать ликвидацию открытых ранее позиций. Уже в апреле 1980 г. цена серебра упала ниже 14 долл. за унцию, а к середине 1982 г. – до 6 долл. за унцию.

В дополнение к колоссальным потерям на бирже Ханты понесли крупные убытки на рынке реального товара, где они приобрели форварды на серебро по цене 35 долл. за унцию, а к моменту их исполнения текущая цена опустилась ниже 10 долл. за унцию.

По частным оценкам, общие убытки Хантов от спекуляции с серебром составили от 1,2 до 2 млрд долл. Отмечавшиеся при этом колебания цен не имеют аналогов на рынке серебра.

Таким образом, действия спекулянтов могут иметь и негативные последствия для рынка, однако с развитием мировой экономики и ее глобализацией возможности создания крупных корнеров все более сокращаются. Корнер уже не в силах справиться с мировым предложением того или иного товара, количество которого точно нельзя определить. Да и благодаря заменимости товара предложение становится почти неисчерпаемым. Уделом корнеров становятся региональные биржи, имеющие слабые связи с биржевым миром.

Недобросовестные методы биржевой игры довольно разнообразны, но все они дестабилизируют рынок, подрывают его устои, наносят вред его участникам. На их ограничение и пресечение направлены биржевые законодательства развитых стран.

Кроме того, и сами биржи имеют в настоящее время возможности и оказывают мощное противодействие недобросовестным методам спекуляции. Для этого успешно используются такие ограничения, как *лимит изменения цены, лимит открытых позиций, чрезвычайная маржа*.

Чтобы не допустить чрезмерной спекуляции на фьючерсных контрактах и усилить систему гарантий исполнения сделок, биржа устанавливает по каждому виду контракта лимит отклонения фьючерсной цены текущего торгового дня от котировальной цены предыдущего торга. Например, котировальная цена предыдущего дня зафиксирована в 100 руб. Лимит изменения цены составляет 5%. Это означает, что в ходе текущей торговой сессии фьючерсная цена может колебаться в пределах от 95 до 105 руб. Если цена выходит за этот интервал, то торги останавливаются до выяснения ситуации на рынке.

Ограничение ценовых колебаний играет большую роль с точки зрения снижения риска потерь и предотвращения банкротств, однако данный механизм приводит к потере фьючерсными контрактами ликвидности на период остановки торгов.

Для некоторого ограничения спекулятивной активности биржа устанавливает позиционный лимит, то есть ограничивает общее число позиций, которое может держать открытыми один участник фьючерсной биржевой торговли. Например, на Самарской бирже по фьючерсным контрактам на сахар действовал позиционный лимит в 100 позиций. Это означает, что каждый участник может купить не более 100 контрактов (иметь одновременно не более 100 открытых длинных позиций) либо про-

дать не более 100 контрактов (иметь одновременно не более 100 открытых коротких позиций). Такая мера создает равные условия для спекулянтов, предотвращает возможность явного доминирования на рынке крупнейших из них. Данные ограничения, как правило, не распространяются на хеджеров.

В периоды усиления рыночной нестабильности биржи используют введение повышенной, так называемой чрезвычайной, маржи. При открытии каждой фьючерсной позиции требуется предоставление больших финансовых гарантий, чем в обычное время. Это несколько снижает активность наиболее агрессивных спекулянтов в кризисных ситуациях, обеспечивает надежность биржевой системы, защищает ее участников от банкротств. Рассмотренный выше пример корнера подтверждает действенность этой меры.

14.3. Классификация биржевых спекулянтов

Состав биржевых спекулянтов многочисленен и разнообразен. Биржевых спекулянтов можно *классифицировать* по различным критериям.

Во-первых, в зависимости от занимаемой на рынке позиции, классифицируют *«коротких»* и *«длинных» спекулянтов*. «Коротким» называют спекулянта, открывшего хотя бы одну короткую позицию, то есть продавшего хотя бы один фьючерсный контракт, а «длинным» считают игрока, занявшего длинную позицию, купившего хотя бы один фьючерсный контракт. Занятая позиция определяет дальнейшую стратегию спекулянта, ибо, продавая или покупая контракты, они играют на понижение или повышение цен.

Во-вторых, в соответствии со стратегией спекулятивной игры спекулянтов классифицируют на *«быков»*, *«медведей»* и *«бабочек»*. Так, «быки» активно способствуют росту рыночных цен, «медведи» воздействуют на рынок с целью их снижения, «бабочки» перепархивают от одной группы к другой, зачастую решая исход борьбы. В этом контексте «короткие» спекулянты выступают в роли «медведей», так как, продав фьючерсные контракты, они рассчитывают их выгодно купить. «Длинные» спекулянты становятся «быками», поскольку, купив контракты, надеются их выгодно продать. Деятельность «бабочек» характеризуется весьма незначительными (малыми) объемами открываемых позиций, из которых они без сожаления

ния выходят, чтобы занять противоположные. Вследствие того, что прогнозы спекулянтов относительно движения рынка отличаются друг от друга, на бирже всегда представлены все группы спекулянтов: «быки», «медведи», «бабочки».

В-третьих, спекулянтов можно классифицировать по объемам операций, выделяя *крупных* и *мелких*. Однако, эти понятия весьма условны и могут по-разному пониматься на различных биржах. Например, в США к крупным относятся спекулянты, открытая позиция которых достигла лимита, установленного Комиссией по товарной фьючерсной торговле. Спекулянты, имеющие объем операций меньше этого определенного уровня, считаются мелкими.

В-четвертых, в определенной степени спекулянтов можно классифицировать по различиям в методах анализа и прогнозирования рыночной конъюнктуры, которые они используют. Так, одна группа спекулянтов применяет *фундаментальный анализ* рынка, то есть уделяет основное внимание изменению факторов, определяющих спрос и предложение на рынке. Другая группа применяет кардинально *прикладной, технический анализ*, то есть основывается на информации о динамике цен, объемах сделок, уровне процентных ставок.

В-пятых, спекулянты классифицируются по методам ведения и длительности своих операций. С этой позиции, выделяются три группы спекулянтов: *позиционные, однодневные* и, так называемые, *скальперы*.

Позиционные игроки – открывают позиции и удерживают их долго: дни, недели и даже месяцы. Это крупные спекулянты, обычно небиржевые профессионалы, основывающие свои операции на общерыночных, долгосрочных, тенденциях. Их выигрыши самые значительные, ибо, верно спрогнозировав развитие рынка и заняв выгодную позицию, они планомерно наращивают выигрыши, а допустив ошибку в прогнозе, оперативно закрывают приносящую убытки позицию.

Однодневные спекулянты – удерживают позиции в течение одного биржевого дня, ожидая существенного движения цен, и, как правило, не оставляют их открытыми до следующих торгов. Их основная задача – удачно открыться в начале биржевой сессии и фиксировать ценовую тенденцию, формирующуюся в биржевом зале. Многие из них являются членами биржи и осуществляют свои сделки самостоятельно.

Скальперы – это мелкие спекулянты. Они используют ма-

лейшие колебания цен в течение биржевого дня, покупают и продают большое число контрактов. Их выигрыши и проигрыши по каждой операции невелики, но значительное их число позволяет достичь необходимого уровня прибыли. Скальперы в значительной мере обеспечивают ликвидность биржевого рынка, поскольку именно они всегда готовы покупать и продавать, на их долю приходится подавляющее число биржевых сделок.

В-шестых, по отношению к риску классифицируют *обычных спекулянтов и спрэдеров*. Обычные спекулянты, стремясь к большим выигрышам, подвергают себя спекулятивному риску в полном объеме. Спрэдеры стремятся ограничить потенциальные риски спекулятивной игры, используя для этого специальные стратегии. Одной из них является спрэдинг, основанный на применении двух контрактов и давший название этой группе биржевых игроков.

14.4. Спекулятивные стратегии на биржевых рынках

В экономическом смысле все типы стратегий биржевой торговли есть способы получения прибыли, основывающиеся не на производстве, а на разнице ценах. В этом контексте и хеджирование, и биржевая спекуляция – это формы спекуляции, суть которых – купить дешевле, а продать дороже. Эти формы дополняют друг друга, то есть взаимозависимы. Хеджирование невозможно без биржевой спекуляции. Биржевая спекуляция не имеет смысла без подпитки ресурсами с рынка хеджеров, ибо в случае торговли только между биржевыми спекулянтами, по закону больших чисел, в конечном счете, сумма выигрышей каждого будет равна сумме его проигрышей и рынок перестает быть эффективным, прибыльным.

Биржевая спекуляция обязательно несет в себе элемент хеджирования, ибо каждый спекулянт стремится ограничить свой возможный риск, а это и есть хеджирование по самой его сути. В отличие от хеджеров, спекулянты стремятся так строить свои стратегии, чтобы никогда не поставлять и не получать сам актив, который лежит в основе биржевого контракта. Цель спекулятивных стратегий на фьючерсном рынке – получение самой прибыли без операций с активами.

Для достижения поставленных целей биржевые спекулянты используют разнообразные методы спекуляции, разрабатыва-

ют и реализуют множество спекулятивных стратегий. Наиболее распространенными на биржевых фьючерсных рынках являются *простые спекулятивные стратегии* и *спрэдинг*.

Простые спекулятивные стратегии реализуются в рамках одного рынка и основаны на изменении уровня биржевых цен во времени. Создается впечатление, что в данном случае спекулянты действуют в соответствии с простейшим лозунгом: «Покупай дешево, продавай дорого». Однако, каждый спекулянт в биржевом зале не играет роль пассивного наблюдателя, следящего за биржевым табло и ожидающего выгодного движения рынка для начала спекулятивной игры. Он является активным участником биржевых торгов, во многом определяющим формирование выгодных ему ценовых тенденций. Активная позиция заставляет спекулянтов предпринимать целенаправленные стратегические действия на рынке. Принципиально различаются *две простые спекулятивные стратегии* – «быка» и «медведя», соответственно называют и спекулянтов, выбравших ту или иную из них.

Рассмотрим на условном примере механизм реализации стратегии «быка». Предположим, биржевой спекулянт в начале торговой сессии определяет существующий уровень цен как заниженный и прогнозирует рост цен в ближайшей перспективе. При действующем лимите открытых позиций, равном 100, он покупает 30 фьючерсных контрактов, рассчитывая получить на них значительный выигрыш при росте рынка. С этого момента он превращается в «быка», целью его действий становится стимулирование ценового роста рынка.

Таблица 19

**Фрагмент информации биржевого табло
(условный пример)**

Предложения на продажу	Предложения на покупку
1. «Альфа» – 20 – 3100	1. «Вест» – 15 – 3080
2. «Норд» – 25 – 3110	2. «Урал» – 25 – 3070
3. «Дана» – 10 – 3130	3. «Бета» – 20 – 3050
	4. «Луч» – 25 – 3040
	5. «Лада» – 15 – 3030

В данной ситуации спекулянт может способствовать росту цен периодически подавая заявки на покупку по цене, превы-

шающей максимальную из зарегистрированных на конкретный момент, и совершая невыгодные для себя покупки по цене предложения на продажу. Наглядно механизм стратегии «быка» можно продемонстрировать с помощью таблицы 19.

В этом примере оперируем трехмесячными фьючерсными контрактами на 100 долл. Каждая строка данной таблицы содержит следующую информацию: порядковый номер, условное имя участника торга, число контрактов, цена.

Во время торга на биржевом табло отражаются заявки, поданные участниками на покупку и на продажу. При двойном встречном аукционе они распределяются по возрастанию цены – на покупку, и по ее убыванию на продажу. Таким образом, лучшие предложения как на покупку, так и на продажу будут располагаться в верхней строке, отодвигая все другие заявки вниз. При совпадении цен в первой строке (продажи и покупки) фиксируется сделка.

Чтобы способствовать росту цен, биржевому спекулянту следует выставить предложение на покупку по цене 3090 руб. либо, что еще эффективнее, подать заявку на покупку по 3100 руб. за контракт. Любое из этих предложений займет верхнюю строку правой части биржевого табло. Во втором случае цены предложений на покупку и продажу совпадут, будет зарегистрирована сделка и цена лучшего предложения на продажу возрастет до 3110 руб. (заявка брокера «Норд»). Такие покупки будут повторяться несколько раз через некоторые промежутки времени. При условии, что подобные действия предпримет не один, а группа «быков», цены двинутся вверх. Эти сделки послужат формированию нужной тенденции, но при этом, скорее всего, принесут убытки спекулянтам.

В данном примере спекулянт в рамках стратегии может купить 70 контрактов (открыть оставшиеся у него в соответствии с лимитом 70 длинных позиций). Когда цены достаточно, на взгляд спекулянта, возрастут, он сможет закрыть все 100 позиций по выгодно высокой для него цене. Тогда значительный выигрыш по первым 30 контрактам позволит ему покрыть убытки по 70, используемым в стратегии, и обеспечить достаточную прибыль по всей операции.

Разумеется, на практике воздействовать на рынок вовсе не так просто. Заметим, что в биржевом торге участвуют не только «быки», но и «медведи», которые стремятся активно воздействовать на рынок в прямо противоположном направлении.

Стратегия «медведя» разворачивается аналогично стратегии «быка» и реализуется путем подачи заявок на продажу и непосредственным совершением продаж по сравнительно низким ценам. В результате ценовые тенденции в биржевом зале формируются в постоянной жесткой борьбе, исход которой в каждый конкретный момент весьма трудно предугадать.

Спекуляция является наиболее рискованной формой деятельности, как на биржевых, так и на внебиржевых рынках. В связи с этим, спекулянты традиционно уделяют особое внимание поиску возможностей их снижения. Основным направлением этих усилий является использование *арбитражных стратегий*.

Арбитраж состоит в открытии позиций на двух или более рынках с целью использования ценовых расхождений на них. Таким образом, в отличие от спекуляции, при которой выгоду стремятся получить за счет изменения уровня цен, при арбитраже ищут выгоду за счет расхождения в соотношении цен.

Чистым арбитражем называют попытки одновременными действиями на многих рынках заработать безрисковую прибыль без значительных затрат. Этот чистый арбитраж иногда возможен, но чаще при реальном арбитраже риск не устраняется полностью, а лишь снижается. При этом операция требует небольших финансовых вложений. В разнообразии арбитражных стратегий выделяются арбитраж по пространству, называемый пространственным, или географическим, и арбитраж по времени, иногда называемый временным арбитражем.

Арбитражные операции на фьючерсных рынках получили название «спрэд» или «спрэдинг» (spread).

Спрэдинг является одной из вспомогательных методик, позволяющих снизить риски спекулянтов, избежать или хотя бы уменьшить потенциальные потери от спекуляции фьючерсами, обеспечивая при этом достаточно высокую прибыль. Спекулянтов, использующих в своей деятельности данную методику, называют спрэдерами.

Сделки *спрэда* основаны на отслеживании разницы котировок двух фьючерсных контрактов. Для их осуществления необходимо знать обычное соотношение цен между различными контрактами. Разница цен двух фьючерсных контрактов и получила название спрэда, или дифференциала. Операция начинается, когда это нормальное соотношение по каким-либо причинам нарушается.

Выводы к главе 14

1. В основу спекуляции входит желание делать деньги без посредства процесса производства. Объективно возможность спекуляции возникает из простого товарного обмена. В условиях товарно-денежных отношений спекуляция является компонентом любой сделки купли-продажи. Это обусловлено тем, что независимо от воли и стремления контрагентов по сделке один из них выигрывает, а другой проигрывает в связи с постоянным движением рыночных цен. Цены могут объективно двигаться в сторону контрагента по сделке, гарантируя ему дополнительную прибыль, а могут двигаться против него, принося убытки.

2. Деятельность спекулянтов имеет существенное значение для нормального функционирования биржевого, в частности фьючерсного, рынка. Прежде всего, совершая большую часть сделок, спекулянты обеспечивают его объем и ликвидность. Как для профессионалов, так и для клиентов биржевого рынка интересны и важны именно эти его характеристики. Объемный и ликвидный рынок позволяет в любой момент оперативно реализовать возникшую потребность и в силу этого привлекает значительное число участников.

3. В соответствии со стратегией спекулятивной игры спекулянтов классифицируют на «быков», «медведей» и «бабочек». Так, «быки» активно способствуют росту рыночных цен, «медведи» воздействуют на рынок с целью их снижения, «бабочки» перепархивают от одной группы к другой, зачастую решая исход борьбы. В этом контексте «короткие» спекулянты выступают в роли «медведей», так как, продав фьючерсные контракты, они рассчитывают их выгодно купить. «Длинные» спекулянты становятся «быками», поскольку, купив контракты, надеются их выгодно продать. Деятельность «бабочек» характеризуется весьма незначительными (малыми) объемами открываемых позиций, из которых они без сожаления выходят, чтобы занять противоположные. Вследствие того, что прогнозы спекулянтов относительно движения рынка отличаются друг от друга, на бирже всегда представлены все группы спекулянтов: «быки», «медведи», «бабочки».

4. Биржевая спекуляция обязательно несет в себе элемент хеджирования, ибо каждый спекулянт стремится ограничить свой возможный риск, а это и есть хеджирование по самой его сути. В отличие от хеджеров, спекулянты стремятся так строить свои стратегии, чтобы никогда не поставлять и не получать сам актив, который лежит в основе биржевого контракта. Цель спекулятивных стратегий

на фьючерсном рынке – получение самой прибыли без операций с активами. Для достижения поставленных целей биржевые спекулянты используют разнообразные методы спекуляции, разрабатывают и реализуют множество спекулятивных стратегий. Наиболее распространенными на биржевых фьючерсных рынках являются простые спекулятивные стратегии и спрэдинг.

Контрольные вопросы

1. Какова специфика биржевой спекуляции?
2. Объясните, какую приоритетную задачу решают спекулянты на фьючерском рынке? В какой степени они помогают в укреплении стабильности биржевого рынка?
3. По каким критериям можно классифицировать биржевых спекулянтов?
4. Объясните, на чем основаны простые спекулятивные стратегии?

Глава 15.

Логика прогнозирования и моделирования развития рынка ценных бумаг

15.1. Методика прогнозирования развития рынка ценных бумаг

Прогнозирование, разработка прогноза – это научно обоснованное суждение (предвидение) о возможных состояниях рынка ценных бумаг в целом или отдельных его частей в перспективе. Основная цель прогнозирования – специальное научное исследование конкретных вариантов развития и определение перспектив фондового рынка. К задачам прогнозирования развития фондового рынка относятся:

- оценка и анализ текущего состояния рынка ценных бумаг и выявление его проблем;

- определение и научное обоснование основных направлений развития, разработка концепции развития, поиск путей и средств их реализации.

Прогнозирование как процесс разработки прогнозов базируется на мониторинге, интерпретации, операционализации и оценке перспектив развития фондового рынка.

Мониторинг предусматривает детальный анализ процесса, фиксацию и рассмотрение отклонений в развитии рынка ценных бумаг.

Под *интерпретацией* понимается четкое определение главных направлений (основных параметров), составляющих базу развития рынка ценных бумаг.

Операционализацией является детализация основных направлений, их деление на отдельные элементы фондового рынка (структурная операционализация), а также установление прямых и косвенных, объективных и субъективных, внешних и внутренних факторов, определяющих возможные тенденции развития рынка (факторная операционализация).

Оценка перспектив развития рынка ценных бумаг осуществляется на основе ряда *индикаторов*, которые позволяют определить, в каком состоянии будет находиться фондовый рынок в будущем. Главным в этом процессе является правильное определение и структурирование направлений, выбор индикаторов. В отдельных случаях целесообразно использовать совокупность индикаторов. В зависимости от характера индикаторы могут быть объективными и субъективными. Например, биржевая котировка и котировка, выполненная эмитентом. По содержанию индикаторы могут отражать различные позиции по составу отображаемых характеристик. Например, общая котировка акций предприятий топливно-энергетического комплекса и отдельные котировки акций конкретных предприятий.

Индикаторы, расположенные в определенной последовательности, могут образовывать номинальную, ранговую и интервальную шкалу оценки рынка ценных бумаг.

Номинальная шкала отражает общие представления о рынке ценных бумаг и включает такие индикаторы, как общее число профессиональных участников рынка ценных бумаг, общий оборот биржевого и внебиржевого рынка.

Ранговая шкала отражает постоянные, периодически повторяющиеся в определенной последовательности свойства (изменение цен, динамика спроса и предложения).

Интервальная шкала представляет собой распределение оцениваемых свойств, то есть признаков, рынка ценных бумаг по интервалам.

Методика прогнозирования развития рынка ценных бумаг включает совокупность различных методов, приемов, правил разработки прогнозов, их определенную последовательность или логику. Основными методами прогнозирования являются экспертные оценки, логическое и экономико-математическое моделирование, экстраполяция и интерполяция, нормативный и программно-целевой, статистический и аналитический методы.

Программно-целевой метод являлся основным методом прогнозирования развития рынка ценных бумаг в начале 90-х годов XX в. Во второй половине 90-х годов значительный удельный вес в прогнозировании развития рынка ценных бумаг принадлежит *аналитическому и экспертному методам*, и особенно их разновидности – *рейтинговому прогнозу*.

Основу различных методов составляют разные теории, концепции развития рынка ценных бумаг. Например, компьютерное моделирование основано на теории «случайных блужданий». При машинной имитации развития рынка ценных бумаг различные состояния рынка включаются в индексы, которые, в свою очередь, являются основой программы Metastock 6.5 и активно используются в компьютерном моделировании. Этот подход основан на широком использовании технического и функционального анализа.

Заметим, что основными программами, построенными на техническом анализе являются Windows on Wall Street и Supercharts. Другая группа методов исходит из того, что развитие рынка ценных бумаг базируется на теории циклов, теориях экономической динамики. К таким методам относятся аналитические и статистические методы, метод исторических аналогий.

Из-за большого числа методов прогнозирования, необходимости разработки разных вариантов прогноза рынка ценных бумаг, существования различных критериев выбора оптимального прогноза возникает необходимость комбинации методов прогнозирования. *Логика прогнозирования* предполагает определенную последовательность процедур разработки прогнозов развития рынка ценных бумаг.

Существует значительное количество разнообразных методов прогнозирования развития рынка ценных бумаг, каждый из которых имеет свои особенности. Так, *экспертный метод* основан на привлечении высококлассных специалистов – экспертов для систематизации и формирования обобщенного мнения, *аналитический* – включает системный комплексный анализ отдельных составляющих элементов, *нормативный* – построен на разработке отдельных нормативов, *имитационного моделирования* – исходит из имитационного моделирования возможных результатов, логического моделирования – включает систематизацию различных аналогий, разработку сценариев, построение дерева целей и дерева ресурсов, *программно-целевой* – реализуется посредством разработки по избранной цели определенной программы (см. таблицу 20).

**Сравнительная характеристика методов прогнозирования
развития рынка ценных бумаг**

Название метода	Исходная информационная база	Способы и приемы осуществления	Форма конечного результата
1. Экспертный	Личные мнения экспертов, коллективная экспертная оценка	Опрос, интервью, анкетирование	Экспертная оценка
2. Аналитический	Сведения средств массовой информации, ФКЦБ, региональных отделений ФКЦБ	Сравнительный анализ	Аналитические расчеты
3. Исторической аналогии	Исторические сведения	Установление аналогий	Сценарий развития рынка ценных бумаг
4. Экономико-математическое моделирование	Данные фундаментального анализа	Расчет экономико-математических зависимостей	Модель
5. Статистический	Данные статистической отчетности	Расчет индексов, корреляции, регрессии, дисперсии, вариации, ковариации	Фондовые индексы, корреляционно-регрессионная зависимость
6. Графический	Данные технического анализа	Построение графиков	Тренды
7. Программно-целевой	Данные органов статистики, экспертов, аналитиков о состоянии рынка ценных бумаг	Определение цели, построение дерева целей и дерева ресурсов	Программа

15.2. Прогнозирование и моделирование развития рынка ценных бумаг: модели, методы, технология разработки

При *логическом прогнозировании* развития рынка ценных бумаг используются следующие *модели*:

- однопродуктовые и многопродуктовые;
- статические и динамические;
- натуральные и стоимостные;
- микроэкономические и макроэкономические;
- линейные и нелинейные;
- глобальные и локальные;
- отраслевые и территориальные;
- дескриптивные и оптимизационные.

Наибольшее значение в прогнозировании имеют *оптимизационные модели* (модели экстремума). Оптимизационные (или оптимальные) модели представляют собой систему уравнений, которые кроме ограничений (условий) включают также особого рода уравнение, называемое функционалом, или критерием оптимальности. С помощью такого критерия находят решение, наилучшее по какому-либо показателю.

Методы прогнозирования развития рынка ценных бумаг подразделяются на методы тренда и методы анализа причинных связей.

Тренд понимается как длительная тенденция. На методах тренда основывается пассивный генетический прогноз развития рынка ценных бумаг.

На методах *анализа причинных связей* основывается целевой или условный прогноз.

Прогнозирование рынка ценных бумаг с помощью трендовых моделей основано на разложении показателей, представленных временным рядом на три компоненты: тренд, годовая (волновая) и остаточная. Тренд рассматривается здесь как непрерывная функция от времени, годовая компонента является разрывной функцией от времени, которая накладывается на тренд, остаточная компонента по гипотезе является случайным стационарным процессом.

Методы *логического моделирования* используются преимущественно для качественного описания развития прогнозируемого объекта. Они исходят из общих закономерностей развития рынка ценных бумаг и имеют целью выделить наи-

более важные долгосрочные проблемы перспективного развития и главные пути, а также последовательность их решения. Логическое моделирование включает:

- разработку сценариев, содержащих описание последовательности, условий решений, взаимосвязи и значимости событий;

- метод аналогий, метод прогнозирования по образу (корпоративный метод).

Логическое моделирование на перспективу должно учитывать степень детализации показателей и целей, степень и направления сбалансированности, преобладание комплексных подходов. Основной подход в логическом моделировании – системный.

Технология разработки прогнозов развития рынка ценных бумаг начинается с выдвижения различных гипотез. Гипотеза является научным предположением, выдвигаемым для объяснения возможных направлений развития рынка ценных бумаг. Далее, на основе определенной гипотезы разрабатывается концепция или основные направления развития рынка ценных бумаг. На основе концепции разрабатываются варианты прогнозов развития фондового рынка. Процесс построения прогнозов делится на две части:

- определение специфики;
- содержательности прогнозов.

Выбор математического аппарата прогнозирования определяется характером развития рынка ценных бумаг.

Существуют, *две группы факторов*, влияющих на качество прогнозов.

Первая группа факторов, которые связаны с подготовкой, обработкой и анализом информации.

Вторая группа факторов, которые связаны с качеством построения модели, ее соответствием прогнозируемому процессу.

Кроме того, при прогнозировании необходимо учитывать *ошибки*.

Ошибки в прогнозировании – это ошибки исходных данных, модели прогноза, согласования, стратегии, которые заключаются в расхождении между данными прогноза и фактическими данными.

Ошибки исходных данных кардинально связаны с неточностью измерений, некачественностью выборки, недостоверностью показателей.

Ошибки модели возникают из-за несоответствия целевой функции и системы ограничений реальной ситуации, из-за низкого качества экспертизы.

Ошибки согласования возникают из-за несопоставимости методики расчета отдельных показателей разными хозяйственными отраслями и территориями.

Ошибки стратегии предопределены ошибочным выбором концепции прогноза.

Выводы к главе 15

1. Прогнозирование, разработка прогноза – это научно обоснованное суждение (предвидение) о возможных состояниях рынка ценных бумаг в целом или отдельных его частей в перспективе. Основная цель прогнозирования – специальное научное исследование конкретных вариантов развития и определение перспектив фондового рынка. К задачам прогнозирования развития фондового рынка относятся:

– оценка и анализ текущего состояния рынка ценных бумаг и выявление его проблем;

– определение и научное обоснование основных направлений развития, разработка концепции развития, поиск путей и средств их реализации.

2. Методика прогнозирования развития рынка ценных бумаг включает совокупность различных методов, приемов, правил разработки прогнозов, их определенную последовательность или логику. Основными методами прогнозирования являются экспертные оценки, логическое и экономико-математическое моделирование, экстраполяция и интерполяция, нормативный и программно-целевой, статистический и аналитический методы.

3. Наибольшее значение в прогнозировании имеют оптимизационные модели (модели экстремума). Оптимизационные (или оптимальные) модели представляют собой систему уравнений, которые кроме ограничений (условий) включают также особого рода уравнение, называемое функционалом, или критерием оптимальности. С помощью такого критерия находят решение, наилучшее по какому-либо показателю.

4. Логическое моделирование включает:

– разработку сценариев, содержащих описание последовательности, условий решений, взаимосвязи и значимости событий;

– метод аналогий, метод прогнозирования по образу (корпоративный метод).

5. *Технология* разработки прогнозов развития рынка ценных бумаг начинается с выдвижения различных гипотез. Гипотеза является научным предположением, выдвигаемым для объяснения возможных направлений развития рынка ценных бумаг. Далее, на основе определенной гипотезы разрабатывается концепция или основные направления развития рынка ценных бумаг. На основе концепции разрабатываются варианты прогнозов развития фондового рынка. Процесс построения прогнозов делится на две части – определение специфики, содержательности прогнозов.

Контрольные вопросы

1. Что относится к задачам прогнозирования развития фондового рынка?
2. Какова методика прогнозирования развития рынка ценных бумаг?
3. Объясните, какие модели используются при прогнозировании развития рынка ценных бумаг?
4. Какие методы моделирования применяются для качественного описания развития прогнозируемого объекта?
5. С чего начинается технология разработки прогнозов развития рынка ценных бумаг? Раскройте сущность группы факторов, влияющих на качество прогнозов.

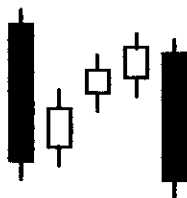
Приложения:

1. Графические модели метода японских свечей

Медвежья тройная формация (Bearish 3 Method Formation)

Синтаксис bear3formation

Модель



Длинное черное тело продолжают три малых, обычно белых тела и другое длинное черное тело. Три малых белых тела не выходят за пределы первого черного тела.

Интерпретация. Модель медвежьего продолжения.

Медвежье Хараме (Bearish Harami)

Синтаксис bearharami

Модель



Малое черное тело следует за необычно большим белым телом и находится в его пределах.

Интерпретация. Медвежья модель, если ей предшествовал восходящий тренд.

Медвежье пересечение Хараме (Bearish Harami Cross)

Синтаксис bearharamicross

Модель



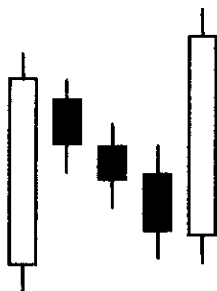
Дож следует за большим белым телом и не выходит за его пределы.

Интерпретация. Сигнал верхнего разворота.

Бычья тройная формация (Bullish 3 Method Formation)

Синтаксис bull3formation

Модель



Длинное белое тело продолжают три малых, обычно черных тела и другое длинное белое тело. Три малых черных тела не выходят за пределы первого белого тела.

Интерпретация. Модель бычьего продолжения.

Быжье Хараме (Bullish Harami)

Синтаксис bullharami

Модель



Малое белое тело следует за необычно большим черным телом и находится в его пределах.

Интерпретация. Бычья модель, если ей предшествовал нисходящий тренд.

Бычье пересечение Харамии (Bullish Harami Cross)

Синтаксис `bullharamicross`

Модель



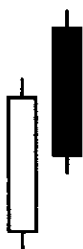
Додж следует за большим черным телом и не выходит за его пределы.

Интерпретация. Сигнал нижнего разворота.

Темное покрывало облаков (Dark Cloud Cover)

Синтаксис `darkcloud`

Модель



После длинного белого подсвечника следует черный подсвечник. Черный подсвечник открывается выше максимальной цены и закрывается в пределах тела белого подсвечника.

Интерпретация. Сигнал медвежьего разворота во время восходящего тренда.

Додж (Doji)

Синтаксис `doji`

Модель



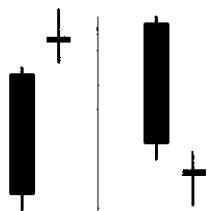
Цена открытия совпадает с ценой закрытия.

Интерпретация. Доджи-линии обычно являются компонентом многих важных моделей подсвечников.

Доджи-звезда (Doji Star)

Синтаксис dojistar

Модель



За белым или черным подсвечником следует Додж, который с разрывом находится выше или ниже первого подсвечника соответственно.

Интерпретация. Сигнал разворота с подтверждением на следующий торговый день.

Поглощающая медвежья линия (Engulfing Bearish Line)

Синтаксис engulfingbear

Модель



Малое белое тело предшествует большому черному телу, не выходя за пределы последнего.

Интерпретация. Сильный сигнал верхнего разворота.

Поглощающая бычья линия (Engulfing Bullish Line)

Синтаксис engulfingbull

Модель



Малое черное тело предшествует большому белому телу, не выходя за пределы последнего.

Интерпретация. Сильный сигнал нижнего разворота.

Вечерняя доджи-звезда (Evening Doji Star)

Синтаксис eveningdojistar

Модель



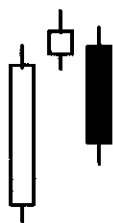
За большим белым телом следует додж с верхним разрывом. Третий подсвечник – черное тело, цена закрытия которого не выходит за пределы первого.

Интерпретация. Сильный сигнал верхнего разворота, более сильный чем модель обычной вечерней звезды, так как присутствует додж.

Вечерняя звезда (Evening Star)

Синтаксис eveningstar

Модель



За большим белым телом следует малое тело (белое или черное) с верхним разрывом. Третий подсвечник – черное тело, цена закрытия которого не выходит за пределы первого.

Интерпретация. Сильный сигнал верхнего разворота.

Падающее окно (Falling Window)

Синтаксис fallingwindow

Модель



Окно (разрыв) между дном первого подсвечника и гребнем второго. Эта модель по своим исходам аналогична функции Gap Down (см. Gap Down).

Интерпретация. (Rally to) Дальнейшее падение высоко вероятно. Окно может обеспечивать уровень сопротивления.

2. Рекомендации по ведению внутреннего учета срочных сделок

Порядок ведения внутреннего учета срочных сделок отражается профессиональными участниками рынка ценных бумаг в Правилах внутреннего учета согласно требованиям, установленным ФКЦБ России.

Внутренний учет срочных сделок включает:

- учет денежных средств и ценных бумаг, вносимых профессиональным участником рынка ценных бумаг и его клиентами в обеспечение позиций, открытых на срочном рынке, для уплаты вариационной маржи, комиссионного сбора (далее – начальная маржа);
- учет собственных открытых позиций (обязательств и прав) профессионального участника рынка ценных бумаг;
- учет открытых позиций (обязательств и прав) клиентов профессионального участника рынка ценных бумаг;
- правила составления и предоставления отчетов клиентам профессионального участника рынка ценных бумаг.

Внутренний учет операций на срочном рынке ведется профессиональными участниками рынка ценных бумаг в рублях, если иное не предусмотрено их договором с клиентом. В случае ведения учета в иностранной валюте правила пересчета в рубли должны соответствовать учетной политике данного профессионального участника рынка ценных бумаг. Сделки и иные операции, связанные с совершением срочных сделок, должны отражаться в регистрах внутреннего учета профессионального участника рынка ценных бумаг. Срок отражения сделок или иных операций должен истекать не позднее окончания рабочего дня, следующего за днем поступления к данному участнику рынка документов, подтверждающих факт совершения данной сделки и/или проведения иной операции, связанной с совершением срочной сделки (внесение или изъятие средств начальной маржи, страхового фонда и т.д.). Внутренний учет собственных средств и операций должен вестись участником рынка отдельно от внутреннего учета средств и операций клиентов.

Если участник рынка имеет филиалы, то возможны два варианта организации и ведения внутреннего учета:

- участник рынка обеспечивает ведение внутреннего учета филиалом как составной части внутреннего учета участника

рынка с еженедельным отражением и обобщением информации о сделках и иных операциях, поступающей от филиалов;

– участник рынка обеспечивает ведение внутреннего учета в централизованной системе с ежедневным отражением и обобщением информации о сделках и иных операциях, поступающей от филиалов данного участника рынка.

Существуют две формы ведения внутреннего учета срочных сделок:

– на бумажном носителе;

– в электронном виде с возможностью просмотра и перевода на бумажный носитель любой информации (документа), входящей в состав внутреннего учета.

Данные внутреннего учета подлежат обязательной архивации и хранению в течение 5 лет.

Участником рынка должны быть разработаны и утверждены следующие документы:

– процедура защиты данных от несанкционированного доступа;

– порядок присвоения и использования номеров, символов (кодов, индексов, условных наименований) при подготовке и заполнении подтверждающих и иных документов внутреннего учета, а также сделок и иных операций. При этом всем поручениям клиентов присваиваются номера, позволяющие группировать их в хронологическом порядке;

– перечень и порядок идентификации сотрудников участника рынка, имеющих доступ к информации, содержащейся во внутреннем учете, и порядок их доступа.

Данные документы могут быть интегрированы участником рынка с Правилами внутреннего учета.

Документы внутреннего учета

1. Поручения клиентов. Способ предоставления поручения от клиента устанавливается договором с клиентом. При этом способ должен позволять установить, что данное поручение исходит именно от данного клиента. Если способ предоставления поручения – электронный (включая совершение клиентом сделок с собственного терминала или с терминала, подключенного к торгам на срочном рынке посредством систем «клиент – брокер – биржа» в договоре с клиентом рекомендуется прописать, что клиент признает все поручения, от-

правленные с указанного адреса (сделки, поручения на которые отправлены с указанного торгового терминала) собственными операциями.

Поручение клиента должно содержать:

- наименование и уникальный код клиента;
- дату и время (с указанием часов и минут) получения поручения;
- вид операции (заявка на покупку или продажу, отзыв средств и т.д.);
- вид срочной сделки (фьючерсный контракт, опцион);
- наименование (обозначение) фьючерсного контракта или опциона, принятое у организатора торговли на рынке ценных бумаг;
- котировка одного фьючерсного контракта (размер премии по опциону);
- количество фьючерсных контрактов, опционов;
- срок действия поручения клиента;
- подпись клиента или индекс (условное наименование), установленное договором с клиентом и Правилами внутреннего учета;
- иную информацию.

Все поручения клиентов вносятся участником рынка в Журнал регистрации поручений клиентов (на бумажном или электронном носителе). В день получения поручения клиента в данный Журнал должны быть внесены:

- номер поручения клиента;
- наименование или код (номер) клиента;
- номер и дата договора с клиентом (если код клиента не позволяет определить, во исполнение какого договора подано поручение);
- дата и время (с указанием часов и минут) получения поручения;
- фамилия и инициалы (код) сотрудника, зарегистрировавшего поручение клиента, и/или его подпись;
- иная информация.

2. Подтверждающие документы внутреннего учета.

Ниже перечислены документы, являющиеся основанием для записи соответствующей операции в регистрах внутреннего учета участника рынка:

- кассовые и банковские документы (по внесению или по возврату средств клиенту, оплате услуг);

– отчеты по исполнению операций депозитарием (при передаче ценных бумаг в качестве начальной маржи по срочным сделкам, их возврату владельцу или реализации в случаях, предусмотренных договором с клиентом);

– отчеты организаторов торговли и/или клиринговых организаций о сделках, начислениях и списаниях средств по результатам совершенных срочных сделок;

– отчеты участников рынка о совершении срочных сделок в порядке поручения (комиссии), перепоручения (субкомиссии);

– распорядительные записки;

– решения, предписания, приказы и иные акты органов государственной власти, в том числе решения судов, являющиеся основанием для прекращения, возникновения или изменения прав и обязательств;

– документы, подтверждающие или опровергающие факты заключения, исполнения, изменения условий по сделкам и договорам.

Распорядительная записка составляется сотрудником участника рынка, ответственным за ведение внутреннего учета, в случае заключения сделки для принудительного закрытия позиции клиента на срочном рынке.

Распорядительная записка по срочным сделкам должна содержать:

– номер распорядительной записки в соответствии с установленной Правилами ведения внутреннего учета нумерацией;

– дату и время (с указанием часов и минут) составления распорядительной записки;

– номер поручения и номер договора с клиентом;

– место заключения сделки (наименование организатора торговли);

– дату и время (с указанием часов и минут) заключения сделки;

– вид срочной сделки (фьючерсный контракт, опцион);

– наименование (обозначение) фьючерсного контракта или опциона, принятое у организатора торговли;

– вид сделки (покупка, продажа);

– котировку одного фьючерсного контракта (размер премии по опциону);

– цену исполнения по опциону;

– количество фьючерсных контрактов, опционов;

– фамилию, инициалы и подпись в случае составления распорядительной записки на бумажном носителе или индивидуальный код (индекс, условное наименование) сотрудника участника рынка, заключившего сделку, в случае составления распорядительной записки в электронной форме;

– иную информацию.

3. Регистры внутреннего учета. В регистрах внутреннего учета отражаются операции, подтвержденные соответствующими документами. Участник рынка должен вести следующие регистры внутреннего учета:

– регистр внутреннего учета срочных сделок;

– регистр внутреннего учета фьючерсных контрактов и опционов;

– регистр внутреннего учета расчетов по срочным сделкам;

– регистр внутреннего учета ценных бумаг.

Регистр внутреннего учета срочных сделок должен содержать следующую информацию:

– номер срочной сделки;

– дату и время (с указанием часов и минут) совершения срочной сделки;

– место совершения сделки (например, секция срочных сделок НП «Фондовая биржа РТС»);

– наименование или уникальный код (номер) клиента участника рынка;

– номер/дату отчета участнику рынка;

– номер поручения клиента;

– вид срочной сделки (фьючерсный контракт или опцион);

– тип сделки (покупка, продажа);

– наименование (обозначение) фьючерсного контракта или опциона, принятое у организатора торговли рынка ценных бумаг;

– котировка одного фьючерсного контракта (размер премии по опциону);

– количество фьючерсных контрактов, опционов;

– сумму сделки по опциону;

– валюту котировки и/или премию по опциону;

– валюту, в которой производятся расчеты по сделке (операции).

Регистр внутреннего учета фьючерсных контрактов и опционов должен содержать:

- дату срочной сделки;
- номер и наименование подтверждающего документа внутреннего учета (биржевой отчет или отчет клиринговой организации);
- номер и/или наименование счета внутреннего учета;
- начальное сальдо по счету открытых позиций;
- количество открытых и закрытых позиций по срочной сделке (заключенных контрактов), включая захеджированные опционами фьючерсные позиции;
- конечное сальдо по счету открытых позиций.

Регистр внутреннего учета расчетов по срочным сделкам должен содержать:

- номер срочной сделки;
- дату проведения расчетной операции;
- номер и наименование подтверждающего документа внутреннего учета;
- код и/или наименование расчетной операции (внесение, изъятие средств, переоценка ценных бумаг, внесенных в качестве средств гарантийного обеспечения по открытым позициям);
- номер или наименование счета внутреннего учета;
- начальное сальдо по начальной марже, в том числе по сумме средств, требуемых для обеспечения исполнения обязательств по открытым позициям с разделением на денежную часть и часть, внесенную в виде ценных бумаг в денежной оценке;
- сведения об изменении начальной маржи, в том числе по сумме средств, требуемых для обеспечения исполнения обязательств по открытым позициям с разделением на денежную часть и часть, внесенную в виде ценных бумаг в денежной оценке;
- сумму вознаграждения участника рынка;
- сумму расходов участника рынка, связанных с совершением срочной сделки;
- конечное сальдо по начальной марже, в том числе по сумме средств, требуемых для обеспечения исполнения обязательств по открытым позициям с разделением на денежную часть и часть, внесенную в виде ценных бумаг в денежной оценке;

сумму, которую участник рынка (клиент участника рынка) может изъять или дополнительно должен внести в качестве гарантийного обеспечения под учтенные на данном счете участника рынка (клиента участника рынка) позиции.

Используемая и рекомендуемая литература, источники информации

1. <http://www.economy.gov.ru> (сайт Минэкономразвития РФ).
2. <http://www.minfin.ru> (сайт Минфина РФ).
3. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. – М.: Бек, 1994.
4. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992.
5. Алексеев М.Ю., Миркин Я.М. Технология операций с ценными бумагами. – М.: Перспектива, 1992.
6. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – Самара: СамВен, 1992.
7. Андрианов В.Д. Россия: экономический и инвестиционный потенциал. – М.: Экономика, 1999.
8. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2001.
9. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2004.
10. Биржевая деятельность. Учебное пособие /Под ред. Грязновой А.Г. – М.: Финансы и статистика, 1995.
11. Биржевой портфель. Учебник /Под ред. Рубина Ю.Б. – М.: СОМИНТЕК, 1993.
12. Биржевые веса. Что такое фондовая биржа. Торговля акциями. Понятийный минимум. – М.: Финансы и статистика, 1991. – 62 с.
13. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Учебное пособие. – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998.
14. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. – М.: Трнвола, 1992.
15. Галанов В.А. Производственные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы. Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2002.
16. Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие. – М.: Финансы и статистика, 1998.
17. Гвишиани Д.М. Организация и управление. – М.: Наука, 1972.

18. Глухова М.И. Приходько А.В., Татарников Е.А., Снежинская М.В. Мировая экономика. Учебное пособие. – М.: Экзамен, 2004.
19. Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России: Очерки истории. – М.: Деловой экспресс, 1998.
20. Государственное регулирование рынка ценных бумаг. Россия. Сборник нормативных документов /Под ред. Шохина С.О. – М.: Внешторгиздат, 1996.
21. Дегтярева Щ.И. Биржевое дело. Учебник. – М.: Деловой экспресс, 1997.
22. Друкер П.Ф. Новые реальности /Перевод с англ. – М., 1994.
23. Елецкий Н.Д., Корниенко О.В. Мировая экономика. Экспресс-справочник. – М.: Март, 2004.
24. Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. Учебное пособие. – М.: Банки и биржи. ЮНИТИ, 1995.
25. Закон РФ «О валютном регулировании и валютном контроле» №3615–1 от 09.10.1992.
26. Кавкин А.В. Рынок кредитных деривативов. – М.: Экзамен, 2001.
27. Кейнс Д.М. Общая теория занятости, процента и денег. (Перевод с англ.). – М.: Прогресс, 1978.
28. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Практикум по российскому рынку ценных бумаг. – М.: Бек, 1997.
29. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2000.
30. Колесников В.И. Ценные бумаги. Учебник. – Финансы и статистика, 1998.
31. Концепция создания Московской фондовой биржи. – М.: МВФБ, 1996.
32. Кругмон П., Обстфельд М. Международная экономика. – М.: ЮНИТИ, 1997.
33. Кузякин А.П., Семичев М.А. Мировая экономика. Учебное пособие. – М.: Проспект, 2003.
34. Лисовский Б.И. Фондовые биржи капиталистических стран. – М.: Финансы и статистика, 1978.
35. Макконнелл К., Брю С. Экономикс. В 2 т. – М.: Республика, 1992.
36. МВФ о развитии мировой экономики. – М.: БИКИ, 22.10.2002.
37. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Учебник /Под ред. Красавиной Л.Н. – М.: Финансы и статистика, 2001.
38. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Учебник /Под ред. Красавиной Л.Н. – М.: Финансы и статистика, 2001.

39. Международные расчеты по коммерческим операциям. Ч. 1. Аккредитив. – М., 1994.
40. Международные расчеты по коммерческим операциям. Ч. 2. Инкасса. – М., 1994.
41. Международные товарные биржи и биржевые операции. Структура товарных бирж и тенденции их развития. – М.: МП Факт, 1991.
42. Международные экономические отношения. Учебник /Под ред. Рыбалкина В.Е. – М.: ЮНИТИ, 2003.
43. Международные экономические отношения. Учебник /Под ред. Смитиенко Б.М. – М.: ИНФРА-М, 2005.
44. Международные экономические отношения. Учебник /Под ред. Фаминского И.П. – М.: Юристъ, 2001 с.
45. Миришли Ф.Р., Будивская А.А., Еремеев И.Е. Основы мировой валютной системы и фондового рынка. Учебное пособие /Под ред. Миришли Ф.Р. – М.: АИМИР, 2004.
46. Миришли Ф.Р. Глобализация мировой экономики: инновационная фаза. – М. Книга и Бизнес, 2014.
47. Миришли Ф.Р., Еремеев И.Е., Кожаев Ю.П. и др. Мировая валютно-финансовая система. Учебное пособие. – М.: ИСЭПиМ, 2012.
48. Миришли Ф.Р., Еремеев И.Е. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие /Под ред. Миришли Ф.Р. – М.: ИСЭПиМ, 2005.
49. Миришли Ф.Р., Кожаев Ю.П. Международные экономические отношения. Учебник. – М.: Книга и Бизнес, 2012.
50. Миришли Ф.Р. Мировая экономика и международные экономические отношения. Учебник. – М.: ИСЭПиМ, 2007.
51. Миришли Ф.Р. Мировая экономика. Учебник. 5-ое изд. – М.: Книга и Бизнес, 2010.
52. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995.
53. Мировая экономика. Учебник /Под ред. Булатова А.С. – М.: Юристъ, 1999; – М.: Экономистъ, 2008.
54. Мировая экономика. Учебное пособие /Под ред. Николаевой И.П. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2005.
55. Моисеев С.Р. Международные валютно-кредитные отношения. Учебное пособие. – М.: Дело и Сервис, 2003.
56. Мусатов В.Т. Фондовые биржи. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 236 с.
57. Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика (пер. с англ.): Финансы и статистика, 1996.
58. Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. – М.: ИНФРА-М, 1997.

59. Новое в законодательстве о ценных бумагах. Сборник официальных документов. – М.: Омега-Л, 2004.
60. Организованный рынок государственных ценных бумаг РФ. Сборник нормативных документов. – М.: Де-юре, 1997.
61. Подпоркина И.В. Операции с ценными бумагами. – М.: Прием, 1994.
62. Постановление ФКЦБ «Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» №03-45/пс от 17.12.2003.
63. Резго Г.Я., Кетова И.А. Биржевое дело. Учебник /Под ред. Резго Г.Я. – М.: Финансы и статистика, 2004.
64. Резго Г.Я., Храмова Е.Р. Современные технологии биржевого рынка. Учебное пособие. – М.: РГТЭУ; «Феникс», 2004.
65. Роджерс К. Фондовый рынок. Курс для начинающих (пер. с англ.) – М.: Альпина Паблишер, 2002.
66. Роджерс К. Валютный и денежный рынок. Курс для начинающих (пер. с англ.) – М.: Альпина Паблишер, 2002.
67. Роджерс К. Деривативы. Курс для начинающих (пер. с англ.) – М.: Альпина Паблишер, 2002.
68. Роджерс К. Рынок облигаций. Курс для начинающих (пер. с англ.) – М.: Альпина Паблишер, 2003.
69. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.
70. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и перспективы развития. – М.: ИНФРА-М, 2000.
71. Рынок ценных бумаг. Учебник /Под ред. Галанова В.А., Басова А.И. – М.: Финансы и статистика, 2001.
72. Рынок ценных бумаг. Шаг России в информационное общество /Под ред. Клещева Н.Т. – М.: Экономика, 1997.
73. Сборник нормативных документов по обращению ценных бумаг и фондовым биржам в РФ. – М.: Энергия, 1992.
74. Семенова Е.В. Операции с ценными бумагами. – м.: Перспектива, 1997.
75. Твардовский В., Паршиков С. Секреты биржевой торговли. – М.: Альпина Паблишер, 2003.
76. Титова Н.Е., Кожаев Ю.П. Деньги, кредит, банки. Учебное пособие. – М.: ВЛАДОС, 2003.
77. Титова Н.Е., Кожаев Ю.П. Маркетинг. Учебное пособие. – М.: ВЛАДОС, 2003.
78. Тэор Т.Р. Мировая экономика. Учебное пособие. – СПб.: Питер, 2002.

79. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22.04.1996.
80. Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» №152-ФЗ от 11.11.2003.
81. Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29.07.1998.
82. Федоров В.М. Валюта, валютные системы и валютные курсы. – М.: ПАИМС, 1995.
83. Финансовая организация и деятельность МВФ. – Вашингтон, 1994.
84. Финансы и кредит. Учебник /Под ред. Романовского М.В., Белоглазовой Г.Н. – М.: Юрайт-Издат, 2003.
85. Финансы и кредит. Учебник /Под ред. Романовского М.В., Белоглазовой Г.Н. – М.: Юрайт-Издат, 2003.
86. Финансы, денежное обращение и кредит. Учебник /Под ред. Самсонова Н.Ф. – М.: ИНФРА-М, 2003.
87. Финансы. Учебник /Под ред. Дробозиной Л.А. – М.: ЮНИТИ, 2001.
88. Хельсинские решения ОБСЕ //Внешняя торговля, 1992. – №10.
89. Ценные бумаги. Нормативные акты и документы. – М.: Юридическая литература, 1994.
90. Ценные бумаги. Учебник /Под ред. Колесникова В.И., Торкановского В.С. – М.: Финансы и статистика, 2000.
91. Чалдаева Л.А. Фондовая биржа. – М.: Экзамен, 2002.
92. Чалдаева Л.А. Экономика и организация биржевого дела в России. – М.: Фининнова, 1998.
93. Что такое фондовая биржа. Торговля акциями. Понятийный минимум. – М.: Финансы и статистика, 1991.
94. Швагер Дж. Технический анализ. Полный курс (пер. с англ.) – М.: Альпина Паблишер, 2001.
95. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Методика финансового анализа. – М.: ИНФРО-М, 1995.
96. Шмырева А.И., Колесников В.И., Климов А.Ю. Международные валютно-кредитные отношения. – СПб: Питер, 2001.
97. Шувалов А.С. Управление: проблемы совершенствования //Власть, 1999. – №6.

Учебное издание

МИРИШЛИ Фуад Рашид оглы,
КОЖАЕВ Юрий Палович,
РЗАЕВ Анар Яшар оглы,
САДЫКОВА Севиль Эйюбовна,

**М И Р О В А Я
ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВАЯ
С И С Т Е М А**

Учебное пособие

*Третье издание,
переработанное и дополненное*

Редактор *А.Н. Жигалина*
Корректор *М.Г. Майорова*
Компьютерный набор *О.В. Емкова*
Компьютерная верстка *П.А. Агафонов*
Художественное оформление *П.А. Агафонов*
Художественное конструирование *Ф.Р. Миришли*

Подписано в печать 10.04.2014. Формат 60x80 1/16.
Печать цифровая. Гарнитура «Times». Бумага офсетная.
Усл. печ. л. 22,5. Тираж 3000 экз. (1 з-д – 500). Заказ №1345.

ФГУП Издательство «Известия» УД ПРФ.
127254, г. Москва, ул. Добролюбова, д. 6.

Отпечатано в ФГУП Издательство «Известия» УД ПРФ
127254, г. Москва, ул. Добролюбова, д. 6
Контактный телефон: (495) 650-38-80
<http://izv.ru>

Для заметок