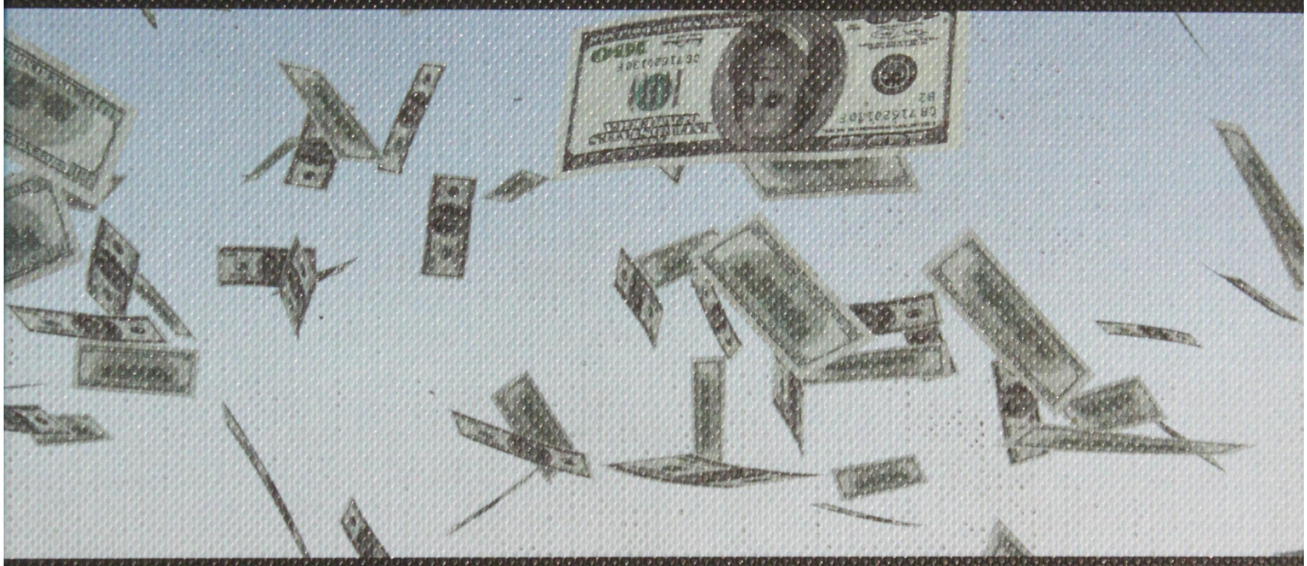
HOMO FABER

А. А. Суэтин

Финансовые рынки в мировой экономике



ЭКОНОМИСТЪ

Рекомендовано Учебно-методическим объединением по образованию в области финансов, учета и мировой экономики в качестве учебника для студентов, обучающихся по специальности «Мировая экономика»

336 (07)
С 916

336.17
+33М

А.А. Суэтин

Финансовые рынки в мировой экономике

учебник

Москва
ЭКОНОМИСТЪ
2008

336(07)
С 916

УДК 336.7(100)(075.8)
ББК 65.262.1(0)я73
С91

Рецензенты:

д-р экон. наук, проф. *Б.М. Смитиенко*, проректор по научной работе, зав. кафедрой «Мировая экономика и международные валютно-кредитные отношения» Финансовой академии при правительстве РФ;

д-р экон. наук, проф. *В.Ю. Пресняков*, директор Центра внешнеэкономической политики России и зарубежных стран ВНИИВС — Государственного университета Высшей школы экономики при Министерстве экономического развития и торговли РФ

Суэтин А.А.

С91 Финансовые рынки в мировой экономике : учебник / А.А. Суэтин. — М. : Экономистъ, 2008. — 588 с.

ISBN 978-5-98118-221-1 (в пер.)
Агентство CIP РГБ.

Учебник дает полное представление о структуре и особенностях развития современных финансовых рынков. Одновременно эту книгу можно считать прорывом в данной области исследования. Работа располагает всем, что необходимо при изучении мира финансов: ясной структурой, четким представлением материала. Обеспечено полное соответствие теории и практики, классические мировоззрения соединены с современными и нарождающимися тенденциями развития. Оценивается теоретическая модель расчета цены финансовых инструментов. Обозначены подходы и методы изучения всех компонентов финансового рынка — денежной, кредитной и валютной сферы, ценных бумаг, страхования, а также производных финансовых инструментов. Выделены проблемы борьбы с отмыванием грязных денег. Многие факты и термины вводятся в российский научный оборот впервые. Материал изложен в доступной форме, на весьма профессиональном уровне. Особо выделены современные методы работы на финансовых рынках. Уникальная по содержанию книга написана для всех и каждого, может пригодиться и даже стать серьезным руководством к действию для специалистов с высоким уровнем ответственности за принимаемые решения, а также всех тех, кто не просто интересуется положением в мире финансов, но хотя бы морально готов к работе на финансовых рынках.

УДК 336.7(100)(075.8)
ББК 65.262.1(0)я73

ISBN 978-5-98118-221-1

823780
TDIU
kutubxonasi
O'ETM

© Суэтин А. А., 2008
© «Экономистъ», 2008

Оглавление

Введение 9

Глава 1. Финансы и финансовые рынки 14
1. Определение капитала 15
2. Финансы 17

Глава 2. Фондовый рынок 36
1. Рынок акций и облигаций 36
2. Акция как субститут собственности 37
3. Облигации, коммерческие бумаги корпораций и государственные ценные бумаги 42
   Облигации корпораций 42
   Котировки и рейтинг облигаций корпораций 46
   Коммерческие бумаги (commercial papers) 48
   Ценные бумаги федерального правительства США 49
4. Модели оценки акций и облигаций 50
5. Риск в инвестировании. Модель оценки капитальных активов 52
6. Приведенная стоимость и дисконтирование 57
7. Основная модель оценки облигации (*Basic Bond Valuation Model*) 59
8. Модели оценки акций (*stock valuation models*) 60
9. Структура и особенности фондовых рынков США 64
10. Общие элементы организации первичного рынка ценных бумаг 66
11. Эволюция и механизмы биржевой системы 69
12. Организация биржи и механизм биржевой торговли на примере Нью-Йоркской фондовой биржи 71
13. Внебиржевой рынок ценных бумаг 77
14. Показатели торговли ценными бумагами и сводки данных по фондовым операциям 80
   Сводки операций с акциями 83
   Сводки операций с облигациями 84
15. Цели операций корпораций на первичном рынке ценных бумаг 86
   Слияния и поглощения (*mergers and takeovers*) 87

Снижение левериджа 90
Учреждение новых компаний 91
16. Мероприятия корпораций по поддержанию курсов ценных бумаг на вторичном рынке 92
Дивидендная политика 92
Система рекламных мероприятий 92
Скупка корпорациями своих акций 93
17. Оценка корпорациями мероприятий по финансированию и оптимизации структуры капитала 94
MCC — маржинальная себестоимость мобилизации капитала 95

Глава 3. Современный мировой денежный рынок 99

Глава 4. Кредитный рынок 140
1. Масштабы и отдельные географические и товарные сектора кредитного рынка 140
2. Кредитование развивающихся стран 149
3. Экспортные кредиты 157
4. Евровалютные кредиты 160
5. Структура рынка 164
6. Нарождающиеся рынки 170
7. Особенности развития рынка 172
8. Участники рынка 178
9. Формы кредитования 179
10. Положение на рынке еврокредитов 188
11. Институциональные особенности рынка 191
12. Роль финансовых центров 201
13. Этапы развития рынка 204
14. Воздействие на экономику 208
15. Российские реалии 211
16. Долгосрочный кредитный капитал 217

Глава 5. Проектное финансирование 220

Глава 6. Валютный рынок 243
1. Принципы и методы работы на валютных рынках 259
2. Наличные операции 261
Валютная позиция 261
Сущность и техника проведения наличных сделок 264
Операции «форвард». Сущность и техника их проведения . . 268
Фьючерс 278
Операции с опционом. Сущность, виды и техника их проведения 279
Операции «своп». Сущность, виды и техника их проведения 286

3. Виды валютных рисков, их характеристика 292
4. Теоретические аспекты страхования валютных рисков 299

Глава 7. Международный рынок золота 307
Особенности рынка золота 315

Глава 8. Рынок страхования 321
1. Страховой рынок 321
2. Потери страховщиков 324
3. Стратегии страховщиков 328
4. Рисковая среда 329
5. Страхование и инвестиционные рынки 333
6. Мировой рынок интернет-страхования 337
7. Интеграция страхового рынка 341
8. Место России на мировом страховом рынке 346

Глава 9. Рынок производных финансовых инструментов 350
1. Модель определения стоимости производных финансовых инструментов Блэка — Шоулза 377
2. Рынок кредитных деривативов 383

Глава 10. Хедж-фонды и финансовые центры 415

Глава 11. Отмывание денег 437
1. Проблема борьбы с легализацией нелегальных финансовых потоков 437
2. Мировой опыт 446
3. Источники и составные части процесса отмывания денег . . . 449
4. Финансовая разведка 465
5. Методы отмывания 466
6. Теневая экономика и грязные деньги 467
7. Меры противодействия легализации преступных доходов . . . 469
8. Макроэкономические последствия отмывания денег 470
9. Грязные деньги и преступность 479

Глава 12. Современные факторы и особенности развития финансовых рынков 493
1. Кто выигрывает на финансовом рынке 493
Университеты — самые успешные инвесторы 493
Биржи 501
Финансовые ресурсы офшоров 503
Кто сегодня работает на финансовых рынках 510
Кто проигрывает на финансовом рынке 511
Использование алгоритмов на финансовых рынках 513
Аналитики больше не нужны 515
Пресса и финансовые рынки 516

MBA — новые подходы 518
Наживающиеся на кризисе 520
2. Семейный бизнес 523
Крестные отцы Азии, или азиатские олигархи 525
Штаб-квартиры фирм 537
3. Нарождающиеся тенденции финансовых рынков 538
Диверсификация 543
Микрокредитование и микрофинансирование 544
Слияния и поглощения 546
О росте цен на активы 547
Особенности вложений в Азии 549
О ликвидности 553
Рынок предметов роскоши 555
Рынок платины 557
Нефтедоллары 558
Рынок наркотиков 559
Особенность займов развивающихся стран 559
Африканские страны и золотовалютные резервы 560
Кредитный рынок сегодня 561
4. Другие аспекты развития финансовых рынков 563
Торговля услугами в 2006 г. 563
Пенсионные фонды 563
Пенсионные прогнозы 565
Справедливость оценки валюты 565
Прямые иностранные инвестиции 568
Что еще может влиять на финансовые рынки 568

Заключение. Мировая экономика сегодня и завтра 569
Экологический след 573
Животноводство в глобальной перспективе 573
Охрана экосистем пресной воды 575
Альтернативные источники энергии 577
Развитие нанотехнологий 579
Химическое загрязнение 581
Природные катастрофы и локальные конфликты 582
Международная торговля и устойчивое развитие 582
Роль корпораций в обеспечении устойчивого развития . . . 583

Об авторе 587

Введение

Нет другой сферы, где глобализация проявилась бы с такой силой, как финансовые рынки. Информационные технологии, связавшие основные финансовые центры и резко снизившие транзакционные издержки, появление новых финансовых институтов, беспрецедентный рост числа инструментов финансового рынка — все это лишь частичная характеристика происходящих здесь процессов.

Формирование глобального финансового рынка стало ощущаться в начале 1960-х гг. До этого момента в силу ряда исторических причин (мирового экономического кризиса 1929—1933 гг., Второй мировой войны, существовавших валютных ограничений, жесткого регулирования рынка и т.д.) финансовый рынок был практически парализован. Позднее рынок капиталов развивался медленно, но к концу столетия темпы его развития невероятно возросли.

Интеграционные процессы на глобальном финансовом рынке фактически формируют единую систему процентных ставок и способствуют сужению круга обращающихся на нем валют.

Мировая экономика немыслима без движения капиталов. В связи с этим можно отметить, что сегодня для ее развития ограничений практически не существует.

Финансовые рынки связаны между собой. Большое значение имеют качественные изменения. Фактически можно говорить если не о финансовой революции, то о кардинальном изменении подходов к работе на финансовых рынках. Достаточно сказать, что сегодня подавляющее число инвесторов не испытывает страха перед возможными потрясениями на рынке. Более того, многие считавшиеся ранее консервативными финансовые организации пытаются проводить операции с повышенным риском, заимствуя тактику и стратегию наиболее рискованных инвесторов, например хедж-фондов. В свою очередь, число участников финансовых рынков существенно увеличилось. В работу на нем вовлечено сегодня практически все.

Классификация инвесторов выглядит примерно так:

1) частные инвесторы;

2) институциональные инвесторы:

- банки;
- государственные учреждения;

- международные финансовые институты;
- пенсионные фонды;
- страховые фонды и компании;
- взаимные инвестиционные фонды;
- менеджеры вкладов;
- хедж-фонды;
- крупные корпорации.

По характеру участия в операциях субъектов рынка можно разделить на две категории: прямые (непосредственные) и косвенные (опосредованные) участники.

К *первой категории* относятся биржевые члены соответствующих рынков производных финансовых инструментов, заключающие сделки за свой счет и (или) за счет и по поручению клиентов, не являющихся биржевыми членами и вынужденными обращаться к услугам первых. Эти клиенты и составляют *вторую категорию*. На внебиржевом рынке долговых инструментов рынка капитала прямыми участниками рынка считаются крупнейшие маркет-мейкеры, а все остальные — косвенными.

По целям и мотивам участия в операциях на рынке участники рынка разделяются на хеджеров и спекулянтов, которые в свою очередь делятся на трейдеров и арбитражеров.

Хеджер — это лицо, страхующее курсовые (ценовые) риски, риски трансфертов, присущие финансовым инструментам, свои активы, или конкретные сделки на рынке спот. Обязательствам хеджера, возникающим в ходе сделки, как правило, соответствует реальный финансовый инструмент, которым он располагает в настоящий момент или будет располагать к моменту исполнения контракта.

Хеджирование (*Hedging*) — операция страхования от риска изменения цен путем занятия на параллельном рынке противоположной позиции.

Хеджирование дает возможность:

- застраховать себя от возможных потерь к моменту ликвидации сделки на срок;
- обеспечить повышение гибкости и эффективности коммерческих операций;
- обеспечить снижение затрат на финансирование торговли реальными товарами;
- уменьшить риски сторон (потери от изменения цен на товар компенсируются выигрышем по фьючерсам).

Говоря проще, хеджирование — это действие, предпринимаемое покупателем или продавцом для защиты своего дохода от нежелатель-

ного изменения цен в будущем. Инвестор, приобретая пакет акций, в результате падения курсовой стоимости может понести значительные потери. Механизм хеджирования сводится к заключению срочного контракта, в котором устанавливается цена поставки базисного актива. Рынок производных контрактов предоставляет инвестору возможность заключить ряд сделок в целях страхования от таких потерь. Риск в подобных сделках часто берет на себя спекулянт, выступая контрагентом хеджера.

Спекулянт — это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости базисных активов, которая может возникнуть во времени. У спекулянта нет намерения страховать имеющиеся или будущие позиции от курсового риска. Движение курсов, наоборот, является для них наиболее желанным. Спекулянты совершают покупку (продажу) контрактов, чтобы позднее продать (купить) их по более высокой (низкой) цене. Их, в свою очередь, правильнее разделить на две группы: трейдеры и арбитражеры.

Трейдер пытается использовать колебания курса одного или нескольких контрактов. Это достигается покупкой контрактов (или ценных бумаг) при ожидаемом повышении цены и продажей при обратном ее движении. Привлекательность подобных сделок в том, что для открытия позиции по производным операциям требуются относительно небольшие затраты капитала (первоначальная или депозитная маржа) по сравнению с общей суммой контракта. Возникающий таким образом «эффект рычага» (*leverage effect*) дает возможность получения больших прибылей, правда, с риском понесения таких же высоких потерь.

Деятельность трейдеров достаточно важна для оживления фьючерсного рынка, так как они представляют собой, по сути, противоположность работе хеджеров. Они способствуют повышению и увеличению ликвидности рынка, т.е. самому функционированию рынка.

Арбитражер — лицо, извлекающее прибыль за счет одновременной купли-продажи одного и того же актива на разных рынках, стремящееся использовать отличия курса на различных рынках (например, между форвардным курсом на валютном рынке и курсом соответствующего валютного фьючерса). Арбитражер продает актив на той бирже, где он дороже, и покупает там, где дешевле. Ценовая разница и составляет его прибыль. Теоретически арбитражная операция позволяет получить инвестору прибыль практически без риска, не требуя значительных инвестиций. Арбитражеры необходимы для рынка, поскольку своей деятельностью способствуют выравниванию курсов, цен, восстановлению паритетных соотношений между взаи-

мосвязанными активами на различных торговых площадках и финансовых рынках.

В настоящее время доходы американских инвесторов на акцию на 75% выше долгосрочного тренда. Это наивысший показатель за последние 90 лет. В целом рост корпоративных прибылей в 2005—2006 гг. можно объяснить последствиями глобализации, в частности, влиянием работников из Азии на трудовые издержки. Но есть и другое объяснение, и оно выглядит более убедительно: влияние финансового сектора. Именно финансовая сфера обеспечивает 27% прибыли компаний, учитываемых индексом S&P 500. В 1996 г. этот показатель был на уровне 19%. Финансовые компании обеспечили треть прироста прибылей американских компаний в 1996—2006 гг. Ухудшение прибыльности в 2006 г. было бы существенней, если бы не финансовый сектор.

Это не значит, что бурное развитие финансовых рынков не предвещает проблем.

В числе доминирующих тенденций на мировом финансовом рынке уже в течение десятилетия выделяют две: стремление к устранению посредников (дезинтермедиация) и замена нерыночных займов или потоков наличности на ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынках капиталов (секьюритизация).

Однако преобразование займов в ценные бумаги может иметь негативные для рынка последствия из-за недостатка прозрачности операций. Так, кредиторы в 2006—2007 гг. оказались не склонны отказывать в праве выкупа закладной вследствие просрочки находящимся на грани банкротства заемщикам. В 2007 г. в США, например, такой отказ распространялся менее чем на четверть займов, платежи по которым просрочены на 90 и более дней (для сравнения: в конце 1990 г. это касалось $^3/_4$ таких просроченных займов). Когда заемщик все же погасит задолженность, его кредитная история изъянов содержать не будет. Более того, ущербная информация не будет раскрыта и при секьюритизации данного займа. Таким образом, даже самому серьезному покупателю в приобретенном им пакете обнаружить ценные бумаги сомнительного качества весьма не просто.

Если все же такие бумаги обнаружены, получить компенсацию не менее сложно. Такие последствия секьюритизации не предвидел никто. Секьюритизацию принято рассматривать как обычную продажу активов. Продавец при этом с точки зрения риска «умывает руки». На практике, правда, какие-то меры защиты для покупателей предусмотрены. Некоторыми контрактами предусмотрена возможность возврата пакетов, ценность которых уменьшается ненормально быстро. Примеры такого возврата есть, и касались они субстандартных ипотечных кредитов, т.е. предоставленных заемщикам с небезупречной кредитной историей

по ставке, превышающей прайм-рэйт на несколько пунктов. По требованию покупателя из приобретенного пакета ценных бумаг, обеспечением которых служит пул ипотечных кредитов, изымались основанные на ущербных кредитах. Взамен предоставлялись более надежные. Однако при возросшем объеме некачественных кредитов выполнить такие операции продавцы оказались не в состоянии.

Секьюритизация даже стала тормозом для работы на финансовых рынках. Представление о ней как о средстве дезинтермедиации, в частности, в отношении банков оказалось ложным. Вместо одного посредника появилось сразу несколько. Так, при секьюритизации ипотечных кредитов кредитор вытесняется брокером, инициатором кредита, получателем платежей, инвестором и менеджером по кредиту, не говоря о рейтинговых агентствах и страховщиках ипотечных облигаций.

Исследование финансовых рынков должно дать ответ на принципиальный вопрос о том, насколько положительным и до какой степени отрицательным может быть их воздействие на состояние мировой экономики. При этом исходить следует все же из того, что данное влияние в большей степени положительное. Иначе зачем тогда они были бы нужны?

Глава 1

ФИНАНСЫ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

В экономике под *финансовым рынком* понимается механизм, обеспечивающий торговлю ценными бумагами (в частности, акциями и облигациями), товарами (например, драгоценными металлами или сельскохозяйственной продукцией), а также другими взаимозаменяемыми активами.

В последние годы качественное и количественное развитие финансовых рынков было беспрецедентным. В целом они находятся в состоянии постоянной инновации в целях улучшения ликвидности.

Финансовые рынки призваны способствовать привлечению капитала, управлению рисками и международной торговле.

Финансовые рынки как термин определить непросто. Часто эта задача вызывает путаницу и замешательство.

Финансовые рынки можно считать организациями, способствующими торговле финансовыми продуктами (например, фондовые биржи). Кроме того, под финансовыми рынками понимается место или способ взаимодействия продавцов и покупателей при торговле финансовыми продуктами (например, биржа, непосредственный контакт и т.д.).

В академических кругах при изучении финансов подходят оба определения. При изучении экономики — скорее подойдет второе.

Финансовые рынки могут быть внутренними и международными.

Финансовые рынки включают:

- рынки капиталов, охватывающие рынки акций и рынки облигаций;
- товарные биржи — организации с правами юридического лица, формирующие оптовый рынок путем регулирования биржевой торговли; осуществляющие операции по купле-продаже массовых однородных товаров с определенными параметрами или по образцам; характеризующиеся регулярностью торговли, приуроченностью к строго определенному месту, унификацией основных требований к качеству товара, к условиям и срокам поставки;
- денежные рынки;
- кредитные рынки;
- валютные рынки;
- страховые рынки;

• рынки производных финансовых инструментов (сюда входят рынки фьючерсных и форвардных контрактов).

По данным Банка международных расчетов, мировой рынок производных финансовых инструментов увеличился примерно с 20 трлн долл. в начале 1990-х гг. до 300 трлн долл. в настоящее время.

1. Определение капитала

Под *капиталом* понимаются денежные средства или товары, способные приносить доход либо путем их инвестирования в какой-либо бизнес либо в объекты, приносящие доход.

Также капиталом могут называть собственную стоимость бизнеса, т.е. насколько его активы превышают пассивы, и, наконец, деньги, собственность и другие ценности, вместе составляющие богатство индивидуума или бизнеса.

Чаще всего под капиталом понимаются финансы, привлеченные для развития бизнеса. Капитал означает инвестиции в товары, которые способны производить другие товары в будущем. Капиталом могут также считаться машины и оборудование, дороги, школы, офисные помещения, необходимые для работы в целях производства других товаров и услуг.

В классической экономической науке капитал — это одна из составляющих трех факторов производства. Другие составляющие — земля и рабочая сила. Капитал имеет следующие черты и характеристики:

• он может быть использован для производства других товаров. Это и делает его фактором производства;

• он должен быть создан. Этим он отличается, например, от земельных и природных ресурсов. Кроме того, капитал не связан с действием таких факторов, как географическое положение и запасы сырья;

• он не используется непосредственно в процессе производства как сырье или промежуточные товары. Исключением в данном случае выступает скидка на амортизацию (накопленная амортизация основного капитала, которая вычитается при определении налогооблагаемой прибыли), по аналогии с промежуточными товарами рассматриваемая как текущие, операционные расходы.

Указанные классификационные различия с небольшими изменениями сохранились и в неоклассической науке. Вместе с тем появились и новые представления. Капитал стал рассматриваться и как свое-

образный запас ресурсов. Таким образом, его можно оценивать по состоянию на определенную дату. Движение капитала за определенный период времени понимается как инвестиции, способствующие приращению накопленных ресурсов.

Первоначально в качестве иллюстрации капитал часто представлялся в виде физических предметов, например, используемых в производстве оборудования, зданий, транспорта. С 1960-х гг. произошло расширение этих представлений. Так, инвестиции в развитие навыков и образование стали рассматриваться как строительство человеческого капитала, или капитала знаний. Инвестиции в интеллектуальную собственность признаны в качестве развития интеллектуального капитала. Теория развития человека описывает человеческий капитал как единое целое, составленное из социальных, имитирующих и созидательных элементов:

• социальный капитал — выстроенная структура доверительных отношений между индивидуумами в экономике;

• индивидуальный капитал, присущий человеку, защищенный обществом, за деньги предлагаемый в виде труда на рынке. Концептуально близки к данному определению такие представления, как талант, изобретательность, лидерство, квалификация, мастерство, которые не могут быть воспроизведены путем комбинации любого из названных качеств. В традиционном экономическом анализе индивидуальный капитал чаще называют *рабочей силой*.

Встречаются также следующие классификации капитала:

• финансовый капитал, представляющий собой обязательства разной степени ликвидности, находящиеся в распоряжении юридических лиц. В форме различных активов торгуется на финансовых рынках. Рыночная цена активов основана не на исторически накопленном размере инвестированных в них средств, а на восприятии рынком возможной их доходности и связанным с ними риском;

• природный капитал, обусловленный состоянием окружающей среды, охраняемый людьми для поддержания жизни;

• инфраструктурный капитал — антропогенная система поддержки жизнедеятельности (например, дороги), необходимая для минимизации усилий общества и расходования экологических факторов. Его большая часть является продукцией обрабатывающей промышленности, поэтому может быть названа произведенным капиталом. Вместе с тем в ряде случаев инфраструктура — это производная взаимодействия с природным капиталом. Происхождение капитала в данном случае имеет несущественное значение, поскольку большая часть природного капитала обладает возобновляемым характером, в то время как инфра-

структурный капитал должен быть создан в результате строительства и сооружения объектов.

2. Финансы

Финансы — это сфера экономики, где исследуются и используются пути и каналы, по которым физические лица, компании и организации привлекают, размещают и используют денежные ресурсы в разные периоды времени, принимая во внимание соответствующие присущие их проектам риски. Термин «финансы» может подразумевать следующее:

- исследование денег и других активов;
- управление данными активами и контроль над ними;
- профилирование и управление проектными рисками;
- финансирование, т.е. обеспечение бизнеса ресурсами.

Деятельность в финансовой сфере представляет собой применение набора технических приемов, которые физические и юридические лица используют для управления финансовыми делами (в частности, разница между доходом и расходом, а также рисками инвестирования).

Субъект экономических отношений, чей доход превышает его расходы, может предоставлять в заем или инвестировать излишки собственного дохода. С другой стороны, экономический субъект с доходами меньше расходов может привлекать капитал путем займа или продажи акционерных требований для снижения своих расходов или увеличения доходов. Кредитор может найти заемщика, финансового посредника (например, банк), а также купить ноту (краткосрочную или среднесрочную долговую ценную бумагу, выпущенную компанией или государственным органом) или облигацию на облигационном рынке. Кредитор получает процент, заемщик выплачивает более высокий процент, чем тот, который получает кредитор. Эта разница и составляет заработок финансового посредника.

Банк агрегирует, объединяет в едином центре деятельность многих заемщиков и кредиторов. Он принимает депозиты кредиторов, по которым выплачивает проценты. Указанные депозиты банк предоставляет на условиях кредита заемщикам. Банки создают условия, позволяющие заемщикам и кредиторам с различным потенциалом координировать свою деятельность. Таким образом, банки выступают компенсаторами денежных потоков в пространстве, поскольку именно они дают возможность кредиторам и заемщикам встретиться, и во времени, так как каждый заемщик в конечном итоге должен будет вернуть долг.

TDIU kutubxonasi

Специфическим примером корпоративных финансов является продажа компанией собственных акций институциональным инвесторам, например, инвестиционному банку, который, в свою очередь, продает их всем желающим. Акции независимо от того, кому они принадлежат, предоставляют долю в собственности данной компании. Так, если вы купили, например, одну акцию компании *XYZ inc.*, а всего существует 100 акций этой фирмы, вы — 1%-ный ее собственник. Иначе говоря, вы владеете 1% всего, что представлено в активной стороне баланса. Понятно, что в обмен на акции компания получает наличные деньги, которые использует для расширения бизнеса в процессе так называемого акционерного финансирования. Акционерное финансирование вместе с продажей облигаций или другого вида долгового или заемного финансирования называется *структурой капитала данной компании.*

Финансы могут быть *финансами физических лиц* — персональные финансы, *правительств* — государственные финансы или государственный бюджет и *бизнеса* — корпоративные финансы, а также широкого набора организаций, включая школы и бесприбыльные образования. В общем, цель каждого из указанных видов деятельности достигается на основе использования соответствующих финансовых инструментов с учетом статуса данного общественного института.

Ключевые вопросы персональных финансов касаются главным образом следующего:

1. Сколько денег нужно будет физическому лицу (или семье) в различные промежутки времени в будущем?
2. Откуда появятся эти деньги (например, сбережения или займы)?
3. Каким образом люди будут в состоянии защитить себя от непредвиденных обстоятельств в своей жизни, а также рисков на финансовых рынках?
4. Каким образом активы семьи могут перемещаться среди представителей разных поколений (завещание движимого и недвижимого имущества)?
5. Как налоги (субсидии в форме налоговых льгот или штрафы) влияют на процесс принятия решений в области персональных финансов?

Персональные финансовые решения могут распространяться на оплату обучения, финансирование покупки товаров длительного пользования (таких как недвижимость, машины), приобретение услуг по страхованию (например, здоровья, имущественному страхованию), инвестирование и сбережения для выхода на пенсию.

В компании задача административных или корпоративных финансов — обеспечение ресурсами корпоративной деятельности. Обычно

это предполагает балансировку риска и прибыльности. Долгосрочные ресурсы обеспечиваются за счет собственного капитала и долгосрочных кредитных ресурсов, часто в форме выпуска облигаций. В зависимости от принимаемых в этой области решений и формируется структура капитала компании. Краткосрочные ресурсы или рабочий капитал чаще всего предоставляется банками, открывающими кредитные линии.

На рынке облигаций заемщики оформляют собственные долги в виде облигаций. Заемщик получает заемные средства путем продажи облигации, содержащей обязательство выплаты стоимости облигации с процентами. Покупатель облигации может ее перепродать, поэтому фактический получатель процентных платежей со временем может меняться. Облигации дают возможность кредиторам возмещать стоимость займов в виде простой продажи облигации.

Еще один вариант решения проблем в области финансов для представителей бизнеса — инвестиции или управление ресурсами. *Инвестиции* являются приобретением активов в надежде на сохранение или увеличение их стоимости. В инвестиционном менеджменте, например при выборе инвестиционного портфеля, необходимо решить, что, сколько и когда инвестировать. В этой деятельности необходимо определить:

- соответствующие цели и ограничения (юридические или физические лица, цели, временные рамки, готовность к риску, налоговые соображения);
- соответствующую стратегию (активную или пассивную, стратегию хеджирования);
- эффективность портфеля.

Финансовый менеджмент является дубликатом финансовой функции в бухгалтерской профессии. Вместе с тем бухгалтерский учет связан с подготовкой исторической финансовой отчетности, в то время как финансовые решения направлены на обеспечение будущего компании.

Государственные финансы — это финансы страны, штата, графства, города или муниципалитета. Они связаны с:

- определением необходимых расходов единицы государственного сектора;
- источниками доходов данной единицы;
- процессом бюджетирования;
- выпуском долговых ценных бумаг (муниципальных облигаций) для финансирования проектов общественных работ.

Финансовая экономика — это отрасль экономической науки, исследующая взаимосвязь между финансовыми переменными (например, це-

нами, процентными ставками, акционерным капиталом) и соответствующими показателями развития реальной экономики. Финансовая экономика в противоположность чистым финансам концентрируется на влиянии реальных экономических переменных на финансовые.

Данное направление экономики предполагает:

1) оценочную деятельность — определение справедливой стоимости любого актива;

• насколько рискован данный актив (определение соответствующего дисконта по данному активу);

• какие денежные потоки он вызовет (дисконтирование соответствующих денежных потоков);

• в какой степени рыночная цена соотносится с аналогичными активами (относительная оценка);

• находятся ли денежные потоки в зависимости от каких-либо других активов или событий (деривативов, оценка возможного будущего требования);

2) исследование финансовых рынков и инструментов:

• товарных рынков;

• рынков акций;

• облигаций;

• инструментов денежного рынка;

• деривативов;

3) финансовые институты и регулирование.

В целом в сфере финансов главными функциями финансовых рынков являются:

• привлечение капитала (на рынках капитала);

• перевод риска (на рынке деривативов);

• международная торговля (на валютном рынке).

Финансовые рынки используются для сведения вместе всех, кто заинтересован в получении капитала (заемщиков) и им располагает (кредиторов).

Типичным выглядит предоставление заемщиком расписки кредитору с обещанием возвратить капитал. Такими расписками являются ценные бумаги, которые можно свободно продавать и покупать на рынке. В ответ на предоставление денег заемщику кредитор ожидает определенную компенсацию в виде процентов или дивидендов.

Термин «финансовые рынки» может стать причиной значительных разногласий.

Финансовые рынки могут обозначать:

• организации и учреждения, способствующие торговле финансовыми продуктами. Так, фондовые биржи обеспечивают торговлю акциями, облигациями и варрантами;

• контакт продавцов и покупателей для торговли финансовыми продуктами. Например, акции торгуются между продавцами и покупателями разными путями: на биржах, непосредственно между покупателями и продавцами и т.д.

В академических учреждениях студенты, изучающие финансы, в равной степени используют оба указанных значения, но изучающие экономику вообще будут пользоваться только вторым значением.

Финансовые рынки могут быть национальными и международными.

Финансовые рынки классифицируются по различным типам:

1) рынки капиталов, включающие:

• рынки акций, обеспечивающие финансирование проектов компании путем выпуска обыкновенных акций, а также дающие возможность торговли ими;

• рынки облигаций, обеспечивающие финансирование проектов компании путем выпуска облигаций, а также дающие возможность торговли ими;

2) товарные рынки, обеспечивающие торговлю товарами;

3) денежные рынки, обеспечивающие краткосрочное заемное финансирование и инвестиции;

4) рынки деривативов, обеспечивающие инструменты управления финансовыми рисками:

• фьючерсные рынки, обеспечивающие стандартизированные форвардные контракты для товарной торговли на дату в будущем;

5) страховые рынки, обеспечивающие перераспределение различных рисков;

6) валютные рынки, обеспечивающие торговлю иностранной валютой.

Рынок капиталов является рынком ценных бумаг, на котором компании и правительства могут привлечь долгосрочные ресурсы. Рынок капиталов состоит из рынка акций и облигаций. Порядок на рынке поддерживают финансовые регуляторы, такие как независимое федеральное ведомство, осуществляющее контроль над финансовой отчетностью корпораций и регулирование их деятельности на рынке ценных бумаг *U.S. Securities and Exchange Commission* — Комиссия по ценным бумагам и биржам в США (требует предоставления полной финансовой информации в целях защиты интересов инвесторов, в своей деятельности следует решениям профессиональных бухгалтерских и аудиторских организаций, в основном Совета по стандартам финансового учета, Комитета по процедурам бухгалтерского учета и Совета по стандартам аудита; создана в 1934 г.) и *Financial Services Authority (FSA)* — Управление по финансовым услугам в Великобритании (организация, созданная в 1997 г. на базе Управления по

ценным бумагам и инвестициям, когда было решено совместить в единой организации функции по надзору за рынком инвестиционных услуг и функции по надзору за банковской деятельностью; в 2001 г. организация приняла на себя функции Управления по личным инвестициям, Организации по регулированию управления инвестициями, Совета по ценным бумагам и фьючерсам и ряда других учреждений).

Рынки капиталов включают первичные и вторичные рынки. Новые (впервые выпущенные) ценные бумаги покупаются и продаются на первичных рынках. Вторичные рынки дают возможность инвесторам имеющиеся у них ценные бумаги продавать или выпущенные ранее покупать.

Рынок капиталов отличается от других финансовых рынков, например денежного рынка, специализированного на краткосрочных активах, и рынка производных финансовых инструментов, предлагающего контракты на деривативы.

Для понимания финансовых рынков необходимо разобраться, для чего они используются, т.е. в чем их цель?

Без финансовых рынков заемщики столкнулись бы с трудностями при самостоятельном поиске кредиторов. Посредники в виде банков в этом процессе им помогают. Банки принимают депозиты от тех, кому необходимо сбережение денег. Затем они в состоянии предоставлять деньги в кредит, используя собранный ими фонд депонированных средств, тем, кто в них нуждается. Обычно банки предоставляют деньги в кредит в форме займов и ипотечного кредита.

Более сложные по сравнению с простым банковским депозитом сделки требуют рынков, на которых кредиторы и их агенты могли бы встретиться с заемщиками и их агентами, а также можно было бы продавать имеющиеся заемные и кредитные обязательства другим сторонам. Хорошим примером финансового рынка является фондовая биржа. Компания может привлечь средства, продавая акции инвесторам, и имеющиеся у них акции могут быть проданы или куплены.

Таблица 1.1 иллюстрирует финансовые рынки, которые подходят для взаимодействия кредиторов и заемщиков.

Обычно многие люди не представляют себя кредиторами, но при этом часто кредитуют других лиц. Кредитная деятельность может быть в виде:

- вложения средств на сберегательный счет в банке;
- участия в программе пенсионного обеспечения;
- выплаты премий страховой компании;
- инвестирования в государственные облигации;
- вложения в акции какой-нибудь компании.

Таблица 1.1

Взаимодействие кредиторов и заемщиков

Кредиторы	Финансовые посредники	Финансовые рынки	Заемщики
Физические и юридические лица	Банки Страховые компании Пенсионные фонды Совместные фонды	Межбанковский Фондовая биржа Денежный рынок Рынок облигаций валютный	Физические и юридические лица Правительство Муниципалитеты Государственные корпорации

Компании преимущественно являются заемщиками капитала. Когда компании имеют излишки наличных в течение короткого периода, они могут стремиться к заработку на этих излишках, предоставляя их в кредит на краткосрочных рынках, называемых *денежными рынками*.

Целый ряд компаний может иметь мощные денежные потоки. Указанные компании стремятся стать скорее кредиторами, а не заемщиками. Такие фирмы могут принять решение вернуть деньги кредиторам, например путем обратного выкупа акций. Они также могут стремиться заработать на своей наличности путем предоставления ее в кредит, например инвестируя в облигации и акции.

Физические лица заимствуют средства на короткий срок с помощью банковских займов, а на длительный срок — с помощью ипотечных кредитов, предоставляемых для финансирования покупки жилья.

Компании заимствуют средства на разные сроки для поддержания денежных потоков. Они также прибегают к заимствованиям для финансирования модернизации или предстоящего расширения бизнеса в будущем.

Правительства очень часто обнаруживают, что их потребности в расходах превосходят доходы от сбора налогов. Для балансирования этой разницы им необходимо прибегать к заимствованиям. Правительства заимствуют также по поручению национализированных отраслей, муниципалитетов, местных властей и других государственных отраслевых организаций. В Великобритании, в частности, общие потребности в заимствованиях часто называют *потребностью в заимствованиях государственного сектора*.

Правительства прибегают к заимствованиям на основе выпуска облигаций. В Великобритании правительство заимствует у граждан, привлекая их средства на банковские счета и распространяя сберегательные выигрышные облигации. В целом государственный долг выглядит как величина постоянная. На самом деле этот долг, по-видимому, растет, а

не погашается. Одним из стратегических направлений снижения стоимости государственного долга правительства рассматривают *инфляцию*.

Муниципалитеты и местные власти могут прибегать к заимствованиям самостоятельно, не ограничиваясь получением средств от национальных правительств. В той же Великобритании подобные заимствования есть, например, у Совета графства Хэмпшир.

Государственные корпорации обычно присутствуют в национализированных отраслях. Они могут включать почтовую службу, железнодорожные компании и компании газо-, электро- и теплоснабжения.

Многие заемщики испытывают трудности при привлечении средств на местном уровне. Поэтому у них возникает потребность привлечения средств на международном уровне через механизм валютного рынка.

В 80-е и 90-е гг. прошлого века самым быстрорастущим сектором финансового рынка стала торговля так называемыми производными продуктами, или, говоря короче, деривативами.

На финансовых рынках цены на акции и облигации, курсы валют, процентные ставки и дивиденды идут то вниз, то вверх, создавая для участников рынка риски. *Деривативы* — это финансовые продукты, используемые для контроля над риском или, как это ни парадоксально, для извлечения прибыли на основе использования риска.

Участниками валютного рынка, как правило, должны являться экспортеры и импортеры. Это было справедливо в далеком прошлом, когда именно эти категории создавали спрос на валютных рынках. Сегодня на их долю, по данным Банка международных расчетов, приходится только $^1/_{32}$ валютных операций.

Сегодня тон на валютном рынке задают:

- банки;
- спекулянты;
- государство (например, военные базы за границей);
- импортеры и экспортеры;
- туристы.

В восприятии обычных людей, т.е. неспециалистов, финансовые рынки если и оставляют какой-то след, то, как правило, отрицательный. Обычное представление о финансовых рынках у тех, кто далек от этого, ассоциируется с каким-то местом или сферой, кишащим ворами, жуликами и мошенниками. Такие супераферы, как скандал с компанией «Энрон», только углубляют негативное впечатление.

Скандал с банком *Barings* представляет классический пример некомпетентности, замешанной на жадности, что и привело к печальным последствиям. Еще одна симптоматичная история связана с так называемой черной средой (16 сентября 1992 г.), когда фунт стерлингов пал из-за действий спекулятивных хеджевых фондов. В результате возникшие неуря-

дицы имели для Великобритании значительные (правда, краткосрочные) экономические потери, но якобы положительное воздействие на экономику страны в долгосрочном плане. Джордж Сорос заработал на этом кризисе 1 млрд долл., а суммарные потери страны оценивались в 3,3 млрд фунтов стерлингов. С другой стороны, в будущем под влиянием «черной среды» (правда, в этом случае ее уже называли «белой») процентные ставки достигли естественных уровней, а правительство смогло принять институциональные изменения, укрепившие впоследствии экономику. Часто также говорят о «пузыре» фондового рынка, в частности, о росте цен до головокружительных высот на так называемом ненормально преувеличенном бычьем рынке.

Иначе говоря, «пузырь» фондового рынка является свидетельством чрезмерного роста цен на финансовые активы, не подкрепленного движением товарно-материальных ценностей. Сопровождается волной общественного энтузиазма, переходящего в стадное поведение, что приводит к гипертрофированному росту бычьего рынка. В такие моменты цены на бирже буквально взлетают, акции становятся существенно переоцененными по сравнению с их оценкой традиционными методами. Ну и обычно «мыльный пузырь» фондового рынка завершается его крахом.

Иногда подобный «пузырь» возникает из-за интенсивных и чрезмерных спекуляций с акциями компаний, предлагающих новые технологии и услуги. Яркий пример тому — бум на рынке акций интернет-компаний в конце 1990-х гг. Другой аналогичный пример связан с биотехнологиями в 1980-х гг. Примеры «пузыря» фондового рынка охватывают японские акции в конце 1980-х гг., акции голубых фишек (*Nifty Fifty*) в начале 1970-х гг. и Тайваньские акции в 1987 г.

Следует отметить, что это далеко не новое явление: можно вспомнить историю с тюльпаноманией в Нидерландах в XVII в. В 1636—1637 гг. спрос на луковицы тюльпанов достиг беспрецедентного уровня. Культивирование тюльпанов в Южных Провинциях (теперь Нидерланды), как полагают, было начато в 1593 г. Цветок быстро стал предметом вожделенной роскоши и символом статуса его владельцев. Специальные сорта получали экзотические имена и даже назывались именами известных голландских адмиралов. В 1623 г. одна луковица пользующегося спросом сорта тюльпанов могла стоить примерно одну тысячу флоринов (иное наименование гульдена; национальная валюта Нидерландов), в то время как среднегодовой доход составлял 150 флоринов. Тюльпаны также обменивались на землю, скот и дома. Хороший трейдер мог зарабатывать примерно 60 тыс. флоринов в месяц. В 1635 г. была зарегистрирована продажа 40 луковиц за 100 тыс. флоринов (для сравнения: одна тонна масла стоила примерно 100 флоринов).

В 1636 г. тюльпаны торговались на фондовых биржах во многих городах страны. В этой торговле принимали участие многочисленные слои общества. Некоторые граждане закладывали собственное имущество, для того чтобы заняться спекуляциями на рынке тюльпанов. Иногда трейдеры продавали луковицы, которые были только что высажены, или их еще только собирались посадить. По сути, это были фьючерсные контракты на тюльпаны. Указанное явление получило наименование *windhandel,* или торговля ветром, происходившая в тавернах мелких городов по тайной (раскритикованной позже) системе по цене покупателя. Еще в 1610 г. такая торговля была запрещена законом, но это остановить ее не смогло. В феврале 1637 г. трейдеры не смогли больше поддерживать дутые цены, и «пузырь» лопнул со всеми вытекающими последствиями. Менее катастрофические версии тюльпаномании были отмечены и в других странах Европы. В Великобритании, например, в 1800 г. за одну луковицу платили 15 гиней. На эти деньги можно было содержать семью в течение шести месяцев.

Как уже отмечалось, «пузырь» фондового рынка создает условия и предпосылки для будущего его краха. Продолжая примеры подобного развития, можно назвать спад фондового рынка 2002 г. в США, Азии и Европе.

Безусловно, его можно было рассматривать как наступление медвежьего рынка, способствовавшего формированию необычно высокого уровня цен на акции. На самом же деле оказались банкротами интернет-компании *Webvan, Exodus Communications* и *Pets.com*. Другие (*Amazon.com, eBay и Yahoo!*) значительно потеряли в стоимости, но в целом сохранили бизнес и имеют вполне благоприятные перспективы на будущее.

Еще одним фактором спада стали скандалы с бухгалтерской отчетностью у компаний *Enron, Arthur Andersen, Adelphia* и *WorldCom*. В результате многие крупные корпорации вынуждены были пересмотреть данные о своих доходах или потерях, а доверие к ним со стороны инвесторов упало. События 11 сентября 2001 г. также в значительной степени способствовали краху фондового рынка, так как у инвесторов возникла неуверенность по поводу перспектив влияния терроризма на американскую экономику.

Причинами «пузырей» фондового рынка, по всей видимости, являются эмоциональные познавательные наклонности человека. Ими, в частности, занимается такая область науки, как поведенческие финансы. Но часто при возникновении феномена ученые мужи пытаются найти ему обоснование, главным образом, для того чтобы успокоить толпу. Именно так иногда люди склонны к абстрагированию от беспокойства по поводу переоцененных рынков, прикрываясь рассуждениями о новой экономике, в которой традиционные правила оценки якобы больше не действуют. Такой тип мышления способствует рас-

пространению явления «пузыря», в силу чего все инвестируют с намерением найти еще большего дурака.

Финансовые рынки — это всего лишь инструмент. Как и все остальные инструменты, их можно использовать во благо, и наоборот. В целом финансовые рынки привлекают честных людей.

Конечно, финансовые рынки не могут обойтись без собственного (профессионального) сленга. Вот некоторые примеры:

• *Big swinging dick* — по-русски при дословном переводе выглядит не очень прилично, но на профессиональном жаргоне так обозначается высококвалифицированный успешный финансовый трейдер;

• *Geek, Nerd, Quant* (фанат, зануда, идиот) — количественный аналитик, специализирующийся на черной магии на уровне доктора наук и выше с помощью математических и статистических методов;

• *Rocket scientist* (выдающийся ученый) — финансовый консультант заоблачной квалификации по математике и компьютерному программированию. Такие консультанты создают новые деривативы пугающей сложности и строят изощренные модели ценообразования. Они обычно управляют самой современной и прогрессивной компьютерной техникой, используемой на финансовых рынках с начала 1980-х гг. По образованию — физики и инженеры. Как видно, далеко не всегда ученые-ракетчики зарабатывают на жизнь созданием ракет.

Деривати́в — финансовый контракт, результат, от исполнения которого в течение определенного периода времени зависит эффективность операций с активами, изменение процентных ставок, валютных курсов или индексов. Указанный результат может определяться одновременно как суммой платежа, так и сроками платежа. Платежи могут быть как наличными, так и поставкой лежащего в основе деривата актива. Индексы могут быть самыми разнообразными, начиная с индексов фондового рынка и потребительских цен и кончая индексом погодных условий.

Есть и другие представления о производных финансовых инструментах — деривативах. Согласно нормам МСФО под *деривативом* понимается финансовый инструмент:

• стоимость которого меняется в результате изменения процентной ставки, цены товара или ценной бумаги, обменного курса, индекса цен или ставок, кредитного рейтинга или кредитного индекса, другой переменной (иногда называемой «базисной»);

• для приобретения которого необходимы небольшие первоначальные инвестиции по сравнению с другими инструментами, цены на которые аналогичным образом реагируют на изменения рыночной конъюнктуры;

• расчеты по которому осуществляются в будущем.

Подходы к определению производного финансового инструмента весьма разнообразны. Согласно этим определениям признак срочности является необязательным, достаточно лишь того, что данный инструмент основан на другом финансовом инструменте. В соответствии с другим подходом производным может считаться только инструмент, по которому предполагается получение дохода за счет разницы цен и не предполагается использование данного инструмента для поставки товара или иного базового актива.

Большинство производных финансовых инструментов в соответствии с российским законодательством не признается ценной бумагой (исключение составляет опцион эмитента). Однако встречается такой термин, как «производная ценная бумага». Под это понятие подпадают инструменты, основанные на ценных бумагах (форвардный контракт на облигацию, опцион на акцию, депозитарная расписка).

Производные финансовые инструменты обладают следующими признаками:

• основываются на других финансовых инструментах: валютах, ценных бумагах. Встречаются производные инструменты на другие деривативы, например опцион на фьючерсный контракт;

• как правило, используются не в целях купли-продажи базового актива, а в целях получения дохода от разницы в ценах;

• создаются на основе высокоразвитой экономической теории в полном соответствии с запросами ведущих игроков рынка;

• рынок производных инструментов напрямую связан с рынком ценных бумаг. Эти рынки строятся по одинаковым принципам, ценообразование на них происходит по одним законам и, как правило, на них торгуют одни и те же участники.

Рынки деривативов — это финансовые рынки для производных инструментов. Рынок состоит из двух секторов: биржевых и внебиржевых производных финансовых инструментов. Правовая основа этих продуктов различна, так же как и методы торговли ими, хотя многие участники рынка действуют в обоих секторах.

Фьючерсные биржи, такие как *Euronext.liffe* и *Chicago Mercantile Exchange*, торгуют стандартизированными контрактами на производные финансовые инструменты. Это опционные и фьючерсные контракты на широкий ряд базисных продуктов. Члены биржи имеют позиции в таких контрактах с биржей, действующей как центральная встречная сторона. Когда у одной из сторон возникает длинная позиция при покупке фьючерсного контракта, у другой стороны — короткая. При внедрении нового контракта общая позиция в контракте равна нулю. Поэтому сумма всех длинных позиций должна равняться сумме всех коротких. Другими словами, происходит перенос риска от одной стороны к другой. По данным Банка международных расчетов

на конец июня 2004 г., номинальная стоимость всех открытых позиций составляла 53 трлн долл.

Нестандартные производные финансовые инструменты, которые не торгуются на фьючерсных биржах, продаются и покупаются на внебиржевых рынках. Операции осуществляются трейдерами инвестиционных банков, а также клиентами — хеджевыми фондами, коммерческими банками, спонсируемыми государством предприятиями и др. По данным Банка международных расчетов на конец июня 2004 г., номинальная стоимость всех открытых позиций составляла 220 трлн долл.

Внебиржевые деривативы представляют собой контракты, которые торгуются непосредственно между двумя сторонами, не попадая на биржу. Именно так происходит, например, со свопами, соглашениями о форвардной (процентной) ставке и экзотическими опционами (внебиржевые опционы, отличающиеся от опционов «колл» и «пут», считающихся классическими, представляющие собой реализацию нестандартной торговой стратегии; примерами экзотических опционов могут служить барьерный опцион, катастрофный опцион).

Рынок внебиржевых производных финансовых инструментов, как уже отмечалось, огромен. По данным Банка международных расчетов на конец декабря 2004 г., объем находящихся в обращении таких инструментов по номинальной стоимости достигал 248 трлн долл.[1]

Денежные потоки, платежи между сторонами могут определяться:

- ценой какого-либо другого, независимо торгуемого актива в будущем, например обыкновенной (простой) акции. Это ценная бумага, подтверждающая участие в капитале компании и дающая право на часть капитала компании и ее прибыли после распределения среди владельцев облигаций и привилегированных акций, а также на участие в руководстве деятельностью компании через голосование на собраниях акционеров. В законодательстве США существует тенденция не делить акции на простые и привилегированные, а классифицировать их на классы, в рамках которых акционерам предоставляются те или иные права);
- уровнем какого-либо определяемого независимо индекса, например индекса фондового рынка или индекса отопления — градусов — суток;
- наступлением каких-либо четко обусловленных событий (например, отказ компании от уплаты долга);
- процентной ставкой;
- валютным курсом;
- каким-либо другим фактором.

---

[1] BIS survey: The Bank for International Settlements, in their semi-annual OTC derivatives market activity report from May 2005 that, at the end of December 2004, the total notional amounts outstanding of OTC derivatives was $248 trillion with a gross market value of $9.1 trillion. See also OTC derivatives markets activity in the second half of 2004.

Некоторые деривативы представляют собой право на покупку или продажу базового (базисного) актива (ценной бумаги, товара, срочного контракта или другого актива, на покупку или продажу которого выписан опцион, фьючерс или форвард) в определенный срок в будущем по заранее определенной цене. Если цена ценной бумаги или товара, лежащая в основе производного финансового инструмента, движется в благоприятном направлении, владелец деривата зарабатывает; в противном случае он несет потери или дериватив обесценивается. В зависимости от условий контракта потенциальные прибыль или убыток по деривативу могут быть существенно выше, чем при непосредственной торговле базисной ценной бумагой или товаром.

Примеры распространенных деривативов приведены в табл. 1.2.

Таблица 1.2

Виды распространенных деривативов

Базисный актив	Тип инструмента				
	Фьючерсы, торгуемые на бирже	Опционы, торгуемые на бирже	Внебиржевые свопы	Внебиржевые форварды	Внебиржевые опционы
Денежный рынок	Евродолларовые фьючерсы Фьючерсы *Euribor*	Опционы на евродолларовые фьючерсы Опционы на фьючерсы *Euribor*	Свопы на процентные ставки	Соглашения о форвардной ставке	Процентные ставки Кэпы
Облигации	Фьючерсы на облигации	Опционы на облигационные фьючерсы	Нет	Договор об обратной покупке, репо	Опционы на облигации
Акции	Фьючерсы на акции	Опционы на акции	Фондовый (индексный) своп, своп акций	Договор об обратной покупке, репо	Опцион на акции Варранты Турбоварранты
Курс иностранной валюты	Валютные фьючерсы	Опционы на валютные фьючерсы	Валютный своп	Валютный форвард	Валютный опцион
Кредиты	Нет	Нет	Своп на дефолт по кредиту	Нет	Опцион на дефолт по кредиту

Euribor — европейская межбанковская ставка предложения (*European Interbank Offered Rate, EURIBOR*) — средневзвешенная процентная ставка по межбанковским кредитам, предоставляемым в евро. Определяется при поддержке Европейской банковской федерации, представляющей интересы кредитных учреждений в странах — членах Евросоюза, а также Исландии, Норвегии, Швейцарии и Ассоциации финансовых рынков. Расчет и публикация ставки выполняется компанией *Reuters* ежедневно в 11:00 по центральноевропейскому времени на основании данных нескольких десятков банков с первоклассным рейтингом. Перечень котируемых банков регулярно пересматривается на соответствие высоким рейтинговым требованиям. Подсчет ставки идет для различных сроков — от одной недели до 12 месяцев.

Примеры менее распространенных деривативов:

- экономические деривативы, оплата по которым наступает в соответствии с экономическими докладами национальных статистических ведомств;
- энергетические деривативы, предполагающие платеж в соответствии с набором индексов цен на энергоносители. Обычно классифицируются на физические или финансовые. При этом физические означают, что контракт предполагает фактическую поставку энергоносителей — нефти, газа и т.д.;
- фрахтовые деривативы;
- страховые деривативы;
- погодные деривативы.

Как и в отношении всех финансовых инструментов, вопросы оценки деривативов представляются весьма важными. Справедливая оценка производных финансовых инструментов — центральная задача финансовой математики. Справедливая (подчеркивая отсутствие в данном случае арбитража) означает, что при торговле любыми активами не может быть прибыли без риска. Ключевым уравнением является формула Блэка — Шоулза (*Black — Scholes formula*), давшая возможность воспроизводить опционы на акции, реализуя стратегию непрерывной покупки-продажи обыкновенных акций. Важным при оценке деривативов является также установление индикатора стоимости базисной ценной бумаги, позволяющего определить наличие спекулятивных сделок по ней. По сути, это случайный (стохастический) процесс.

Как уже отмечалось, одно из направлений использования производных финансовых инструментов предполагает обращение с ними как с инструментами перераспределения риска. Так, фермеры могут продать фьючерсные контракты на урожай спекулянтам до его сбора.

Фермер освобождается от риска роста или падения цен, в то время как спекулянт принимает этот риск на себя с возможностью значительного вознаграждения. Фермер будет четко знать доход, который он получит за будущий урожай, а спекулянт получит прибыль, если цена вырастет, но в то же время рискует понести потери, если цена упадет.

Потери на рынке производных финансовых инструментов в результате хеджирования урожая фермеров вряд ли радуют. Но даже в таком случае они получают реальную рыночную прибыль от продажи собственного урожая. Вопреки общераспространенным представлениям финансовые рынки далеко не всегда представляют собой игру с нулевой суммой. В приведенном примере отражена ситуация, когда обе стороны в результате сделки на финансовом рынке извлекают пользу.

Говоря о деятельности спекулянтов, можно, конечно, сказать, что они вполне могут быть самодостаточными, т.е. торговать между собой. Но они могут торговать и с хеджерами. На большинстве рынков производных финансовых инструментов доля спекулятивной торговли намного выше объемов реальных сделок по хеджированию. С другой стороны, и явные спекулянты могут быть заинтересованы в возможности арбитража при выборе различных деривативов на идентичные или близкородственные базисные активы.

Другие направления использования деривативов связаны со стремлением получить в распоряжение базисный актив в случаях, когда наличие его в непосредственной собственности обходится весьма дорого или запрещено правовыми и регулирующими ограничениями, а также для создания искусственной короткой позиции.

В дополнение к игре на направление движения, например цен, т.е. простому пари на возможное направление изменения цены базисного актива, спекулянты могут использовать деривативы для размещения (пари) закладов на волатильность базисных ценных бумаг. Обычно такая техника применяется в спекулятивных сделках с опционами.

Спекулятивные операции с производными финансовыми инструментами приобрели печальную известность в 1995 г., когда трейдер банка *Baring* Ник Лисон осуществил далекие от совершенства и плюс ко всему неразрешенные инвестиции во фьючерсные контракты на основе биржевых индексов. Сочетание таких факторов, как ошибочное решение с его стороны, отсутствие контроля со стороны руководства, наличие примитивных мер регулирования данного рынка, а также неблагоприятное стечение обстоятельств привело к тому, что Лисон причинил банку убытки на сумму 1,3 млрд долл., в результате чего финансовое учреждение с вековой историей обанкротилось.

Интерес могут представлять примеры использования деривативов бизнесом. Так, компания *General Electric* использует производные финансовые инструменты для сбалансирования активов и пассивов по суммам и срокам. Таким образом, фирма стремится уменьшить риски процентных ставок и валютные риски, зафиксировать определенный уровень материальных издержек. В целом это 100%-ное их использование для процесса планирования, а не получения прибыли и создания хеджевых фондов. Следует отметить, что 90% доходов от использования всех деривативов, получаемых продавцами этих инструментов, имели в своей основе стремление обеспечить планирование таких затрат, движение наличности, дебиторской и кредиторской задолженности.

Идею использования фьючерсных рынков регулирования событий в мире исследовало Агентство (управление) перспективных исследований МО США (*DARPA — The Defense Advanced Research Projects Agency, Defense ARPA*), выполняющее посреднические функции между этим ведомством и научно-исследовательскими организациями. Занимается координацией ведения НИОКР, в том числе по суперкомпьютерам (программа HPCC), сетям, оборонной компьютерной инициативе и другим проектам. Годовой бюджет — около 2 млрд долл. В 1973 г. оно создало сеть *ARPAnet*, которая впоследствии дала начало Интернету. Агентство рассматривало задачу формирования рынка анализа стратегий, считая, что фьючерсные рынки обычно эффективны при сборе и обработке информации. Идея не получила развития под влиянием возникших в связи с этим политических разногласий.

Несмотря на то что свидетельств массовых потерь на финансовых рынках хватает, особенно в сфере управления долгосрочным капиталом, отрицательных последствий для их развития не последовало. В своем комментарии в 2003 г. председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы Алан Гринспен отметил, что, по его мнению, использование производных финансовых инструментов смягчило последствия экономического спада в начале XXI в.

Не в состоянии устоять под натиском возможностей получения прибыли, открываемых деривативами, многие испытывают непреодолимое желание вложить в них свои сбережения. Большая часть специалистов по финансовому планированию (такой специалист консультирует своих клиентов по вопросам разных видов инвестиций и их эффективности применительно к потребностям клиентов; различают специалистов-консультантов, работающих за определенное вознаграждение, и тех, кто кроме оклада получает процент) пытаются предостеречь против этого, указывая, что инвесторы на рынки деривативов не-

сут значительные риски. Именно поэтому инвесторы, особенно мелкие, должны быть весьма осторожны. Одна из целей деривативов — страхование, т.е. перенесение риска с тех, кто не может допустить значительных потерь, на тех, кто способен справиться с потерями или хеджировать риск путем покупки какого-либо другого деривата.

Обычно деривативы оказывают позитивное воздействие на экономическую систему, давая возможность покупать и продавать риски. Вместе с тем многие экономисты обеспокоены тем, что деривативы в какой-то момент в будущем могут вызвать экономический кризис. И все же при обычных обстоятельствах, поскольку кто-то несет потери, в то время как кто-то другой получает прибыль от торговли деривативами, производные финансовые инструменты не должны отрицательно влиять на экономику.

Опасность заключается в следующем: кто-то в результате операций на данном рынке потеряет столько, что не сможет возместить убытки. В таком случае может последовать цепная реакция, логическим окончанием которой станет экономический кризис. В 2002 г. легендарный инвестор Уоррен Баффетт в одном из интервью газете *New York Times* сказал: поскольку он заработал все свои богатства без производных финансовых инструментов, то рассматривает эти инструменты как «финансовое оружие массового уничтожения». Намек на оружие массового уничтожения был тогда особенно ярким в связи с распространением этого термина.

По данным Банка международных расчетов на сентябрь 2005 г., объем находящихся в обращении деривативов по номинальной стоимости составлял 96,2 трлн долл. При этом на долю контрактов на процентную ставку приходилось 82 трлн долл., на долю валютных контрактов — 8,6 трлн долл. Общее число банков, являющихся держателями деривативов, достигало 769.

Как уже отмечалось, в мире бизнеса есть и сугубо отрицательное отношение к производным финансовым инструментам. Чего, например, стоят высказывания Баффетта. Одно из них определяет деривативы как «гору дерьма». Надо сказать, многие считают, что с появлением рынка производных финансовых инструментов преступность вышла на беспрецедентные обороты.

Критики деривативов указывают: несмотря на любые изменения рынка, эти инструменты не только не исчезают, но и продолжают увеличиваться числом и объемами. Так, в 2002 г. рынок внебиржевых деривативов составлял 72 трлн долл. Спустя буквально девять месяцев этот показатель удвоился. Следует, правда, отметить, что смертельным пределом для базисного рынка облигаций в то время назывался уро-

вень рынка деривативов в 200 трлн долл. Как мы уже знаем сегодня, этот уровень давно пройден, и крах рынка облигаций не наступил. Теперь предельной считается отметка 300 трлн долл., по достижении которой может наступить полный хаос и паника.

С другой стороны, деривативы, по мнению их критиков, способствуют созданию условий для отмывания денег. Они считают, что с помощью деривативов было отмыто больше грязных денег, чем за всю предшествующую историю человечества и преступности. Более того, если бы скандала с «Энроном» не было, его нужно было бы создать, поскольку этот монстр был создан лишь с одной целью — отмывания денег.

Глава 2

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

1. Рынок акций и облигаций

Основной правовой формой организации предпринимательской деятельности в США являются акционерные общества или корпорации (*corporations*). В настоящее время число их приближается к 100 тыс. — от небольших компаний с объемом продаж 1 млн долл. в год до гигантов с объемом продаж 1 млрд долл. и выше. Однако акционерное общество — это не единственная форма организации бизнеса. Многие малые предприятия (*small businesses*) находятся в виде единоличной (семейной) собственности. Это так называемый индивидуальный способ ведения бизнеса (*individual or sole proprietorship*). Наряду с этим существуют различные виды товариществ: полное товарищество (*general partnership*), участники которого несут солидарную ответственность всем своим имуществом, а также товарищество с ограниченной ответственностью (*limited partnership*), его участники отвечают по обязательствам общества только своими вкладами в уставный фонд.

Корпорации отличает не только ограниченная ответственность (*limited liability*), но и достаточно простая процедура передачи прав собственности (через продажу акций) и неограниченный срок существования. Именно эти особенности дают корпорациям большие возможности по мобилизации капитала, а держателям ценных бумаг — возможность получения дохода (в виде дивидендов (процентов) и (или) за счет роста рыночной стоимости ценных бумаг компании).

Различаются внутренние и внешние источники финансирования корпораций. К первым относят амортизационные отчисления (*amortisation, depreciation*) и нераспределенную прибыль (*retained earnings*), ко вторым — банковские займы (*bank loans*) и эмиссию ценных бумаг (*securities issues*). Рассмотрим ценные бумаги, выпускаемые корпорациями США, а также ценные бумаги федерального правительства, что необходимо для понимания механизмов функционирования фондовой торговли. Эконометрические модели оценки акций и облигаций, разработанные американскими специалистами-аналитиками, помогают раскрыть фундаментальные взаимосвязи в инвестировании — взаимосвязи между риском, нормой прибыли и ценой.

2. Акция как субститут собственности

В современной экономической литературе достаточно широко распространено следующее определение акций. *Акция* — ценная бумага без установленного срока обращения, удостоверяющая собой определенную долю в собственности акционерного общества и дающая право ее владельцу или держателю на участие в прибылях общества (получение дивидендов). Понятие «акция» относится прежде всего к категории прав, а не вещей в их телесном виде. Акция — некий объем правомочий, получаемых в обмен на передаваемый акционерному обществу капитал. В связи с этим рассмотрим следующие основные права, вытекающие из владения акциями: право голоса, право на проверку, право на участие в прибылях, право преимущественного приобретения вновь выпускаемых акций и право на получение части имущества при ликвидации.

Право голоса и право на проверку (voting right and right to inspection). Федеральные законы о ценных бумагах предписывают корпорациям снабжать своих акционеров периодическими (как правило, ежегодными) отчетами о своем финансовом состоянии. Держатели акций имеют право на проверку некоторых документов, прилагаемых к отчетности. Акционеры должны также быть проинформированы обо всех важных изменениях в деятельности корпораций. Обыкновенные акции дают их держателям право на посещение собраний акционеров, проводящихся обычно один раз в год, а также право на голосование по всем важным вопросам, в частности, по изменениям в Уставе, по вопросам слияний и поглощений, реорганизации и, конечно же, по выборам совета директоров. Ежегодно перед собранием акционеров корпорация рассылает держателям своих акций специальное обращение (*proxy statement*), оформленное наподобие избирательного бюллетеня, в котором излагается повестка предстоящего собрания, отмечаются успехи корпорации в отчетном периоде, приводится список основных акционеров (держателей 5% акций и более), управляющих корпорации с обязательным указанием величины их жалованья и т.д. Это своего рода доверенность, по которой акционеры передают совету директоров право голосовать от своего имени.

Право на участие в прибылях, или право на получение дивидендов (profit participation right, dividends right). Акции дают их держателям право на получение ежегодных или ежеквартальных дивидендов — части прибыли корпорации, распределяемой между акционерами после уплаты налогов, процентов по облигациям и дивидендов по привилегированным акциям (если таковые имеются). Как правило, дивиденды выплачиваются наличными либо в виде имущества, в форме акций или в сочетании перечисленных вариантов.

Дивиденды наличными (*cash dividends*) устанавливаются в долларах на акцию: например, 0,80 долл. на одну акцию. К дивидендам в виде имущества относятся акции дочерних компаний либо собственная продукция компании. Дивиденды в форме акций (*stock dividends*) являются, по существу, средством удержания полученной прибыли. Указанная форма выплаты дивидендов получила на практике именно такое название, хотя термин не совсем удачный. Дивиденды — часть уже полученной прибыли, выдача же акций — лишь вексель на еще не полученную прибыль. Они, как правило, выплачиваются новыми, быстро растущими компаниями, не заинтересованными в крупных выплатах наличных средств. С другой стороны, такая форма выплаты дивидендов дает определенные выгоды и держателям акций, которые надеются в большей степени не на дивиденды, а на рост рыночной стоимости самих акций. Кроме того, ставка налога на дивиденды в форме акций ниже ставки налога на дивиденды наличными; дивиденды в форме акций указываются в процентах. Так, объявление корпорацией 3%-ного дивиденда в форме акций означает, что держатель 100 акций этой компании получит три новые акции. Достаточно широко применяется и сочетание дивидендов наличными с выдачей новых акций.

Преимущественное право на покупку новых акций компании (preemptive right) дает возможность акционерам приобрести акции нового выпуска еще до того, как они будут предложены на рынке в размере, пропорциональном их фактической доле в капитале корпорации. В настоящее время подобные преимущественные права являются скорее исключением из правил, несмотря на то, что в 48 штатах допускается предоставление таких прав. Наибольшее значение данные права имеют для лиц, владеющих контрольным пакетом акций, к тому же цена подписки на новые выпуски акций устанавливается обычно ниже рыночной цены ранее выпущенных акций.

Право на получение части имущества корпорации при ее ликвидации или роспуске (rights in liquidation or dissolution). При ликвидации корпорации держатель обыкновенных акций претендует лишь на часть активов компании, остающуюся после урегулирования отношений со всеми кредиторами, держателями облигаций и владельцами привилегированных акций. Таковы основные права, вытекающие из владения акциями. В США корпорации обязаны по закону выпускать акции. При этом при регистрации они должны указать количество и вид акций, что составит так называемый разрешенный к выпуску или номинальный капитал (*authorised stock*), а также соблюсти целый ряд необходимых процедур, речь о которых пойдет позже. Как правило, не весь разрешенный к выпуску капитал удастся задействовать с первого раза — будет сохранен определенный резерв, который впоследствии может быть использован для поглощения других компаний, и т.д. В связи с этим разрешенный к

выпуску капитал делят на выпущенный (*issued stock*) и невыпущенный (*unissued stock*). Выпущенные акции, в свою очередь, делятся на акции в руках держателей или обращающиеся акции (*outstanding stock*) и акции в собственности компании-эмитента (*treasury stock*). Последние выпускаются самой компанией для тех или иных целей. Указанное деление можно продолжить. Часто выделяют акции, свободно обращающиеся на рынке. Это своего рода показатель ликвидности акций данной компании. При этом из числа обращающихся акций нужно вычесть акции, находящиеся у институциональных инвесторов (страховых, инвестиционных компаний и т.д.). Их еще называют «акции *float*». Даже у таких гигантов, как *IBM* или *General Motors*, число акций, свободно обращающихся на рынке, сравнительно невелико.

В настоящее время номинальная стоимость акций практически не имеет значения — многие корпорации вообще не указывают номинал (*par value or par*). Совсем другое дело — рыночная стоимость или цена (*market value, price*). Это текущая стоимость акций на бирже или во внебиржевом обороте, как правило, последняя котировка. Специалисты по ценным бумагам часто используют еще одно понятие — «балансовая стоимость акций» (*book value*), которая исчисляется как частное от деления активов (за вычетом обязательств) на количество выпущенных акций.

Владение акцией удостоверяется специальным документом — акционерным сертификатом (*stock certificate*), где указываются данные об эмитенте, номинальная стоимость, если имеется, данные о держателе, тип акций, число акций в обращении, соответствующие права держателя.

До сих пор речь шла о так называемых обыкновенных акциях (*common stock*). В отличие от них привилегированные акции (*preferred stock*) имеют ряд особенностей. Как правило, владельцы привилегированных акций не имеют права голоса и права преимущественного приобретения акций новых выпусков, зато им гарантируется определенный (фиксированный) дивиденд, выплачиваемый до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям. Соответственно держатели таких акций имеют преимущественное перед держателями обыкновенных акций право на определенную долю активов корпорации в случае ее ликвидации. Обычно номинал привилегированных акций составляет 100 долл., а дивиденд указывается в процентах от номинала. Например, 8% *preferred*. Но возможен вариант и в долларах: например, 4 *US dollars preferred*. Существует достаточно много разновидностей привилегированных акций, среди которых следует отметить:

1) конвертируемые привилегированные акции (*convertible preferred stock*). Такие акции могут быть конвертированы в обыкновенные акции по заранее оговоренной ставке;

2) кумулятивные и некумулятивные привилегированные акции (*cumulative and non-cumulative preferred stock*). Первые предусматривают, что любые причитающиеся, но не объявленные дивиденды аккумулируются, т.е. накапливаются и выплачиваются в будущем. Имеется в виду, что выплата дивидендов по обыкновенным акциям не может производиться до выплаты дивидендов по привилегированным акциям. Некумулятивные акции теряют дивиденды, если совет директоров корпорации не объявил о выплате таковых;

3) привилегированные акции с долей участия (*participating preferred stock*) дают право на получение дополнительных дивидендов сверх гарантированных, если дивиденды по обыкновенным акциям превышают эту сумму;

4) привилегированные акции с корректируемой ставкой дивидендов (*adjustable rate preferred stock*). По этим акциям дивиденды не фиксируются, а корректируются в зависимости от динамики процентных ставок по краткосрочным государственным обязательствам, скажем, казначейским векселям;

5) отзывные привилегированные акции (*callable preferred stock*) предусматривают право корпорации выкупить их по цене с надбавкой к номиналу, т.е. отозвать их.

Все вышеуказанные характеристики привилегированных акций могут быть самым разнообразным образом комбинированы.

Особую категорию ценных бумаг представляют собой подписные сертификаты (*warrants or subscription warrants*). Они выпускаются вместе с облигациями или привилегированными акциями для улучшения условий займа, поскольку дают их держателю право на покупку обыкновенных акций по заранее оговоренной цене в течение определенного периода времени, как правило, двух лет. Однако существуют и бессрочные подписные сертификаты. Основное отличие подписных сертификатов от преимущественных прав на покупку акций заключается в том, что подписные сертификаты предусматривают более высокую по сравнению с текущим курсом цену приобретения акций. Кроме того, преимущественные права на покупку акций предоставляются обычно на более короткий срок — две — четыре недели. Благодаря выпуску таких инструментов корпорации имеют возможность снизить процент по заемным средствам, тогда как держатели подписных сертификатов — возможность увеличить свои доходы в случае роста корпорации.

Прежде чем перейти к рассмотрению следующего вида ценных бумаг корпораций — облигаций, отметим некоторые основные тенденции в эмиссии акций, наглядно проявившиеся в последнее десятилетие. Несмотря на то что выпуск акций для акционерных предприятий,

каковыми являются корпорации, казалось бы, должен служить самым обычным способом финансирования, эмиссия акций все в большей степени становится крайним средством финансирования, к которому корпорации прибегают, когда исчерпаны другие возможности внутреннего и внешнего финансирования.

Чем это вызвано? Среди множества причин выделим три основные. Во-первых, эмиссия акций имеет относительно более высокую стоимость по сравнению с другими заемными операциями. Проценты по облигациям выплачиваются из валовой прибыли, а дивиденды по акциям — из чистой прибыли.

Во-вторых, немаловажным обстоятельством является нежелание владельцев крупных пакетов акций идти на значительное увеличение общего числа акций, поскольку это ведет к так называемому размыванию капитала (*dilution*), т.е., как правило, уменьшению доли принадлежащих им ценных бумаг и может привести к ослаблению, если не потере контроля над корпорацией. В связи с этим корпорации предпочитают сохранить статус-кво путем выпуска привилегированных акций, не дающих права голоса, выпуска облигаций либо путем проведения так называемого дробления акций (*stock split or split up*). Последнее обычно проводится в целях увеличения числа инвесторов. При этом происходит увеличение количества выпущенных и распространенных акций, не влекущее за собой изменение относительной доли держателей акций и совокупной рыночной стоимости активов компании. Так, двукратное дробление акций, имеющих текущую рыночную цену 100 долл., будет означать увеличение вдвое общего числа акций и уменьшение вдвое их цены. Владелец 100 акций станет держателем 200 акций ценой по 50 долл. каждая.

Третьим важным фактором, влияющим на то, что акции занимали и продолжают занимать подчиненное место в механизме финансирования, является общий инвестиционный климат. Сюда можно отнести и неблагоприятную биржевую конъюнктуру, зачастую не позволяющую корпорациям разместить новые выпуски акций по приемлемым курсам, а также общее усиление конкуренции между государством и корпорациями как заемщиками на фондовых рынках. Например, в 1980-е гг., особенно в период правления администрации Рейгана, было характерно резкое увеличение объема средств, мобилизуемых для финансирования дефицита государственного бюджета. Это явилось одним из главных факторов, удерживающих процентные ставки на высоком уровне. В таких условиях доля средств корпораций, мобилизуемых путем эмиссии акций, снижается, основную же роль играют средства, поступающие с рынка кредитных капиталов и в результате эмиссии облигаций.

3. Облигации, коммерческие бумаги корпораций и государственные ценные бумаги

Облигации представляют собой ценные бумаги с фиксированным доходом (*fixed income securities*). Они выступают важнейшим инструментом, с помощью которого корпорации обычно мобилизуют основную часть финансовых ресурсов на фондовых рынках, и главным инструментом мобилизации средств федеральным правительством, его органами и учреждениями, а также муниципалитетами. В связи с этим целесообразно классифицировать облигации по видам заемщиков и выделить следующие категории облигаций:

1) облигации корпораций (*corporate bonds*);

2) облигации федерального правительства (*federal government bonds*). В эту же группу можно включить и краткосрочные казначейские обязательства — казначейские векселя (*treasury bills or t-bills*);

3) облигации федеральных органов и учреждений (*federal agency securities or federal-sponsored securities*);

4) облигации муниципалитетов (*municipal bonds or muni*).

Рассмотрение ценных бумаг федерального правительства представляется очень важным, поскольку их курс и доходность являются важными индикаторами тенденций в динамике процентных ставок. Плавающие ставки по многим ссудным операциям увязываются именно с доходностью соответствующих ценных бумаг федерального правительства, а краткосрочные ценные бумаги этой категории — главные инструменты, с помощью которых Федеральная резервная система через операции на открытом рынке регулирует денежную массу в обращении.

Наконец, приведенный обзор ценных бумаг, выпускаемых корпорациями, был бы неполным без так называемых коммерческих бумаг (*commercial papers*).

Облигации корпораций

Облигации корпораций представляют собой инструмент мобилизации долгосрочного капитала. Это обязательства корпораций перед кредиторами о выплате в установленные сроки суммы долга и процентов по полученным займам. Как и акции, облигации являются ценными бумагами, но имеют целый ряд существенных отличительных особенностей.

Во-первых, облигации выражают заемный капитал корпораций (*debt capital*), поэтому для корпорации облигации — это долговые ценные бумаги (*debt securities*). Акции, наоборот, выражают собственный

капитал корпораций (*equity capital*), в связи с чем акционеры являются собственниками, а держатели облигации (*bondholders*) — кредиторами. Последние не имеют права голоса и не могут участвовать в управлении компанией-эмитентом, но в то же время обладают правами, которых не имеют акционеры. В частности, компания-эмитент обязана выплачивать проценты по облигациям (в отношении акций, даже привилегированных, таких обязательств не существует). Проценты по облигациям должны выплачиваться до рассмотрения вопроса о дивидендах по акциям. При ликвидации компании держатели облигаций имеют преимущественные права по сравнению с акционерами. Иногда облигации называют «ценными бумагами более высокого порядка» (*senior securities*)

Конкретные условия выпуска облигаций указываются в специальном облигационном соглашении (*indenture*) — своего рода договоре между компанией-эмитентом и инвестором. В нем указывается срок или дата погашения (*maturity date*) облигаций, их номинал, как правило, 1000 долл., ставка процента, вид облигации, ее обеспечение и другие особенности.

Документ, подтверждающий факт владения облигациями, называется облигационным сертификатом (*bond certificate*). В нем указывается название компании-эмитента, номинал облигации, ставка процента, имя или название платежного агента (*paying agent*) по процентам (*interest*) и по основной сумме долга (*principal*) В качестве такого агента может выступать банк или сама корпорация-эмитент.

Существует большое число разновидностей облигаций. *По способу учета корпорациями владельцев облигаций* выделим три основных вида облигаций:

1) купонные облигации, или облигации на предъявителя (*coupon bonds, bearer bonds*). Корпорация-эмитент не регистрирует владельцев облигаций, так как облигации оформляются на предъявителя. К ним прилагаются специальные купоны, которые должны отсылаться или представляться лично платежному агенту для выплаты процентов. Фактически купоны представляют собой векселя на предъявителя. В настоящее время в США не выпускаются облигации на предъявителя в целях борьбы с уклонением от уплаты налогов, хотя указанные облигации еще встречаются на рынке;

2) именные облигации (*registered bonds*). Корпорация-эмитент регистрирует в специальных регистрах имя владельца. Владельцам выдаются именные облигационные сертификаты. Указанные облигации не имеют купонов, а платежи процентов осуществляются в соответствии с установленным графиком. При продаже облигации старый сертификат аннулируется и выдается новый — с указанием нового владельца;

3) «балансовые» облигации (*book-entry bonds*). Соответствующие данные о держателе облигации вводятся в компьютерную систему. Никакие сертификаты не выдаются, при продаже сведения о новом владельце вводятся в компьютер.

В зависимости от обеспечения различаются два вида облигаций — обеспеченные (с залогом) и необеспеченные (без залога) облигации.

Обеспеченные облигации (*Secured Bonds*) имеют реальное обеспечение активами корпорации-эмитента. В случае банкротства компании или ее неплатежеспособности держатели таких облигаций могут претендовать на часть имущества компании (недвижимость, ценные бумаги, выступающие в качестве обеспечения, или оборудование). В связи с этим можно выделить облигации с залогом недвижимости (*mortgage bonds, lien bonds*), облигации с залогом ценных бумаг какой-либо другой компании, например дочерней (*collateral trust bonds*), и облигации с залогом оборудования (*equipment bonds*).

Необеспеченные облигации (debentures, unsecured bonds) подкрепляются лишь «добрым именем» или «добросовестностью» корпорации-эмитента (*good faith*), поэтому ставка процента по ним более высокая. Несмотря на то что они менее надежны по сравнению с обеспеченными облигациями, на них также распространяется действие преимущественного перед акционерами права при ликвидации.

От обеспеченных облигаций необходимо отличать гарантированные облигации (*guaranteed bonds*), которые гарантируются не корпорацией-эмитентом, а иными компаниями. Чаще всего они используются дочерними компаниями крупных, хорошо зарекомендовавших себя фирм. Последние, как наиболее сильные и надежные с экономической точки зрения, выступают гарантом, что позволяет снижать ставки процента по облигациям. Гарантии могут распространяться на проценты, на основную сумму долга или на все вместе. Гарантированные облигации часто используются также транспортными компаниями в случаях, когда корпорация-эмитент предоставляет другой компании оборудование в аренду, а взамен эта компания выступает гарантом.

В случае, когда компании грозит банкротство, она может пойти на выпуск облигаций с доходом на прибыль или реорганизационные облигации (*income bonds, adjustment bonds*). Они выпускаются для замены ранее выпущенных облигаций с одобрения их держателей, предпочитающих избежать опасности неполучения основной суммы долга по облигациям. Облигации этого вида предусматривают выплату процентов только в случае, если у корпорации имеются существенные поступления. Таким образом, погашение основной суммы долга по ним гарантируется, а выплата процентов зависит от решения совета директоров. Облигации подобного рода продаются на беспроцентной основе (*flat*).

Достаточно широко распространены и бескупонные облигации. Их еще называют облигациями с нулевым купоном (*zero coupon bonds, 0-coupon bonds*). Проценты по ним не выплачиваются, но это не значит, что они не приносят доход. Указанные облигации продаются со скидкой или дисконтом (*at a discount*) к номиналу и погашаются по номиналу (*at par*) при наступлении срока платежа. Доход представляет собой разницу между ценой покупки и ценой погашения (имеется в виду, конечно, что облигация хранится до срока погашения). Чем длительнее срок, на который они выпускаются, тем выше дисконт.

Рассмотрим особенности некоторых видов облигаций, указанные в облигационном соглашении: конвертируемость, право востребования, право возврата, обязательства по созданию выкупного фонда.

Многие необеспеченные облигации могут быть *конвертируемыми (convertible)*, т.е. предусматривающими право держателя обменять их на обыкновенное или привилегированные акции в течение всего срока действия облигаций. Конвертируемость (*convertibility*) имеет свои преимущества и недостатки как для корпорации-эмитента, так и для инвестора. В частности, эмитенту это дает возможность снизить ставку процента по облигациям (в качестве платы за конвертируемость), снизить риск немедленного размывания пакетов акций по сравнению с обычной эмиссией акций и обеспечивает возможность продать свои акции по выгодной цене в случае конверсии (*conversion*) таких облигаций. Это становится возможным, так как держатели облигаций конвертируют свои облигации только в случае, если курс акций возрастает. Кроме того, выпуск облигаций не ведет к снижению рыночной цены акций корпорации, что часто происходит при новой эмиссии акции. К негативным моментам можно отнести размывание акционерного капитала в случае массовой конверсии, уменьшение размеров дивидендов (поскольку общий размер объявленных дивидендов делится на большее число акций).

Главное преимущество для инвестора — надежность конвертируемых облигаций и потенциал к росту стоимости, присущий акциям. Конвертируемая облигация имеет более устойчивую стоимость, чем акция, поскольку на нее установлен фиксированный процент, но в то же время может возрастать в цене в случае роста курса акций. С другой стороны, курс конвертируемой облигации более изменчив по сравнению с курсом обыкновенных облигаций, так как на него оказывает сильное влияние изменение курса акций. Кроме того, как уже отмечалось, конвертируемые облигации имеют более низкий процент и часто выпускаются в случаях, когда компания находится в затруднительном финансовом положении.

Для держателей конвертируемых облигаций значение имеют конверсионный коэффициент (*conversion rate*) и конверсионная цена (*conversion price*). Первый показывает, какое количество акций можно

получить в обмен на такую облигацию. Конверсионный коэффициент 20 : 1 означает, что при конверсии такой облигации можно получить 20 акций. На основе коэффициента исчисляется конверсионная цена: номинал облигации (1000 долл.) делится на коэффициент (20) и получается конверсионная цена — 50 долл.

В облигационном соглашении может быть предусмотрено *право востребования* (или отзыва) *корпорацией своих облигаций до наступления срока погашения* (*right to call, right to retire — callability*). В этом случае ставят условия отзыва: по номиналу или с премией (надбавкой к номиналу). Премия обычно уменьшается на установленный процент каждый год после выпуска. Когда корпорации объявляют о востребовании своих облигаций, держатели облигаций обязаны возвратить их. Исключения допускаются лишь в случаях, когда предусмотрено факультативное право востребования или отзывной опцион. Главной причиной востребования облигаций обычно является существенное снижение ставок процента по сравнению с теми, под которые выпускались данные облигации. В этом случае корпорация может заменить их новыми, с более низкой ставкой процента. Еще одно основание для отзыва облигаций — изменение сроков погашения долга (взамен изъятых из обращения облигаций выпускаются более долгосрочные облигации). Замена облигаций другими, с более низкими ставками процента или с измененным сроком погашения, получила название рефинансирования (*refunding*). Конечно, это нельзя отнести к популярным мерам, так как снижается доверие к корпорации со стороны инвесторов.

Если при выпуске предусмотрено *право держателя облигации на возврат до наступления срока платежа (right to put, putability)*, то эмитент обязан погасить облигации по номиналу. Обычно это право предусматривается в случае, если корпорация-эмитент оставляет за собой право изменить номинал облигации. Фактически это дает инвестору возможность выбора между новым номиналом или получением наличных.

Очень часто в облигационное соглашение включается условие о том, что *корпорация-эмитент гарантирует погашение облигаций путем регулярных отчислений прибыли* на специальный счет, получивший название выкупного фонда или фонда погашения (*sinking fund*). Наличие такого фонда дает определенные гарантии инвесторам и в то же время избавляет корпорации от крупных единовременных затрат денежных средств при наступлении срока погашения облигаций.

Котировки и рейтинг облигаций корпораций

Облигации имеют фиксированную номинальную стоимость и рыночную цену, которая меняется. В США номинал практически всех

облигаций составляет 1000 долл., в связи с чем котировка осуществляется в процентах от номинала или в пунктах. Для облигации номиналом в 1000 долл. каждый пункт равен 10 долл. Если эта облигация котируется по 97, то это значит, что ее цена составляет 970 долл. Облигации редко котируются по номиналу, как правило, по цене выше поминала (с премией) или ниже (с дисконтом). Рыночная цена облигаций зависит от их надежности или финансовой стабильности корпорации-эмитента, от ставки процента, превалирующей на денежном рынке и многих других факторов.

Важной характеристикой облигации является ее *доходность*. Доход или уровень дохода по облигации (*yield*) может быть номинальным или купонным. Иногда его еще называют ставкой купона (*coupon, coupon rate, nominal yield*). Это гарантированный эмитентом процент. Доход может быть также текущим (*current yield*), исчисляемым на основе текущей цены облигации. Облигация номиналом 1000 долл., котирующаяся по 50, имеет текущий уровень дохода 20%. Различают также доход на момент погашения (*yield-to-maturity*), на момент востребования (*yield-to-call*) и т.д. В США специальные независимые фирмы, такие как *Fitch Investors Service, Moody's Investors Service, Standard and Poor's Corporation, Value Line Investors Service*, устанавливают специальный кредитный рейтинг облигаций. В табл. 2.1 приведен рейтинг наиболее известных фирм (чем выше рейтинг, тем большей надежностью обладает облигация, тем меньше риск инвестирования и меньше уровень дохода по ней).

Широко используются уточнения к рейтингу («+» и «—» по системе *Fitch* и *S&P's* и «1», «2», «3» по системе *Moody's*).

Облигации, имеющие рейтинг от *BBB* до *AAA* (по *Standard and Poor's*) и *BAA — AAA* (по *Moody's*,), называют часто облигациями «инвестиционного класса» (*investment grade*). Облигации с более низким рейтингом — спекулятивными (*speculative*).

Высокоспекулятивные облигации, представляющие собой наиболее рисковые инвестиции, выделяют часто в отдельную категорию так называемых бросовых облигаций (*junk bonds*), обладающих наибольшим потенциалом прибыли (и, соответственно, убытков).

Таблица 2.1

Кредитный рейтинг ведущих специализированных фирм

Краткая характеристика, инвестиционные качества облигаций	Fitch	Moody's	S&P's
Высший кредитный рейтинг	AAA	Aaa	AAA
Высокие инвестиционные качества	AA	Aa	AA

Окончание табл. 2.1

Краткая характеристика, инвестиционные качества облигаций	Fitch	Moody's	S&P's
Инвестиционные качества выше среднего	A	A	A
Средние инвестиционные качества	BBB	Baa	BBB
Инвестиционные качества ниже среднего	BB	Ba	BB
Спекулятивные инвестиционные инструменты, низкий кредитный рейтинг	B	B	B
Высокая степень риска неплатежа	CCC	Caa	CCC
Высокоспекулятивные инвестиционные инструменты	CC	Ca	CC
Низшее инвестиционное качество, инвестиционные инструменты, не приносящие дохода	C	C	C
Инвестиционные инструменты сомнительной стоимости компаний, являющихся неплатежеспособными	DDD DD D		DDD DD D

Различия между акциями и облигациями постепенно стираются. С одной стороны, начинают появляться неголосующие акции (*non-voting stock*), а с другой — голосующие облигации (*voting bonds*). Данному процессу способствует также эмиссия конвертируемых облигаций и различных разновидностей привилегированных акций.

Коммерческие бумаги (commercial papers)

Коммерческие бумаги выпускаются только самыми кредитоспособными корпорациями и представляют собой, по сути, простые векселя на предъявителя сроком от двух до 270 дней. Они продаются с дисконтом к номиналу, а погашаются непосредственно по номиналу. Покупателями коммерческих бумаг обычно выступают другие корпорации, коммерческие банки, страховые компании и инвестиционные фирмы. Коммерческие бумаги могут продаваться непосредственно инвесторам или дилерам, которые затем продают их инвесторам. Указанный инструмент привлекателен и для эмитента и для инвестора. Расходы на выпуск коммерческих бумаг меньше расходов на получение банковских займов. Инвесторов привлекает надежность указанных инвестиционных инструментов, так как они выпускаются только самыми кредитоспособными компаниями. Коммерческие бумаги также имеют рейтинг, который

устанавливается компаниями *Moody's и Standard and Poor's*. В табл. 2.2 приведен рейтинг коммерческих бумаг.

Таблица 2.2

Рейтинг коммерческих бумаг

	Moody's	Standard and Poor's
Самая высокая степень надежности	P-1	A-I+
Очень высокая степень надежности	P-1	A-I
Высокая степень надежности	P-2	A-2
Достаточная степень надежности	P-3	A-3

Ценные бумаги федерального правительства США

В США правительство выпускает целый ряд разнообразных долговых инструментов на срок от трех месяцев до 35 и даже 40 лет. Все они считаются самыми надежными на фондовом рынке. За всю историю существования ценных бумаг не было ни одного случая неплатежа.

Торговля этими ценными бумагами ведется интенсивно и на постоянной основе. Рынок указанных ценных бумаг достаточно устойчив, а колебания цен невелики. Причиной их популярности является то, что они представляют собой самые ликвидные инструменты на любом рынке, чрезвычайно надежны и дают определенные налоговые преимущества (доходы по ним обычно не облагаются налогами штатов или местными налогами) и их можно использовать в качестве залогового обеспечения при получении ссуды.

В зависимости от срока обращения ценные бумаги федерального правительства можно разделить на три группы:

1) казначейские векселя или казначейские краткосрочные облигации (*treasury bills, t-bills*). Выпускаются на срок от трех месяцев до года. Продаются по аукционной системе (т.е. с помощью конкурсных торгов) со скидкой к номиналу и погашаются по номиналу. Казначейские векселя являются балансовыми ценными бумагами, сертификаты по ним не выдаются. Вместо этого банки, являющиеся членами Федеральной резервной системы (*FRS*), открывают и ведут специальные холдинговые счета Федерального резерва: все проводки осуществляются через компьютерную систему. Векселя со сроком погашения 91 и 182 дня продаются на вторичном внебиржевом рынке через систему проводящихся еженедельно аукционов. Уровень дохода по казначейским векселям — важнейший индикатор тенденций в динамике процентных ставок на де-

нежном рынке. Министерство финансов США раз в месяц проводит также аукционы по продаже векселей сроком 52 недели. Минимальный номинал такой ценной бумаги — 10 000 долл.;

2) казначейские среднесрочные облигации (*treasury notes, t-notes*). К ним относятся казначейские облигации сроком свыше года, но не более 10 лет. Их номинал колеблется от 1000 до 1 000 000 долл. До середины 1983 г. эти ценные бумаги имели форму «на предъявителя», но в настоящее время выпускаются в виде именных бескупонных облигаций либо в виде балансовых ценных бумаг;

3) казначейские долгосрочные облигации (*treasury bonds, t-bonds*) выпускаются на срок более 10 лет. Их номинал также составляет от 1000 до 1 000 000 долл., но наибольшее хождение имеют бумаги с номиналом 10 000 долл. Так же как и вышеуказанные казначейские облигации, они продаются по аукционной системе. Некоторые из них имеют отзывной опцион — обычно за три — пять лет до наступления объявленного срока погашения.

4. Модели оценки акций и облигаций

Развитие анализа ценных бумаг (*security analysis*) как самостоятельной отрасли анализа связывается с именами двух американских ученых — Грэхема и Додда, авторов фундаментального исследования в области фондовых рынков и ценных бумаг Security Analysis, McGraw-Hill Book (1934). Книга постоянно обновляется и переиздается (пятое издание, например, датируется 1984 г.); таким образом, вот уже более 50 лет указанный труд является поистине «библией» американских инвесторов и учебником для многих специалистов-аналитиков. В переводной литературе, к сожалению, получили распространение термины «инвестиционный анализ» и «анализ фондовых рынков». Это не совсем точно отражает суть предмета. Инвестирование как таковое не обязательно может быть связано с ценными бумагами; изучение же фондовых рынков является лишь частью, а также одним из направлений данного анализа.

Анализу ценных бумаг придается большое значение экономистами самого широкого профиля и представителями академических кругов. Связь между общеэкономическим анализом и анализом ценных бумаг носит двойственный характер. С одной стороны, анализ ценных бумаг является составной частью общеэкономического анализа: экономисты, сотрудники специальных исследовательских отделов крупнейших корпораций, представители научных кругов и сами биржевики используют показатели, приемы и методы анализа ценных бумаг для прогнозирования общего положения в экономике и хозяйственной конъ-

юнктуры. С другой стороны, специалисты по анализу ценных бумаг, как правило, изучают положение и тенденции на рынке ценных бумаг в увязке с исследованием текущей ситуации и тенденций в экономической жизни страны. В связи с этим для аналитиков существенное значение имеет изучение таких общеэкономических показателей, как ВВП, личные доходы населения, объем капиталовложений, затраты на НИОКР, потребительские расходы, темпы инфляции и т.д.

Вопрос о том, является ли анализ ценных бумаг наукой в полном смысле этого слова, и сейчас один из самых спорных. Сами его основатели полагали, что анализ ценных бумаг подобно медицине — одновременно и наука и искусство. Как бы то ни было, во многих университетах США анализ ценных бумаг выделяют в качестве самостоятельной научной дисциплины. В рамках этой дисциплины появилось немало школ, применяющих различные подходы или их комбинацию. Наиболее представительными, пожалуй, можно считать фундаментальную школу анализа (*Fundamental security analysis*). Грэхем и Додд были убежденными сторонниками именно этого направления. Существует также и техническая школа (*Technical analysis*). Вплоть до 1970-х гг. эти две школы господствовали в анализе ценных бумаг безраздельно, причем представители каждой из них жестко придерживались своих позиции и не принимали постулатов другой школы. С середины 70-х гг. положение несколько изменилось: во-первых, обе эти школы в значительной степени заимствовали компоненты, применяющиеся прежде только их противниками; а во-вторых, они впитали в себя элементы других теорий, в частности теории «Управление портфелем инвестиций». Основные положения двух традиционных, поныне господствующих школ сводятся вкратце к следующему. *Сторонники школы фундаментального анализа* ставят во главу угла доскональное изучение балансов, отчетов о прибылях и убытках и другой финансовой отчетности, публикуемой корпорациями. Они тщательно исследуют показатели финансовой деятельности компании, такие как доходы, объем продаж, активы и пассивы, норму прибыли на собственный капитал; анализируют состояние рынков, на которые данная компания выходит со своей продукцией, а также практику управления компанией, состав совета директоров и т.д. Прогнозируя на этой основе состояние дел в фирме, аналитики делают главный вывод о занижении или завышении цены акций данной компании по сравнению с их «внутренней», или действительной стоимостью (*intrinsic value*). Цель данного анализа — выявить недооцененные ценные бумаги (*underpriced securities*). На основании этого и принимаются инвестиционные решения — купить, продать или держать.

Сторонники школы технического анализа исходят из того, что в биржевых курсах уже отражены все сведения, которые лишь впоследствии

публикуются в отчетах фирм и становятся объектом, по существу, утратившего смысл фундаментального анализа. Главным объектом их изучения является анализ спроса и предложения ценных бумаг, т.е. они занимаются изучением рынка ценных бумаг как такового, в отрыве от воздействующего на него комплекса факторов экономического, политического и психологического характера. Для этого строятся специальные модели движения цен; таким образом, они стремятся установить не ценность бумаг определенной корпорации, а общие тенденции на рынке и, исходя из этого, рекомендуют принятие того или иного инвестиционного решения.

Теория управления портфелем инвестиций, ядром которой являются эконометрические модели оценки акций и облигаций, не может быть отнесена к традиционному анализу ценных бумаг, поскольку направлена не на изучение особенностей отдельных ценных бумаг или движения их курсов, а на изучение статистических взаимосвязей отдельных ценных бумаг в рамках портфеля ценных бумаг с целью максимизировать уровень дохода при данной степени риска.

5. Риск в инвестировании. Модель оценки капитальных активов

В словаре Уэбстера риск определяется как опасность, возможность убытка или ущерба. Следовательно, он относится к возможности наступления какого-либо неблагоприятного события. Чтобы пояснить понятие риска применительно к ценным бумагам, предположим, что инвестор покупает краткосрочные казначейские векселя на сумму 100 000 долл., имеющие 10%-ную ставку. В этом случае уровень дохода на момент погашения можно рассчитать совершенно точно, т.е. инвестиции будут без риска. Однако если те же 100 000 долл. вложить в акции новой компании, занимающейся разведкой нефти, то норму прибыли от этих инвестиций рассчитать будет невозможно. Можно тщательно проанализировать ситуацию и прийти к выводу, что ожидаемая (расчетная) норма прибыли будет составлять 20%, но фактическая может составить от +1000% до −100%, и поскольку есть вероятность, что прибыль окажется ниже расчетных величин, акции такой компании будут более рискованными. Итак, риск в инвестировании — это возможность того, что фактическая прибыль окажется ниже расчетной. Чем выше вероятность получения низкой прибыли и даже убытка, тем выше степень риска. Однако можно определить риск более точно.

Опыт показывает: с помощью хорошо диверсифицированного портфеля ценных бумаг удается избежать части риска. Эту часть риска

называют диверсифицируемым или специфическим риском, присущим компании (*diversifiable risk or company specified risk*). Он связан с неблагоприятными судебными решениями, забастовками, удачными или неудачными программами продвижения товаров на рынок, получением или неполучением крупных заказов и с другими причинами, влияющими на конкретную, отдельно взятую фирму. Воздействия этих и других неблагоприятных событий можно избежать путем должной диверсификации, и тогда плохие события на одной фирме будут компенсироваться благоприятными на другой.

Часть риска, избежать которой невозможно, называется недиверсифицируемым, или рыночным, риском (*non-diversifiable risk or market risk*). Он зависит от факторов, влияющих на все компании одновременно: война, инфляция, кризис, повышение процентных ставок и т.д. Рыночный риск измеряется с помощью специальных коэффициентов — β-коэффициентов. β-коэффициент представляет собой индекс относительной изменчивости конкретной акции по сравнению со «средней» акцией или рынком в целом. Формула расчета β-коэффициента выглядит так:

$$\beta = Cov(R_i, Rm) \,/\, Var(R_m),$$

где *Cov* — ковариация; R_m — доходность в среднем на рынке ценных бумаг; R_i — доходность в среднем ценных бумаг *i*-той компании.

Ковариация — это мера, учитывающая дисперсию индивидуальных значений доходности бумаги и силу связей между изменениями доходностей данной бумаги и других. Более простое определение ковариации — мера взаимодействия двух случайных переменных. Ковариация рассчитывается следующим образом:

$$Cov(X, Y) = \Sigma(R_x - R_{x\text{сред.}})(R_y - R_{y\text{сред.}}) \,/\, n - 1,$$

где R_x и R_y — доходности активов *X* и *Y*; $R_{x\text{сред.}}$ и $R_{y\text{сред.}}$ — ожидаемые (средние) доходности активов *X* и *Y*; *n* — число наблюдений.

Интерпретация коэффициента следующая: положительная ковариация говорит о том, что значения доходности этих акций изменяются в одном направлении, отрицательная — о разнонаправленных движениях между доходностями. Ковариация является низкой, если колебания доходностей двух активов в любую сторону носят случайный характер.

Интерпретировать ковариацию, так же как и дисперсию, довольно тяжело ввиду больших численных значений, поэтому практически всегда для измерения силы взаимосвязи между двумя активами используется коэффициент корреляции.

Коэффициент корреляции лежит в интервале от −1 до +1. Значение корреляции «+1» говорит о сильной взаимосвязи, т.е. активы ходят

одинаково. Значение «–1», наоборот, свидетельствует о разнонаправленности, т.е. рост одного из активов сопровождается падением другого. Значение «0» говорит об отсутствии корреляции.

Корреляция рассчитывается по следующей формуле:

$$\rho = Cov(X, Y) / (\sigma X \times \sigma Y),$$

где $Cov(X, Y)$ — ковариация между активами X и Y; σX и σY — стандартные отклонения активов X и Y.

Допустим, имеется совокупность показателей доходности по группе компаний за ряд периодов (R_{ij}), где R_{ij} — показатель доходности i-й компании ($i = 1, 2, ..., k$) в j-м периоде ($j = 1, 2, ..., n$). Тогда общая формула расчета β-коэффициента для произвольной i-й компании имеет следующий вид:

$$\beta = Cov(R_i, R_m) / Var(R_m);$$

$$Cov(R_i, R_m) = (R_{ij} - R_i)(R_{mj} - R_m);$$

$$Var(R_m) = (R_{mj} - R_m)^2,$$

где $R_{mj} = 1/k ... R_{ij}$ — доходность в среднем на рынке ценных бумаг в j-м периоде; $R_m = 1/n ... R_{mj}$ — доходность в среднем на рынке ценных бумаг за все периоды; $R_i = 1/n ... R_{ij}$ — доходность ценных бумаг i-й компании в среднем за все периоды.

β-коэффициент рынка в целом, который можно представить как портфель всех ценных бумаг, принимается за 1,0 и связывается с индексом Нью-Йоркской фондовой биржи, или Доу — Джонса. При $\beta = 0,5$ курс акции изменяется лишь на 50% по сравнению с курсом «средней» акции или изменением рынка в целом, т.е. эта акция будет в два раза менее рискованная, чем «средняя» акция или сам рынок. При $\beta = 1,0$ акция имеет средний риск, а при $\beta = 2,0$ акция вдвое рискованней «средней» акции.

β-коэффициенты рассчитываются специализированными фирмами, такими как *Merrill Lynch*, *Value Line*. Например, в 1987 г. акции некоторых компаний имели следующие β-коэффициенты:

E.F.Hutton	— 2,00;
Apple computer	— 1,70;
Storage Technology	— 1,50;
ABC	— 1,15;
CBS	— 1,05;
IBM	— 1,05;
Mc Donalds	— 1,00;
Firestone Products	— 0,95;
Gerber Products	— 0,80;

Long Island Lighting — 0,70;
Pacific Gas & Electric — 0,65;
Boston Edison — 0,55.

Портфель, состоящий из ценных бумаг с низким β-коэффициентом, также будет иметь низкий β-коэффициент, поскольку β-коэффициент любого портфеля является средневзвешенной β-коэффициентов отдельных входящих в портфель акций:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{n} W_i \beta_i,$$

где β_p — β-коэффициент всего портфеля; W_i — доля i-й акции в портфеле (вес); β_i — β-коэффициент i-й акции.

Взаимосвязь между степенью риска и необходимой нормой прибыли определяется с помощью модели оценки капитальных активов (*capital asset pricing model*). Под капитальными активами обычно понимаются недвижимость, машины, оборудование и т.д., т.е. второй раздел актива баланса. Однако по классификации Налогового управления США к капитальным активам относятся и ценные бумаги. Указанная модель названа так неслучайно, поскольку применима практически к любым активам, в том числе к недвижимости, оборудованию и т.д. Данная модель основывается на предположении, что инвесторы надеются на компенсацию за более высокую степень риска. Чем больше риск инвестиции, тем выше норма прибыли, на которую надеются инвесторы. Суть самой модели предельно проста: ожидаемая (минимально необходимая для инвестора) норма прибыли равна норме прибыли по безрисковой инвестиции плюс премия за риск по данной инвестиции. Можно составить следующее уравнение:

$$K_j = Krf + \beta_j(Km - Krf),$$

где K_j — необходимая, ожидаемая норма прибыли инвестиции i при условии, что она находится в портфеле, должным образом диверсифицированном; Krf — норма прибыли по безрисковой инвестиции, каковыми считаются казначейские векселя и облигации; β_j — β-коэффициент актива j; K_m — ожидаемая норма прибыли или уровень дохода всего рынка в среднем; $(K_m - Krf) = PR_m$ — рыночная премия за риск, т.е. дополнительная прибыль сверх нормы, присущей инвестициям без риска, которая необходима для того, чтобы компенсировать инвесторам принимаемый на себя риск сверх «среднего» ($\beta_{ср.} = 1.0$); $\beta_j(K_m - Krf) = PR_j$ — премия за риск по j-активу.

Для измерения Krf используются ценные бумаги Казначейства США. Это своего рода ориентир. Для определения K_m обычно берутся

прогнозы соответствующих индексов Нью-Йоркской фондовой биржи или фирмы *Standard and Poor's*.

Иногда ожидаемую норму прибыли рассчитывают и другим способом. Если речь идет об акциях, то ожидаемая норма прибыли по рынку акций будет равна ожидаемому уровню инфляции плюс ожидаемые темпы прироста реального ВВП, плюс рыночная премия за риск инвестирования в акции по сравнению с облигациями (эта величина довольно стабильна, в настоящее время составляет порядка 4%).

Данное уравнение в графическом виде называют линией рынка ценных бумаг (*stock market line, SML*) (рис. 2.1).

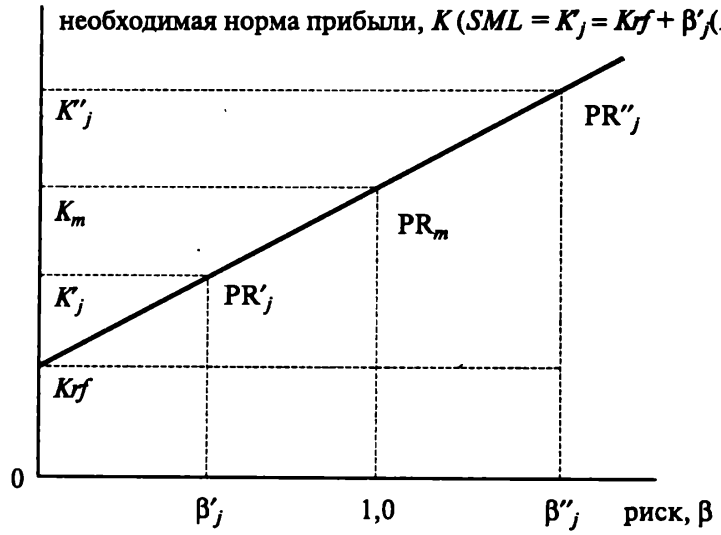


Рис. 2.1. Линия рынка ценных бумаг

Попытаемся определить, какова должна быть минимально необходимая для инвестора норма прибыли по акциям компании *X*, если β-коэффициент для них равен 1,40, уровень дохода по казначейским векселям составляет в среднем 7%, а уровень дохода по рынку акций в среднем прогнозируется в районе 12%. Подставляя данные значения в уравнение, получим (рис. 2.2):

$$Kx = 7\% + 1{,}40(12\% - 7\%),\ Kx = 14\%.$$

Модель оценки капитальных активов базируется не на реальных, фактических, а предполагаемых данных, поэтому оценки K_j с помощью этой модели подвержены значительной неточности и указанная модель имеет ряд проблем с применением ее на практике. Скажем, из-за повышения инфляционных ожиданий может измениться норма прибыли по безрисковым ценным бумагам, индивидуальный β-коэффициент акции и т.д. Однако ценность модели не в этом: она

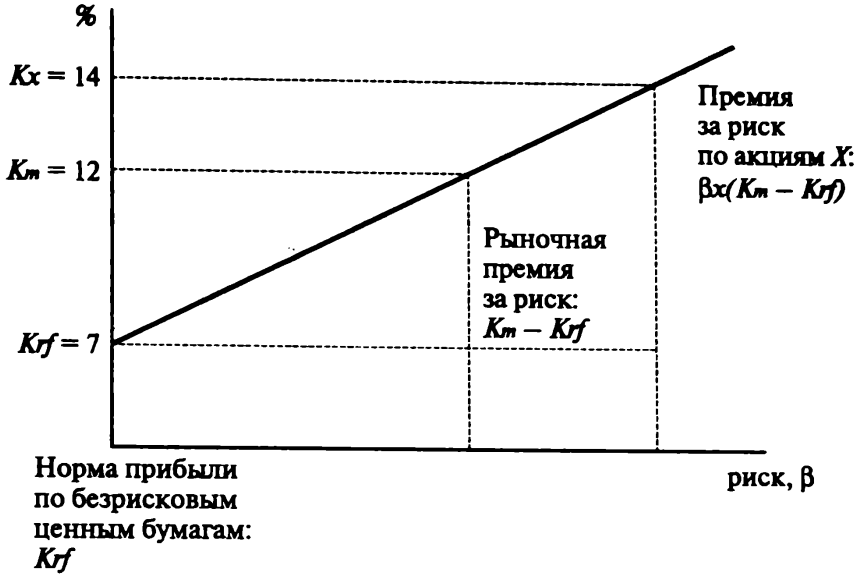


Рис. 2.2. Линия рынка ценных бумаг

имеет не столько практическое, сколько методологическое значение, поскольку позволяет понять одну из фундаментальных взаимосвязей фондового рынка — взаимосвязь риска и нормы прибыли. Кроме того, модель не ограничивается лишь областью ценных бумаг. Она имеет принципиальное значение при изучении многих других финансовых вопросов.

Модель оценки капитальных активов получила дальнейшее развитие в моделях оценки акций и облигаций (*stock and bond valuation models*), раскрывающих механизм формирования курса. Данные модели основываются на понятиях «дисконтирование» и «приведенная стоимость».

6. Приведенная стоимость и дисконтирование

Общеизвестны ситуации, когда деньги приходится вкладывать в одно время, а получать назад — в другое. Но деньги, выплачиваемые и получаемые в различное время, различны, и данная разница должна быть четко определена при анализе любых финансовых операций и принятии финансовых решений. Это позволяет сделать так называемый дисконтный анализ (*discounted cash flow analysis*), или анализ денежных поступлений.

Его суть можно понять на самом простом примере, который часто приводится в американских учебниках по финансовому менеджменту.

Предположим, вам предоставлена возможность либо получить 127,63 долл. через пять лет, либо X долларов сегодня.

При этом:

1) у вас нет никаких сомнений в том, что указанная сумма будет выплачена;

2) у вас нет в настоящее время потребности в денежных средствах;

3) вы знаете, что ваш банк платит 5% годовых.

При каком значении X вам будет все равно: получить X долларов сегодня или 127,63 долл. через пять лет?

Для решения данной задачи необходимо определить, какую сумму денег X надо иметь, чтобы банк через пять лет, начисляя 5% годовых, выдал бы 127,63 долл. Путем несложных вычислений получим ответ — 100 долл. Таким образом, если X будет меньше 100 долл., то следует брать 127,63 долл. через пять лет, если же X — больше 100 долл., следует брать X сегодня.

100 долл. в данном примере будут текущей, или приведенной, стоимостью (*present value*) суммы в 127,63 долл., называемой «будущей» стоимостью (*future value*), которая подлежит выплате через пять лет, имея в виду 5%-ную ставку. Другими словами, мы дисконтировали 127,63 долл. по 5%-ной ставке и пяти годам и нашли их приведенную, или текущую, стоимость.

Таким образом, *приведенной* называется текущая стоимость будущей денежной выплаты (серии выплат) с поправкой на определенную процентную ставку, а *дисконтированием* — процесс вычисления приведенной стоимости или процесс, обратный начислению процентов (*compounding*).

Математически это можно представить следующим образом.

Приведенная стоимость единовременного (разового) платежа:

$$PV = \frac{FV}{(1+K)^n} \text{ или } PV = FV\left(\frac{1}{1+K}\right)^n.$$

Приведенная стоимость аннуитета, серия фиксированных платежей в течение определенного времени (*annuity*):

$$PV = PMT\sum_{t=1}^{n}\left(\frac{1}{1+K}\right)^t,$$

или

$$PV = PMT\left\{\frac{1-\frac{1}{(1+K)^n}}{K}\right\}.$$

Приведенная стоимость бессрочного аннуитета (*perpetuity*):

$$PV = \frac{PMT}{K},$$

где PV — приведенная стоимость; FV — будущая стоимость; K — процентная ставка, называемая еще ставкой дисконта. В формуле используется в виде десятичной дроби; n — количество периодов начисления процентов; t — время до срока погашения; PMT — сумма разового платежа.

Вышеуказанные формулы, по сути, являются не чем иным как математическим выражением общеизвестной пословицы: время — деньги. Дисконтный анализ поистине универсален и находит самое широкое применение при решении практически любых финансовых вопросов, связанных с кредитованием, финансированием, инвестированием. Кроме того, как мы уже отмечали, понятие «дисконтирование» используется в эконометрических моделях оценки акций и облигаций, речь о которых пойдет далее.

7. Основная модель оценки облигации (*Basic Bond Valuation Model*)

Поскольку облигации обеспечивают получение определенных (фиксированных) процентных платежей в течение всего срока своего действия плюс погашение основной суммы долга (номинала), можно представить облигацию как аннуитет с выплатой паушальной суммы на дату погашения. Таким образом, используя вышеуказанные формулы дисконтирования, мы получим универсальную формулу курса облигации:

$$Bo = \sum_{t=1}^{n}\left(\frac{I}{(1+K)^t}\right) + \frac{M}{(1+Kb)^n},$$

где Bo — текущая рыночная цена облигации; I — ежегодный платеж (проценты) в денежном выражении, исчисляемый как номинал умноженный на ставку купона. В основной модели не рассматриваются облигации с нулевым купоном. Большинство облигаций обеспечивает получение процентов два раза в год, в связи с чем необходимо либо сделать соответствующий перерасчет, либо скорректировать формулу в соответствии с полугодовыми периодами начисления процентов; n — число лет до срока погашения; Kb — ставка дисконта — необходимый (для инвестора) уровень дохода на облигации в сотых процента. В формуле используется в виде десятичной дроби; M — номинал облигации, подлежащий погашению, обычно 1000 долл.

Экономический смысл этой формулы состоит в том, что рыночная стоимость данной облигации в данный момент времени равна серии процентных поступлений, получаемых инвестором в течение всего срока действия облигации плюс номинал облигации, дисконтированные по определенной ставке, определяемой с помощью модели оценки капитальных активов как сумма безрисковой ставки (*risk-free rate*) и премии за риск (*risk premium*).

С учетом специфики облигаций как финансовых инструментов необходимый уровень дохода исчисляется как сумма ставки процента, превалирующей на денежном рынке, и ожидаемого темпа инфляции (безрисковая ставка) плюс премия за риск, определяемая, в свою очередь, такими факторами, как риск неплатежа по данной облигации, риск, связанный с длительностью срока обращения облигации, ликвидность данной облигации и специфические условия ее выпуска (конвертируемость, обеспечение и т.д.). Таким образом, на необходимый, каким он видится инвестору, уровень дохода влияет, по крайней мере, шесть вышеуказанных факторов. При равенстве ожидаемого уровня дохода купонной ставке рыночная цена облигации близка к номиналу; чем выше ожидаемый уровень дохода по облигации с точки зрения инвестора, тем ниже рыночная цена номинала, и наоборот.

Проиллюстрируем на примере случай, когда минимально необходимая для инвестора норма прибыли равна процентной ставке, под которую выпущена облигация. Допустим, имеется облигация номиналом 1000 долл., ставкой купона 12%, сроком погашения 25 лет. Если ожидаемый уровень дохода для инвесторов также составляет 12%, а проценты по облигации выплачиваются ежегодно, стоимость такой облигации составит:

$$Bo = \frac{120}{1{,}12} + \frac{120}{1{,}12} + \ldots + \frac{120}{1{,}12} = 25\ 100{,}16$$

В моделях оценки акций используется тот же принцип оценки, но имеется своя специфика, вызванная особенностями акций как финансовых инструментов.

8. Модели оценки акций (*stock valuation models*)

Определяя стоимость акций как приведенную стоимость будущих денежных поступлений, необходимо иметь в виду, что ожидаемые денежные поступления складываются из двух элементов: ежегодных ожидаемых дивидендов и цены, которую инвесторы рассчитывают получить от продажи акций, в результате чего они могут получить доход

от прироста рыночной стоимости своих активов (*capital gain*) или убыток (*loss*). Для того чтобы понять, как стоимость акции определяется при различных обстоятельствах, рассмотрим некоторые термины и их обозначения:

D_t — дивиденды, которые инвестор рассчитывает получить в конце года t. Здесь и далее рассматриваются обыкновенные акции. Обычно по акциям дивиденды выплачиваются ежеквартально, но для упрощения будем считать, что дивиденды выплачиваются раз в год. Необходимо также отметить, что выплаты дивидендов по обыкновенным акциям не гарантируются (!) и зависят от решения совета директоров;

D_0 — последние выплаченные дивиденды;

D_1 — дивиденды, которые инвесторы рассчитывают получить ровно через год;

K_s — минимально необходимая, по мнению инвесторов, норма прибыли на акцию с учетом риска и прибыли, которую можно получить по другим инвестициям (см. модель оценки капитальных активов: $K_s = Krf + \beta_j(K_m - Krf)$;

n — число лет;

P_n — рыночная цена акции в году n;

P_0 — рыночная цена сегодня, сразу же после получения дивиденда D_0;

P_1 — рыночная цена ровно через год, сразу же после получения дивиденда D_1 (P_0 — текущая рыночная стоимость; P_1, P_n — ожидаемые цены акций);

g — ожидаемый темп роста дивидендов, который также считается темпом роста рыночной цены, и вот почему.

Предположим, инвестор рассчитывает держать акцию в течение достаточно длительного, неопределенного периода времени. В этом случае все, на что он может рассчитывать, — это серия выплат дивидендов, поэтому текущая стоимость акции будет исчисляться как приведенная стоимость неопределенной суммы дивидендов:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_s)^1} + \frac{D_2}{(1+K_s)^2} + \ldots + \frac{D_\infty}{(1+K_s)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_s)^t}.$$

Рассмотрим более типичный случай, когда инвестор намеревается держать акцию в течение определенного периода времени, а затем продать ее. В этом случае справедливо было бы текущей стоимостью акции считать приведенную стоимость дивидендов и цену продажи акции, т.е.:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K_s)^t} + \frac{P_n}{(1+K_s)^n}.$$

Однако нетрудно заметить, что и предшествующая формула будет вполне уместна, так как цена продажи, которую получит сегодняшний инвестор, зависит от дивидендов плюс цен продажи, ожидаемых будущими инвесторами. Значение P_1 будет определяться как приведенная стоимость D_2 и цены продажи на конец второго года, которая, в свою очередь, будет определяться как приведенная стоимость ряда будущих дивидендных выплат и даже более отдаленной цены акции. Этот процесс может быть продолжен до бесконечности и окончательным результатом окажется именно эта формула. Такое уравнение является общей моделью оценки акций, при этом значения могут быть любыми: дивиденды увеличиваются, снижаются, происходит равномерный и неравномерный их рост, и все равно уравнение

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_s)^t}$$

будет подходящим.

Зачастую, однако, поступление дивидендов носит упорядоченный характер; в этом случае будут верны более упрощенные формулы. В частности, стоимость акций с нулевым ростом дивидендов будет определяться по формуле:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s}.$$

Скажем, если бы мы имели акцию, по которой ежегодно выплачивались бы дивиденды в размере 2 долл., то при минимально необходимой норме прибыли в 16 долл. ее рыночная цена составила бы:

$$P_0 = \frac{2}{0{,}16} = 12{,}5 \text{ долл.}$$

Для акций с постоянным ростом дивидендов будет верна формула:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g},$$

где $D_1 = D_0(1 + g)$.

Если бы мы имели акцию, дивиденд по которой бы постоянно возрастал с 2 долл. на 10% в год, то при минимально необходимой норме прибыли в 16% ее рыночная цена составила бы:

$$P_0 = \frac{2(1{,}10)}{0{,}16 - 0{,}10} = 36{,}37 \text{ долл.}$$

В модели оценки капитальных активов и в моделях оценки акций и облигаций речь идет о минимально необходимой норме прибыли

(уровне доходов), ожидаемой инвесторами (или «средним» инвестором). Это, незаметное на первый взгляд допущение означает, что «средний» инвестор считает минимально необходимую норму прибыли (т.е. уровень дохода с учетом риска и прибыли, которую можно получить по альтернативным, безрисковым инвестициям), «разумной», обоснованной и достаточной. Рыночный курс акции (облигации), таким образом, — это предписываемая ей «средним» инвестором стоимость. Постоянное изменение цен на рынке ценных бумаг — это изменение условий и ожиданий, т.е. всех факторов, заложенных в этих эконометрических моделях.

Безусловно, есть и другие подходы. Например, по формуле, предложенной Джеймсом Вальтером, цена акции выглядит следующим образом:

$$P = \frac{Д + \frac{J}{k}(E - Д)}{k},$$

где P — рыночная стоимость акции; $Д$ — размер начисляемого денежного дивиденда; E — величина прибыли, приходящаяся на одну акцию; J — предполагаемая доходность инвестиций фирмы; k — требуемая рыночная норма доходности по акциям.

Оптимальный размер дивиденда при предполагаемых J и k и заданной E должен максимизировать курсовую стоимость акции.

Пусть предполагается начислить дивиденд на акцию в размере 100 руб. Прибыль на акцию составила 400 руб. Требуемая рыночная норма доходности составляет 50%, а предполагаемая доходность от инвестиций по акциям оценивается в 60%.

Тогда:

$$P = \frac{100 + \frac{0{,}6}{0{,}5}(400 - 100)}{0{,}5} = 920 \text{ руб.}$$

Из данной формулы очевидно, что при $J > k$ рыночная стоимость акций тем выше, чем меньше начисляемый дивиденд. Если общество откажется от выплаты дивидендов в этом году и реинвестирует прибыль по данным условиям, то курс акции должен повыситься:

$$P = [0 + (0{,}6 : 0{,}5)\ (400 - 0) / 0{,}5] = 960 \text{ руб.}$$

Соответственно, при $J < k$ курс акции будет увеличиваться при увеличении средств, направляемых на выплату дивидендов акционерам.

Кстати, если мы указанные исходные данные подставим в формулу

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_s)^t}$$

или, что больше подходит в данном случае,

$$P_0 = \frac{D_t}{K_s{}^t},$$

то получим:

$$P_0 = \frac{100}{0{,}16} = 167 \text{ руб.}$$

Короче говоря, варианты возможны. Все это, безусловно, добавляет неопределенности в процесс определения цен акций.

9. Структура и особенности фондовых рынков США

Любой рынок ценных бумаг подразделяется на первичный и вторичный. На первичном рынке (*primary market*) происходит размещение новых выпусков ценных бумаг. Эмитентами являются корпорации, федеральное правительство, его органы и учреждения, организации, пользующиеся поддержкой федерального правительства, правительства штатов и муниципальные органы. Покупатели фондовых ценностей — индивидуальные инвесторы (*individual investors*), т.е. физические лица и финансовые институты, в том числе институциональные инвесторы (*institutional investors*). К последним относятся пенсионные фонды корпораций и государственных учреждений, страховые и инвестиционные компании, банки.

Различаются два способа размещения ценных бумаг: путем прямого обращения эмитента к инвесторам и через посредников.

Большая часть корпораций в США являются так называемыми корпорациями закрытого типа (*closed corporations*), собственностью нескольких крупных акционеров (основателей компании или их потомков по прямой линии). Именно для таких корпораций (их насчитывается порядка 75 тыс.) и характерен первый способ размещения ценных бумаг. Их акции нельзя свободно купить на рынке. Они продаются лишь тем, кто хочет инвестировать на длительный срок, а не перепродавать их на вторичном рынке. Такие корпорации часто называют еще частными (*private corporations*) или корпорациями в частной собственности (*privately-held corporations*).

Приблизительно 25 тыс. корпораций в США осуществляют публичную продажу акций (*go public*). Среди них большая часть — корпорации типа *Closely-Held*, в которых наибольшая часть акционерного капитала является собственностью нескольких крупных акционеров. Указанные корпорации отличаются от закрытых тем, что все же осуществляют публичную продажу акций. Остальные корпорации (*publicly-held*), проводят широкую публичную продажу своих акций и для них в полной мере характерно размещение ценных бумаг через посредников.

Размещением ценных бумаг (за исключением облигаций федерального правительства) занимаются инвестиционные банки, которые не обязательно могут быть банкам в прямом смысле этого слова. В большинстве случаев это крупные брокерские фирмы, занимающиеся размещением ценных бумаг непосредственно сами, либо создающие временное формирование — эмиссионный синдикат.

Бумаги, приобретенные инвесторами при эмиссии, могут быть перепроданы. Сделки купли-продажи ранее выпущенных ценных бумаг совершаются на вторичном рынке (*secondary market*). В принципе принято считать, что вторичный рынок состоит из двух частей: фондовых бирж (*stock exchanges*) и внебиржевого рынка (*over-the-counter market, OTC*).

В последнее время, однако, достаточно широко распространилась концепция «четырех рынков».

«Первый рынок» (*First market*) — это фондовые биржи, на которых осуществляются сделки с зарегистрированными (котируемыми) на них фондовыми ценностями (*listed securities*).

«Второй рынок» (*Second market*) — внебиржевой. На нем осуществляются операции с незарегистрированными на бирже ценными бумагами (*unlisted securities*).

«Третий рынок» (*Third market*) — тоже внебиржевой. На нем осуществляется купля-продажа зарегистрированных на биржах ценных бумаг через посредников. Возникновение этого рынка приходится на конец 1950-х — начало 1960-х гг., когда институциональные инвесторы стали проводить операции по хеджированию (*hedging*) в целях борьбы с инфляцией, для чего необходимо было оперировать крупными партиями (блоками) ценных бумаг. При этом они стремились обойти довольно высокие ставки комиссионных, которые тогда устанавливались в фиксированном виде на фондовых биржах. Осуществляя операции по купле-продаже крупных партий ценных бумаг с фирмами, не являвшимися членами фондовых бирж, они одновременно получали значительную экономию на комиссионных и избегали дестабилизации курсов на фондовых биржах, что является нередким следствием крупномасштабных операций на них. После дерегулирования в мае

1971 г. ставок комиссионных произошло временное размывание «третьего рынка», поскольку некоторые фирмы, осуществлявшие активную деятельность на нем, стали членами фондовых бирж; в то же время фирмы — участницы бирж во все большей степени стали выходить с крупными партиями акций на «третий рынок». Тем не менее этот рынок полностью не исчез, более того, целый ряд компаний, хорошо известных на фондовых рынках, сформировался именно на «третьем рынке».

«Четвертый рынок» (*Forth market*) — внебиржевой, ориентированный исключительно на институциональных инвесторов. Его особенность заключается в том, что участники сделок осуществляют операции, минуя посредников — через компьютеризированную систему. Значительная доля сделок осуществляется через компьютеризированную службу *Instinet* (*Institutional Networks Corporation*).

Три последних рынка объединены в одну группу — внебиржевой рынок. Рассмотрим отдельно элементы организации первичного и вторичного рынков.

10. Общие элементы организации первичного рынка ценных бумаг

В операциях по размещению ценных бумаг, как уже отмечалось, важнейшую роль играют инвестиционные банки, действующие как посредники между корпорацией, стремящейся мобилизовать денежные средства, и индивидуальными и институциональными инвесторами. Совместно с руководством корпорации-эмитента инвестиционный банк определяет сумму средств, которую необходимо мобилизовать, тип ценных бумаг, которые необходимо выпустить, а также способы, сроки их размещения, величину комиссионных и т.д.

С хорошо зарекомендовавшими себя компаниями инвестиционный банк, как правило, заключает эмиссионное соглашение о покупке всего выпуска ценных бумаг. В американской практике это получило название «андеррайтинг» (*underwriting*). Инвестиционный банк принимает на себя финансовую ответственность за любые непроданные бумаги, т.е. гарантирует эмитенту всю сумму выручки от продажи. Соглашение между эмитентом и инвестиционным банком на таких условиях является соглашением о покупке и последующей продаже ценных бумаг (*underwriting agreement*). Вознаграждение инвестиционного банка состоит в разнице между ценой приобретения выпуска и ценой предложения его инвестором (*underwriting spread*), которая оговаривается с эмитентом. Размер этого вознаграждения может составить от 1% (при

размещении облигаций известных корпораций) до 25% (при первоначальном предложении акций небольшой, новой корпорации).

От андеррайтинга необходимо отличать эмиссионные соглашения, когда инвестиционный банк действует уже не как принципал, а как агент (непосредственно посредник):

1) с эмитентом монет быть заключено соглашение, в соответствии с которым инвестиционный банк примет на себя обязательство приложить все усилия для продажи максимально возможного числа бумаг нового выпуска, но при этом не примет на себя финансовую ответственность (*best efforts*);

2) инвестиционный банк может взять на себя обязательство приложить максимальные усилия для продажи ценных бумаг, но в пределах оговоренных сроков (обычно нескольких недель или дней), и если к этому времени весь выпуск не будет продан, соглашение будет считаться аннулированным (*all-or-none*);

3) инвестиционный банк может предложить свои услуги как резервный канал продажи нового выпуска (*stand-by*). Это происходит в случае, когда эмитент пытается осуществить прямое размещение нового выпуска, но договаривается с посредником, что тот подключится к размещению, если выпуск не удастся разместить полностью.

Практически во всех эмиссионных соглашениях предусматривается оговорка о выходе с рынка (*market-out clause*). Такое условие позволяет аннулировать соглашение в случае крайне неблагоприятного развития событий. Таким событием может считаться резкое ухудшение ситуации на фондовом рынке, неожиданные изменения финансового положения эмитента, принятие неблагоприятных законов, постановлений правительства или резкое ухудшение в экономике вообще.

Часто оказывается, что выпуск для одного инвестиционного банка слишком велик. В этом случае он может обратиться к другим инвестиционным банкам с предложением сформировать эмиссионный синдикат (*underwriting syndicate*). Эти синдикаты действуют по двум принципам: по принципу раздельного, или «западного», счета (*divided account or western account*), а также по принципу нераздельного, или «восточного», счета (*undivided account or eastern account*). *Первый принцип* является более распространенным. В этом случае члены синдиката несут раздельную ответственность в пределах своего участия в синдикате и выделенной им доли выпуска. Например, фирма, участие которой в синдикате составляет 5%, при выпуске акций на сумму 20 млн долл. несет ответственность только за продажу акций на сумму 1 млн долл. и не отвечает за другие непроданные акции. *Второй принцип* применяется главным образом при размещении муниципальных ценных бумаг: каждый член синдиката несет ответственность как за свою долю, так и за долю других членов синдиката.

Если головной инвестиционный банк эмиссионного синдиката (он называется менеджером синдиката) решит, что синдикату необходима дополнительная помощь, он может сформировать «группу по продаже» (*selling group*), состоящую из фирм — членов Национальной ассоциации фондовых дилеров (*National Association of Stock Dealers*). Члены такой группы в отличие от членов эмиссионного синдиката не покупают ценные бриги, т.е. не принимают на себя финансовую ответственность, но каждый ее член дает обещание продать определенную долю выпуска. За это они получают определенную маржу.

Публичная продажа ценных бумаг включает в себя несколько этапов. Рассмотрим каждый из них.

Регистрация (registration). Все новые выпуски ценных бумаг в обязательном порядке регистрируются в комиссии по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission, SEC*). Для этого необходимо подать заявление на регистрацию (*registration statement*), которое обычно помогает подготовить инвестиционный банк, заключивший с компанией эмиссионное соглашение. За регистрацию нового выпуска *SEC* взимает регистрационную пошлину (*registration fee*).

«Период остывания» (cooling off period). После подачи заявления в течение 20 дней *SEC* осуществляет его проверку. На практике этот период часто продлевается, однако 20-дневный срок считается минимальным от момента подачи заявления до даты фактической продажи бумаг инвесторам. В этот период эмитент и его гарант (андеррайтер) выпускают специальные предварительные проспекты (*preliminary prospectus*), предоставляющие потенциальным инвесторам некоторую информацию, для того чтобы оценить предложение эмитента. Предварительные проспекты не являются непосредственной офертой, а служат лишь в целях выяснения заинтересованности инвесторов в новом выпуске. Предварительные проспекты не содержат данные о цене бумаг, дате фактического выпуска и о полной величине выпуска. Заинтересованные инвесторы, однако, могут направить эмитенту или гаранту письмо о намерении приобрести ценные бумаги.

В этот же период соответствующий инвестиционный банк или менеджер синдиката осуществляет своеобразную «правовую очистку» (*blue-skying*) нового выпуска, т.е. регистрирует его в каждом штате, где предполагается осуществлять эмиссию этих ценных бумаг, что необходимо в соответствии с законами этих штатов о защите прав инвесторов (*blue-sky law*).

Предэмиссионное совещание (due-diligence meeting). Перед окончанием «периода остывания» или непосредственно по истечении его менеджер эмиссионного синдиката созывает предэмиссионное совещание, где присутствуют члены синдиката, представители руководства компа-

нии-эмитента, бухгалтеры и юристы с обеих сторон. На таком совещании обсуждаются официальные условия контракта между эмитентом и гарантом размещения выпуска, устанавливаются окончательная цена бумаг нового выпуска, маржа гаранта и оговариваются прочие условия. Это совещание является последним этапом, на котором любой член синдиката может выйти из него без каких-либо финансовых последствий для себя. Согласно существующему в США законодательству брокеры, рекомендующие недоброкачественные ценные бумаги к продаже, могут быть привлечены инвесторами к суду. На практике таких совещаний проводится несколько. Организовываются различные брифинги, где представители руководства компании-эмитента отвечают на вопросы специалистов по анализу ценных бумаг.

Продажа новых выпусков начинается с того, что менеджером синдиката, членами синдиката и членами группы по продаже *рассылается окончательный вариант проспекта*, который с юридической точки зрения является офертой. Инвестиционный банк или менеджер синдиката получает подписку (*subscription*) от членов группы по продаже или внешних дилеров. Если подписка проходит успешно, менеджер синдиката «закрывает» продажу (*close the books*), хотя прекращение продажи еще не означает продажу всех бумаг. Это значит, что дилеры подписались на весь выпуск, хотя, возможно, им еще предстоит продать инвесторам эти ценные бумаги.

Если заинтересованность в выпуске оказывается не такой большой, как ожидалось, гарант обязан принять меры по стабилизации выпуска (*pegging or stabilising the issue*). Стабилизация представляет собой ряд мероприятий по поддержанию цены нового выпуска. Гарант должен будет либо закупить сам непроданные бумаги, либо выкупить уже проданные.

На некоторые выпускаемые акции, особенно акции новых, быстрорастущих компаний, работающих в области высокой технологии, спрос может быть гораздо выше предложения. Такие выпуски получили название «горячих» (*hot issues*). Цена бумаг «горячего выпуска» мгновенно подскакивает, и они могут быть проданы на вторичном рынке со значительной надбавкой к цене, по которой они были приобретены дилерами (брокерами).

11. Эволюция и механизмы биржевой системы

Биржевая система Соединенных Штатов является крупнейшей и самой разветвленной в мире. Старейшей из фондовых бирж считается Филадельфийская, которая действует несмотря на перерывы в началь-

ный период с 1754 г. В конце XVIII — начале XIX в. начался период формирования большого числа местных, провинциальных бирж, служивших в период свободной конкуренции рынком для выпуска ценных бумаг местных компаний. Деятельность большинства из них не выходила за рамки определенного района, поскольку чаще всего ни компания, ни ее торговая марка не были известны. Процесс концентрации в кредитно-финансовой сфере приводил к постепенному переходу большей части операций с ценными бумагами в руки ограниченного числа брокерских фирм. Поскольку инвесторы имеют дело не с самой биржей, а с ее брокерскими фирмами — членами биржи, увеличение числа клиентов брокерской фирмы приводит к усилению позиций самой биржи. В США ведущее место в сделках с ценными бумагами заняли нью-йоркские фирмы, что послужило одной из главных причин возвышения фондовых бирж Нью-Йорка.

Главной биржей Нью-Йорка — и в принципе основным звеном в биржевой системе США — является Нью-Йоркская фондовая биржа (*New York Stock Exchange, NYSE*). Она ведет свою историю с 1792 г., когда 24 коммерсанта подписали первое брокерское соглашение и тем самым создали первый организованный рынок ценных бумаг в Нью-Йорке.

Второй по величине в Нью-Йорке и в США считается Американская фондовая биржа (*American Stock Exchange, AMEX*), которая сформировалась в 1921 г. В 1962 г. в Нью-Йорке создана третья фондовая биржа — Национальная фондовая биржа (*National Stock Exchange*) — для обслуживания небольших компаний. Операциями с ценными бумагами, зарегистрированными на других фондовых биржах, Национальная фондовая биржа не занималась, и большого веса так и не приобрела.

Процесс концентрации неуклонно приводил к сокращению числа провинциальных бирж. До 1929 г. их насчитывалось около 30, в 1954 г. — 17, к 1982 г. их остаюсь всего семь. После войны в США утвердилась концепция развития региональных бирж (*Regional exchanges*), которые в отличие от провинциальных бирж как сугубо локальных рынков обслуживают целые регионы и национальный фондовый рынок.

Процесс формирования региональных бирж в полной мере развернулся с конца 1940-х гг. Филадельфийская биржа поглотила биржи Балтимора (в 1949 г.) и Вашингтона (в 1953 г.) и стала третьей по размерам биржей восточного побережья США. В настоящее время она имеет торговые залы в Филадельфии и Питтсбурге, а число ее членов превышает 300. В 1949 г. на базе Чикагской фондовой биржи, учрежденной в 1882 г. в результате объединения ранее самостоятельных бирж Клив-

ленда, Миннеаполиса, Сент-Пола и Сент-Луиса, образовалась биржа Среднего Запада (в 1952 г. в ее состав была включена биржа Нового Орлеана). В конце 1950-х гг. в результате объединения бирж Сан-Франциско и Лос-Анджелеса образовалась Тихоокеанская фондовая биржа. Кроме того, региональные фондовые биржи действуют в Цинциннати, Бостоне, Спокане и Солт-Лейк-сити. Региональные фондовые биржи помогают поддерживать общую ликвидность национального фондового рынка, однако значение их не следует преувеличивать. Одна Нью-Йоркская фондовая биржа обеспечивает свыше 60% объема всех сделок, а вместе с Американской фондовой биржей и внебиржевым рынком — около 90% объема всей торговой деятельности в системе национального фондового рынка.

12. Организация биржи и механизм биржевой торговли на примере Нью-Йоркской фондовой биржи

Как уже отмечалось, самой мощной фондовой биржей в Соединенных Штатах является Нью-Йоркская фондовая биржа. Она является корпорацией, работой которой руководит избираемый членами этой корпорации совет директоров. До 1972 г. совет состоял из 33 человек, в настоящее время в него входят 10 представителей биржи (членов биржи), 10 независимых представителей (*public representatives*) и председатель, голосующий лишь в случае, когда голоса распределяются поровну. Совет директоров отвечает за функционирование биржевого механизма, определяет политику биржи, решает вопросы о принятии новых членов, допуске к котировке ценных бумаг и т.д. Операции на бирже имеют право осуществлять только ее члены. С 1953 г. число их было неизменным — 1366, с 1988 г. — 1469. Членами биржи могут быть только физические лица, но если член биржи является совладельцем фирмы, то вся фирма считается ее членом. Места на Нью-Йоркской фондовой бирже продаются лицам, отвечающим высоким профессиональным требованиям. Цена на места устанавливается в индивидуальном порядке в зависимости, в частности, от биржевой конъюнктуры. В 1960 г. минимальная цена равнялась 82 000 долл., а максимальная — 4 275 000. В 1986 г. эти цены составили соответственно 455 000 и 600 000 долл. В целом контингент членов биржи характеризуется высокой стабильностью, что делает ее одним из самых элитарных институтов США.

Различаются следующие категории членов:

1) специалисты (*specialists*) — ключевые фигуры в торговом зале фондовой биржи. Каждый вид акций, котирующихся на бирже, предписан тому или иному специалисту, работающему за специальным

пультом. Специалистов насчитывается около 150. Пульты расположены в форме подков. В настоящее время таких «подков» 22. Специалисты действуют и в качестве агентов (*agents*), и в качестве дилеров (*dealers*), т.е., с одной стороны, они осуществляют операции по куплепродаже за свой собственный счет, а с другой — являются брокерами для брокеров: выполняют заказы брокеров за определенное вознаграждение. Их главная функция — обеспечивать ликвидность и стабильность сектора рынка, к которому они приписаны, т.е. они должны осуществлять продажу ценных бумаг в случае повышательной тенденции, и покупку — в случае понижательной. Таким образом, они должны действовать вразрез с рынком и тем самым стабилизировать его. На практике дело обстоит несколько сложнее: во-первых, размеры совокупного капитала специалистов таковы, что даже при желании они не смогли бы противодействовать значительным перепадам курсов, а во-вторых, это противоречило бы собственным интересам. Поэтому иногда (в частности, так было в 1969—1970-е гг.) специалисты действуют не против тенденций рынка, а в соответствии с ними.

За свой собственный счет специалист проводит сделки «без покрытия», а за определенные комиссионные исполняет лимитные приказы других брокеров при достижении ценой определенного уровня. Последнее проводится путем ввода данных лимитного приказа в терминал;

2) брокеры торгового зала или биржевые брокеры (*floor brokers, exchange brokers, brokers*) — члены фондовой биржи, выполняющие поручения своих клиентов. Они не имеют права вести операции за свой счет, но могут выполнять поручения других брокеров, если те в силу каких-либо причин не могут это сделать;

3) биржевые (зарегистрированные) маклеры (*competitive traders, floor traders, registered traders*) — члены фондовой биржи, осуществляющие операции в торговом зале за свой счет или выполняющие поручения, в которых они имеют долю участия. В настоящее время их насчитывается всего около 30 человек;

4) ассоциированные члены (*allied members*) — лица, имеющие допуск в операционный зал, но не имеющие права совершать сделки (директора, представители фирм — членов фондовой биржи).

Главную роль на фондовой бирже играют две первые группы ее членов.

На Нью-Йоркской фондовой бирже котируются и обращаются ценные бумаги только корпораций, отвечающих ряду требований, или листингу (*listing requirements*). Листинг Нью-Йоркской фондовой биржи является самым жестким в стране (табл. 2.3).

Общими для всех фондовых бирж условиями регистрации ценных бумаг являются требования, согласно которым корпорация обязана

Таблица 2.3

Минимальные требования для листинга на *NYSE*

Критерии	Первоначальный листинг	Последующий листинг
1. Доходы корпорации	2,5 млн долл. до налогообложения 2,0 млн в следующие два года	600 тыс. долл. — чистая прибыль в следующие три года
2. Материальные («осязаемые») активы	16 млн долл.	8 млн долл.
3. Общая рыночная стоимость публично размещенных акций	8—16 млн долл.	2,5—5 млн долл.
4. Общее число публично размещенных акций	1 млн	600 тыс.
5. Число держателей полных лотов (полный лот — единица измерения сделок на *NYSE*, 100 акций)	2 тыс.	1200

получать доверенность на голосование от своих держателей акций (*proxies soliciting*) и периодически предоставлять информацию инвесторам (*disclosure of information*).

Благодаря достаточно жестким условиям листинга Нью-Йоркской фондовой биржи большинство компаний, акциями которых на ней торгуют (всего котируется около 1650 акций), являются крупными корпорациями, зарекомендовавшими себя высокими показателями получаемых доходов, выплачиваемых дивидендов и показателями деятельности, превышающими средний уровень. Такие компании и их акции получили название «голубых фишек» (*blue chips*) — термин из игры в покер. Голубые фишки в покере обладают самой большой стоимостью. Это, однако, не значит, что курсы акций таких компаний не колеблются или что сами компаниями не переживали трудные времена. За последние десятилетия объем торговли на *NYSE* значительно возрос. Еще в 1970-е гг. средний объем сделок за день составлял от 20 до 30 млн акций. Сейчас в течение дня покупаются и продаются по 100 млн акций и более. Резкий скачок в объеме торговли объясняется изменениями, произошедшими в составе держателей акций. Совсем недавно мелкие инвесторы являлись преобладающими игроками на рынке. Сегодня приблизительно 70% всех сделок осуществляется в пользу институциональных инвесторов, которые в отличие от индивидуальных инвесторов ежедневно активно покупают и продают крупные партии акций (100 лотов и более).

Получая листинг своих акций на фондовой бирже, корпорации тем самым обеспечивают:

1) организованный рынок для своих ценных бумаг;

2) ликвидность своих ценных бумаг;

3) справедливое ценообразование;

4) непрерывное получение информации о котировках своих ценных бумаг;

5) информацию по другим котируемым ценным бумагам;

6) строгое соблюдение правил торговли своими ценными бумагами.

Прекращение, приостановка котировки акций компании или исключение компании из числа котируемых (*delisting*) допускается в двух случаях: по решению совета директоров биржи и по требованию самой компании. Совет директоров может пойти на такой шаг, если компания не выполняет условия, описанные выше.

Для понимания сути биржевой торговли необходимо ознакомиться с видами биржевых приказов (заказов), которые клиенты (будь то институциональный или индивидуальный инвестор) отдают брокерам.

В различных поручениях инвесторов могут ограничиваться условия сделки с точки зрения цены и сроков исполнения или оговариваться действия по усмотрению самого брокера.

С точки зрения ограничения цены приказы можно классифицировать следующим образом:

1) рыночный приказ (*Market order*) — приказ на покупку или продажу определенного вида акций по наиболее выгодной текущей цене, т.е. приказ купить акции по самой низкой цене или продать по самой высокой на момент получения приказа. Большая часть сделок на фондовых биржах осуществляется на основе рыночных приказов;

2) лимитный приказ (*Limit order*) — приказ на покупку или продажу акций по специально оговоренной цене или на более выгодных условиях, где оговаривается минимальная цена продажи или максимальная цена покупки. Если этот лимит не достигается, приказ брокером не выполняется. В таком приказе на продажу оговариваемая цена всегда превышает текущую цену продажи, а в лимитном приказе на покупку цена всегда ниже текущей цены покупки. Например, клиент отдает брокеру приказ приобрести акции корпорации *ABC* по цене 20 долл. за акцию в момент, когда эти акции продаются по цене 22 долл. Если цена опустится до 20 долл. или ниже, брокер осуществит приказ. Если же цена не достигнет этого уровня, брокер никаких действий не предпримет;

3) буферный приказ, или стоп-приказ (*Stop-loss order, Stop order*) — приказ брокеру осуществить куплю или продажу акций в момент, когда цена достигает оговоренного в нем уровня. Это означает, что по достижении буферной, или триггерной, цены (*Stop price or trigger price*)

приказ автоматически превращается в рыночный. Обычное предназначение этих приказов — страхование от потенциальных потерь (хеджирование), поэтому в отличие от лимитного буферный приказ содержит цену на продажу, ниже текущей, и цену на покупку, выше текущей. Например, инвестор приобрел 100 акций компании *ABC* по цене 55 долл. за акцию. Отдав брокеру буферный открытый приказ и установив в качестве буферной цены 50 долл. за акцию, он гарантирует себе, что в любом случае при падении курса его потери ограничатся 500 долл., поскольку если цена упадет до 450 долл., его буферный приказ будет автоматически исполнен, а если упадет, но не до 50, а до 51, — его потери будут меньше 500 долл.;

4) буферный-лимитный приказ (*Stop-limit order*) — буферный приказ, автоматически превращающийся в лимитный, а не рыночный, по достижении буферной цены. Например, фраза в приказе: «*Sell 100 ABC at 50 stop 49 $^1/_2$ limit*», означает, что по достижении буферной цены 50 долл. за акцию будет осуществлена продажа 100 акций компании *ABC*, но цена за акцию не может быть ниже 49,5 долл. В противном случае приказ не исполняется. На Американской фондовой бирже все буферные приказы на полные лоты акций должны быть буферными лимитными приказами, в которых лимитная и буферная цены должны совпадать.

Теперь необходимо остановиться на сроках исполнения приказов. Инвестор может дать приказ брокеру на покупку-продажу ценных бумаг на один день, и если приказ в течение дня не будет осуществлен, он будет автоматически аннулирован. Это так называемый приказ на день (*Day order*);

5) приказ «до отмены», или открытый приказ (*Good-till-cancelled, GTC or Open order*) — биржевой приказ инвестора брокеру, действующий до его осуществления (или отмены). Теоретически предполагается следующее: если открытый приказ не может быть выполнен в течение длительного периода, брокер периодически получает подтверждение от своего клиента относительно того, что тот по-прежнему желает оставить его у брокера.

Инвесторы могут отдавать своим брокерам приказы на неделю или на месяц. В этом случае сам брокер несет ответственность за их отмену по истечении указанного срока.

В приказах могут указываться самые различные оговорки:

• оговорка о праве брокера действовать по своему усмотрению (*not held, market not held*) — дополнительное положение в приказе, дающее брокеру право исполнить приказ немедленно или отложить его исполнение до возникновения более благоприятной конъюнктуры. При этом брокер не несет ответственность за неисполнение приказа в ого-

воренные в приказе сроки или по установленной в приказе цене. Чаще всего такая оговорка применяется в лимитных приказах и реже — в рыночных;

• оговорка «исполнить или отменить» (*fill-or-kill*) означает, что приказ должен быть исполнен немедленно в полном объеме или отменен;

• оговорка «исполнить немедленно или отменить» (*immediate-or-cancel*) сходна с оговоркой «исполнить или отменить», но при ее включении приказ может быть выполнен частично, а неисполненная часть — аннулирована;

• оговорка «только в полном объеме» (*all-or-none*) включается в приказ на осуществление операций с крупными партиями акций. В отличие от двух предыдущих оговорок она не предусматривает незамедлительное исполнение приказа;

• оговорка «в момент открытия или закрытия» (*at the opening, at the close*) подразумевает, что приказ должен быть исполнен в числе первых (или в числе последних) после открытия (или перед закрытием) биржи;

• оговорка «цену не снижать и не повышать» (*do not reduce, DNR, do not increase, DNI*) означает, что цена, указанная в приказе, ни в коем случае не должна корректироваться при дроблении акций или при иных непредвиденных обстоятельствах.

Как уже отмечалось, подавляющее большинство сделок на бирже осуществляется с полными лотами. Полный лот в сделках с акциями составляет 100 акций. Для «неактивных» акций полный лот составляет 10 акций. В операциях с облигациями полный лот равен не определенному количеству ценных бумаг, а определенной денежной сумме — 1000 долл. В биржевой торговле допускаются операции с неполными лотами (*odd lots*), которые осуществляются через специалистов. Последние будут действовать не как брокеры, а как дилеры, осуществляя сделку с неполным лотом от своего имени и за свой счет. За это специалист взимает определенные комиссионные (обычно 12,5 центов за акцию независимо от того, осуществляется продажа или покупка акций).

Большинство корпораций, регистрирующих свои акции на фондовой бирже, регистрируют на них и свои облигации. Однако торговля облигациями на самих фондовых биржах по объему сравнительно невелика, поскольку большая часть облигаций обращается на внебиржевом рынке. Что касается торговли облигациями на фондовых биржах, то она ведется через брокеров (*bond brokers*) в самом операционном зале (наиболее активная торговля высоколиквидными облигациями) и за его пределами — в специально отведенном месте, где находятся стеллажи с картотекой лимитных приказов по «неактивным» облигациям.

13. Внебиржевой рынок ценных бумаг

Внебиржевому рынку принадлежит важное место в обслуживании оборота ценных бумаг. Он является одновременно и соперником фондовых бирж, и их органическим дополнением. Например, в торговле облигациями внебиржевой рынок дополняет биржевой механизм, в торговле акциями биржи и внебиржевой рынок рассматриваются как конкуренты. Основные различия между биржами и внебиржевым рынком заключаются в следующем:

1) во внебиржевом обороте отсутствует единый физический центр для осуществления операций, т.е. нет предназначенного для этого здания, операционного зала и т.д.; сделки по купле-продаже ценных бумаг осуществляются через телефонные и компьютерные сети;

2) если биржи действуют по принципу «двойного аукциона» и операции на них регулируются правилами, устанавливаемыми руководством бирж, то на внебиржевом рынке цены устанавливаются путем переговоров и по своим правилам; критерии для регистрации участников на этом рынке менее жесткие;

3) участники биржевого процесса действуют в рамках узкой специализации (брокеры, специалисты и т.д.), посредники же на внебиржевом рынке часто совмещает функции брокера и специалиста.

Помимо указанных между биржами и внебиржевым рынком имеются существенные различия по составу участников и объектам операций.

Внебиржевой рынок возник как альтернатива биржевого оборота, поскольку многие новые компании, объявлявшие подписку на акции, не могли выходить на биржу, так как не соответствовали требованиям листинга. В принципе, такое положение сохраняется и сейчас: в настоящее время в США образуются ценные бумаги свыше 20 тыс. различных корпораций, но на всех фондовых биржах США в совокупности зарегистрировано менее 3 тыс. видов акций. Остальные компании вынуждены изыскивать альтернативы для совершения операций с фондовыми ценностями. Тот факт, что акции какой-либо корпорации не зарегистрированы на фондовой бирже, еще не означает, что для ее ценных бумаг нет благоприятного рынка. Например, в свое время в такой отрасли, как производство компьютеров, акции компании *Apple Computer* на бирже не котировались и при этом пользовались бóльшим спросом, чем акции компании *Wolles Computer*, зарегистрированной на бирже. Более того, в последние годы многие компании, отвечающие критериям для листинга, все же не котируют свои ценные бумаги на биржах, а предпочитают использовать внебиржевой рынок, поскольку, по их оценке, более разветвленная сеть внебиржевого оборота, включающая многих дилеров, выгоднее излишне жесткой и централи-

зованной биржевой системы, где все операции должны осуществляться через специалиста. Помимо этого на внебиржевом рынке осуществляются сделки и с зарегистрированными ценными бумагами (так называемые третий и четвертый рынки).

Ценные бумаги, представленные во внебиржевом обороте, неоднородны. Их можно разделить на несколько групп:

- акции небольших фирм, действующих в традиционных отраслях экономики и не имеющие перспектив роста;
- ценные бумаги крупных кредитно-финансовых учреждений, особенно банков, которые традиционно ограничивают сферу хождения своих ценных бумаг внебиржевым рынком;
- акции компаний, учреждаемых в новых и новейших отраслях экономики;
- акции компаний, занимающихся разведочным бурением нефти, газа;
- государственные ценные бумаги, облигации муниципалитетов и корпораций;
- иностранные фондовые бумаги и американские депозитные свидетельства;
- новые выпуски акций.

Долгое время основой внебиржевого оборота являлась коммуникационная система НАСДАК (*NASDAQ*), созданная Национальной ассоциацией фондовых дилеров (*National Association of Securities Dealers, NASD*), введенная в строй в 1971 г. В настоящее время в рамках этой системы котируются акции гораздо большего числа американских и иностранных компаний, чем на всех вместе взятых американских фондовых биржах. Способность внебиржевого рынка пропускать по своим каналам миллионы акций показывает, что с организационной точки зрения он развит очень высоко. Более того, технические возможности системы НАСДАК позволяют включить в нее и все акции, котирующиеся в настоящее время на биржах. Дилерами по ценным бумагам, котирующимся в системе НАСДАК, выступают более 360 фирм. Это — основная часть фирм, выполняющих посреднические функции на внебиржевом рынке. Кроме того, инвестиционные банки, являющиеся членами Нью-Йоркской фондовой биржи, играют важную роль и как дилеры внебиржевого рынка. Однако появление системы НАСДАК укрепило позиции провинциальных дилерских фирм, масштабы деятельности которых выросли до общенациональных. Нью-Йоркские фирмы составляют сейчас всего треть среди дилеров системы НАСДАК, что служит немаловажным фактором, обостряющим конкуренцию между Нью-Йоркской фондовой биржей и внебиржевым рынком.

Для того чтобы войти в систему НАСДАК, компании должны зарегистрировать свои ценные бумаги в соответствии с Законом о ценных бумагах (*Securities Act)* 1933 г. или Законом об инвестиционных компаниях *(Investment Company Act*) 1950 г.; они должны иметь как минимум 100 тыс. акций, размещенных публично, и объединять как минимум 300 держателей акций. Кроме того, предусматриваются дополнительные условия, касающиеся цены каждой акции, объема активов и прибыли и наличия лиц, определяющих рынок этих акций и курирующих сделки с ними (*market makers*). В настоящее время в системе НАСДАК действуют как брокеры, так и дилеры, действующие за собственный счет, и получающие прибыль не в форме комиссионных (*commission*), а в форме наценки (*markup*) при реализации акций.

Первый уровень компьютеризированной системы НАСДАК дает только курсы покупателя и продавца без ссылки на фирмы, котирующие курсы покупателя и продавца. Второй уровень дает курсы покупателя и продавца конкретных фирм. Третий доступен только для членов Национальной ассоциации фондовых дилеров и позволяет им котировать курсы покупателя и продавца и пользоваться вторым уровнем системы.

Котировки брокеров (дилеров) внебиржевого рынка могут быть ориентировочными или твердыми. Ориентировочные котировки (*subject quotes*) предназначены для потенциального покупателя, при этом брокер (дилер) может отказаться закупить или продать ценные бумаги по указанной в такой котировке цене. Брокер (дилер) по закону обязан указывать тип котировки. Обычно включаются слова *«FVO — For valuation only»* или *«FYI — For your information»* (только для оценки, только для информации).

Брокер (дилер) может дать котировку, подлежащую доработке (*work-out quote*). Такая котировка приводится в случае, когда у брокера (дилера) накопилось много приказов на покупку (продажу) определенной группы ценных бумаг и он должен доработать свою позицию. Например, котировка «15—17 *work-out*» означает, что операции будут проводиться в указанных пределах.

В твердых котировках (*firm quotes*) указывается фактическая цена, предлагаемая для закупки пли продаж конкретного вида ценных бумаг. Для идентификации твердых котировок брокер (дилер) не должен сопровождать их какими-либо надписями.

До появления НАСДАК покупатели и продавцы находили друг друга с помощью ежедневных публикаций котировок внебиржевого рынка Национального бюро котировок (*National Quotation Bureau*), получивших названия «розовые страницы» (*pink sheets*) и «желтые страницы» (*yellow sheets*). На первых печаталась информации по акциям, а на вторых — по облигациям.

С появлением же НАСДАК рынок котируемых внебиржевых ценных бумаг стал гораздо более ликвидным, так как маркет-мейкеры котируемых ценных бумаг обязаны сразу же сообщать обо всех сделках в НАСДАК. Благодаря этой особенности изменения котировок происходят почти мгновенно, и маржа между ценами покупателя и ценами продавца сравнительно мала.

14. Показатели торговли ценными бумагами и сводки данных по фондовым операциям

В настоящее время фондовые рынки давно превратились в самостоятельный сектор экономики и сформировалась самостоятельная отрасль анализа — анализ ценных бумаг, в рамках которой, как мы уже отмечали, выделяются несколько школ. Ключевыми показателями для статистического измерения, исследования и прогнозирования общего положения в фондовой торговле и положения в отдельных отраслях экономики являются биржевые индексы. Значение биржевых индексов этим далеко не исчерпывается. Многие индексы с начала 1980-х гг. стали выступать самостоятельным объектом фондовой торговли: по ним заключаются фьючерсные контракты, выписываются опционы и опционы на фьючерсные контракты и т.д.

Биржевые индексы содержат ценную информацию, которая, впрочем, не лежит на поверхности. Биржевые индексы могут исчисляться по различным методикам. Некоторые из них являются простыми средними величинами (средними арифметическими) движения курсов акций, другие же — индексами в традиционном смысле этого слова (т.е. средневзвешенными величинами, где в качестве весов выступают чаще всего показатели базисной рыночной стоимости обращающихся на рынке акций каждой включенной в состав индекса корпорации). При этом в индексах, исчисляемых как среднеарифметическое, большое значение имеют «дорогие» акции: чем выше их цена, тем сильнее изменение их курса влияет на величину индекса. В индексах, рассчитываемых как средневзвешенные величины, большую значимость имеют акции крупных корпораций; влияние их курсов на величину индекса зависит от суммы акционерного капитала корпорации, т.е. ее размеров. Для элиминирования влияния этих факторов применяются различные приемы и методы. Рассмотрим наиболее популярные в США индексы.

Компания *Dow Jones* составляет четыре индекса. Промышленный индекс Доу-Джонса (*The Dow Jones Industrial Average, DJIA*) — простой средний показатель движения акций 30 крупнейших промышленных корпораций. Это самый старый и распространенный индекс. На его

составляющие приходится от 15 до 20% рыночной стоимости акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирке. Индекс исчисляется путем сложения цен включенных в него акций на момент закрытия биржи и деления полученной суммы на определенный деноминатор. Величина деноминатора корректируется на величину дробления акций и дивидендов в форме акций, составляющих свыше 10% рыночной стоимости выпусков, и учитывает процессы слияния и поглощения. Котируется он в пунктах.

Транспортный индекс Доу-Джонса (*The Dow Jones Transportation Average, DJTA*) — средний показатель, характеризующий движение курсов акций 20 транспортных корпораций.

Коммунальный индекс Доу-Джонса (*The Dow Jones Utility Average, DJUA*) — средний показатель движения курсов акций 15 компаний, занимающихся газо- и электроснабжением.

Составной индекс Доу-Джонса (*The Dow Jones Composite*) известен также под названием «Индекс-65» — это показатель, составляющийся на базе промышленного, транспортного и коммунального индексов Доу-Джонса.

Кроме того, компания *Dow Jones* публикует два довольно распространенных индекса по облигациям: облигационный индекс Доу-Джонса-40 (*The Dow Jones 40 Bond Average*) и индекс Доу-Джонса по доходности муниципальных облигаций (*The Dow Jones Municipal Bond Yield Average*).

Независимая компания *Standard and Poor's* публикует свои индексы по акциям 500 корпораций (*S&P* 500) и по акциям 100 корпораций (*S&P* 100). Первый представляет собой средневзвешенную цену акций 500 крупнейших корпораций. Индекс представляет порядка 80% рыночной стоимости всех выпусков, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже (но в него включаются также акции, котируемые на Американской фондовой бирже и во внебиржевом обороте). Этот индекс более сложен по сравнению с индексом Доу-Джонса и считается более точным в силу того, что в нем представлены акции большего числа компаний, и акции каждой из них взвешиваются на величину стоимости всех акций, находящихся в руках акционеров. Индекс *S&P* 100 исчисляется на той же основе.

Составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (*New York stock exchange composite index*) — взвешенный по рыночной стоимости показатель движения курсов акций всех корпораций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже. Он выражается в долларах и фактически представляет собой среднюю цену на акцию по всем компаниям, зарегистрированным на этой бирже, взвешенную по рыночной стоимости акций каждой корпорации (с соответствующими корректи-

ровками по фактам дробления акций, слияния и поглощений). Помимо этого составляются также промышленный, транспортный, коммунальный индексы, индекс телефонных корпораций.

Американская фондовая биржа публикует два основных индекса, которые исчисляются различными способами. Основной рыночный индекс Американской фондовой биржи (*AMEX major market index*) является простым средним показателем движения цен акций 20 ведущих промышленных корпораций. Он был задуман в качестве альтернативы промышленному индексу Доу-Джонса.

Индекс рыночной стоимости Американской фондовой биржи (*AMEX market value index*) исчисляется на принципиально иной основе: он является средневзвешенным показателем рыночной стоимости всех выпущенных акций корпораций (более 800 выпусков акций), зарегистрированных на Американской фондовой бирже, включая помимо этого подписные сертификаты и АДГ. При его расчете предполагается, что дивиденды в форме наличных, выплачиваемые по входящим в его состав акциям, реинвестируются.

Национальная ассоциация фондовых дилеров исчисляет целый ряд индексов, представляющих как внебиржевой оборот в целом, так и ценные бумаги отдельных отраслей, котируемых в НАСДАК.

Основным является индекс цен НАСДАК (*NASDAQ OTC price index*), в который включены в качестве компонентов акции около 3500 корпораций, кроме котируемых на фондовых биржах. Этот индекс является показателем, взвешенным по рыночной стоимости его компонентов. После 1984 г. НАСДАК публикует также отраслевые индексы по акциям промышленных, транспортных, коммунальных компаний, банков, страховых компаний и других финансовых корпораций.

Независимая инвестиционная служба *Value Line* рассчитывает и публикует свой составной индекс (*Value Line composite index*). Это средняя геометрическая цен 1700 акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже и во внебиржевом обороте.

Пожалуй, самым репрезентативным из публикуемых по американским фондовым рынкам индексам является индекс «Уилшир 5000» (*Wilshire* 5000), рассчитываемый компанией *Wilshire Associates*. Он отражает стоимость (в млрд долл.) акций всех корпораций, котируемых на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах и во внебиржевом обороте — около 5 тыс. выпусков в целом.

Обычно значения индексов анализируются в динамике за период, составляющий от нескольких недель до нескольких лет. Наибольший интерес для специалистов по анализу ценных бумаг обычно представляют либо устойчивые тенденции на протяжении достаточно длительного

периода времени, либо резкие единовременные (например, в течение одного дня) изменения в их значении. Тем не менее сам факт устойчивого роста или устойчивого снижения значения индекса либо его резкого изменения в короткий срок еще ни о чем не говорит. Для того чтобы сделать хоть какой-нибудь значимый вывод, требуется дополнительная информация как о самих фондовых рынках, так и об обстановке в экономике в целом. В частности, из чисто биржевой сводной информации большое значение имеет показатель объема торговли на биржах (*volume*). Обычно между изменением этого показателя и значением индекса прослеживается определенная статистическая взаимосвязь.

Сводки данных по фондовым операциям, ежедневно публикуемые в таких газетах, как *Wall Street Journal*, содержат немало полезной финансовой информации, которую специалисты по анализу и биржевики активно используют.

Сводки операций с акциями

Указанные сводки представляют собой компьютерные распечатки, содержащие информацию о состоянии торговли акциями каждой корпорации, зарегистрированной на данной бирже на момент ее закрытия в предыдущий день. В ведущих газетах, издаваемых в финансовом центре США — Нью-Йорке, такие сводки публикуются по операциям на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже и в системе НАСДАК. Информация в этих сводках размещается в алфавитном порядке названий корпораций, котируемых на бирже (в системе НАСДАК), и печатается по типовому формату. Содержание такой сводки можно рассмотреть на примере выдержки из сводки операций на Нью-Йоркской фондовой бирже (табл. 2.4).

Таблица 2.4

Сводка операций на Нью-Йоркской фондовой бирже (выдержка)

52 weeks High	52 weeks Low	Stock	Div	Yld	PE	Sls 100s	High	Low	4 p.m.	Ch'ge
221	162	CBS	4,40	2.2	19	634	203	201	$201^1/_8$	$+^1/_8$
$35^1/_2$	24	Citicorp	1,62	5.4	6	4015	$30^3/_8$	$29^7/_8$	30	$-^1/_8$
$62^1/_4$	$55^3/_8$	GMot pf	5,00	8.4	...	4	$59^7/_8$	$59^7/_8$	$59^7/_8$	+1

Примечания:

52 *weeks High and Low* — диапазон колебаний курсов акций, приводимый в сводке конкретной корпорации (т.е. самая высокая и самая низкая цена) за год, исключая день, по которому дается сводка. Цены приводятся в долларах с точностью до $^1/_8$;

Stock — название компании, выпустившей котируемые в сводке акции. В данном случае *CBS, CITICORP, General Motors*. Если после названия следует сокращение *pf*, это значит, что данные приводятся по привилегированным акциям;

Div — размер последнего объявленного регулярного дивиденда в годовом исчислении. Указывается в долларах и центах в расчете на одну акцию;

Yld — доходность акций в процентах. Исчисляется как частное от деления величины дивиденда на рыночную цену акций на момент закрытия биржи;

PE — соотношение «цена — доход». Исчисляется как частное от деления средней рыночной цены одной акции на всю сумму доходов в расчете на одну акцию за год;

Sls 100*s* — количество полных лотов акций, проданных за день;

High — самая высокая цена акции за день;

Low — самая низкая цена акции за день;

4 *p.м.* — цена акции на момент закрытия биржи;

Ch'ge — изменение курса. Исчисляется как разность между последней ценой в день, по которой приводится сводка, и ценой на момент закрытия биржи в предшествующий день.

По такой же схеме составляются сводки операций на Американской фондовой бирже.

В системе НАСДАК используются два вида сводок: один — национальный перечень (*national list*), именуемый также «Национальный рынок НАСДАК» (*NASDAQ national market*), который имеет такой же формат, а другой — дополнительный перечень (*supplemental list*), содержащий только котировки предложений на продажу и покупку и имеющий следующий вид (табл. 2.5):

Таблица 2.5

Котировки предложений на покупку и продажу акций в системе НАСДАК (выдержка)

Stock & Div	Sales 100	Bid	Asked	Net Chg
Advatex	35	3	$3^{1}/_{8}$	...
ATT	360	$^{5}/_{16}$	$^{11}/_{32}$	$+^{1}/_{32}$

Примечания:

Stock & Div — название компании-эмитента и размер объявленного за год дивиденда (отсутствие данных о размере дивиденда свидетельствует о том, что он не объявлялся);

Sales 100 — количество полных лотов, проданных за последний день;

Bid — предлагаемая цена, т.е. цена, по которой дилер готов приобрести акции;

Asked — запрашиваемая цена, т.е. цена, по которой дилер готов продать акции данного выпуска;

Net Chg — изменение по сравнению с последней предложенной ценой.

Сводки операций с облигациями

Данные по облигациям, особенно по государственным выпускам, также несут в себе ценную информацию. В частности, информация об операциях с облигациями дает некоторое представление об активно-

сти тех или иных компаний на рынке заемных средств, о том, какие выпуски являются наиболее популярными, и т.п. Данные о казначейских векселях позволяют составлять прогнозы движения ставок процента (табл. 2.6—2.8).

Таблица 2.6

Сводка операций с облигациями на Нью-Йоркской фондовой бирже. Облигации корпораций (выдержка)

Bonds	Cur Yld	Vol	High	Low	Close	Net Chg
Exxon $6^1/_8$ 98	7,3	17	89	$88^1/_2$	$88^1/_2$	$+^5/_8$
ITTF $8^1/_2$ 02	9,1	25	$93^3/_4$	$93^3/_4$	$93^3/_4$	$+^3/_4$
IBM $10^1/_2$ 15	9,5	20	$110^1/_2$	$110^1/_2$	$110^1/_2$	...

Примечания:

Bonds — название корпорации-эмитента, процент, под который выпущена облигация, год погашения;

Cur Yld — текущая доходность облигации. Величина годового дохода по облигации, деленная на ее текущую цену (на момент закрытия биржи);

Vol — объем операций с облигациями данного вида за один день (в тыс. долл.);

High Low Close — наивысший, наименьший курс и курс на конец рабочего дня. Указывается в пунктах. 1 пункт = 10 долл. С точностью до $^1/_8$ пункта;

Net Chg — изменение цены облигации по отношению к цене в предыдущий день на момент закрытия биржи.

Таблица 2.7

Котировки казначейских векселей (выдержка)

Mat. Date	Bid	Asked	Yld
1989 4/27	8,01	7,49	7,60
5/4	8,51	8,44	8,58
1990 4/12	8,62	8,59	9,30

Примечания.

Особенности данной таблицы связаны с особенностью казначейских векселей как краткосрочных (до одного года) финансовых инструментов. Во-первых, сводка по ним охватывает один год и содержит котировки в соответствии со сроками погашения векселей:

Mat. Date — срок погашения векселей конкретного выпуска (год, месяц, число).

Во-вторых, казначейские векселя продаются с дисконтом, поэтому в котировке указывается не сама запрашиваемая или предлагаемая цена, а скидка, т.е.:

Bid Asked — соответственно предлагаемая и запрашиваемая скидки в пунктах с точностью до $^1/_{32}$;

Yld — доход по векселю (в процентах) на момент погашения в годовом исчислении.

Таблица 2.8

Котировки казначейских средне- и долгосрочных облигаций (выдержка)

Rate	Mat. Date	Bid	Asked	Bid Chg	Yld
9 1/4	1989 Mayn	99,29	100,01	...	8,37
8 1/4	1990 May	98,23	98,29	-0,6	9,39

Примечания:

Rate — процентная (купонная) ставка, под которую выпущены облигации;

Mat. Date — срок погашения (год и месяц). Если затем следует буква «*n*», это значит, что облигация среднесрочная (*note*); если такого обозначения нет, облигация долгосрочная (*bond*);

Bid — предлагаемая цена (в пунктах);

Asked — запрашиваемая цена (в пунктах);

Bid Chg — изменение предлагаемой цены по сравнению с последней предыдущей (в пунктах);

Yld — доходность облигации на момент погашения (в %).

Облигации, выпускаемые федеральным правительством, в отличие от облигаций корпораций котируются с точностью не до $^1/_8$, а до $^1/_{32}$ пункта. В целях упрощения знаменатель дроби $^1/_{32}$ в котировках не указывается. Например, облигация, котирующаяся по 80,12, будет иметь цену 803,75 долл., т.е.:

$$80{,}12 = 80\frac{12}{32} = 80\frac{3}{8},$$

или 80,375 пункта; 1 пункт = 10 долл; цена 803,75.

15. Цели операций корпораций на первичном рынке ценных бумаг

Вплоть до недавнего времени выпуск акций являлся крайним средством финансирования. Основную же роль играли средства, поступающие с рынка ссудных капиталов, а также в результате эмиссии облигаций. Вместе с тем учреждение новых компаний или реорганизация частных компаний в публичные также не является главной причиной эмиссии акций. На первый план выходят другие фондовые операции, ставятся другие задачи, среди которых в первую очередь необходимо отметить финансирование слияний и поглощений, снижение левериджа, финансирование инвестиционных проектов.

Слияния и поглощения (mergers and takeovers)

С современным процессом концентрации производства и капитала тесно связаны такие явления, как слияния и поглощения.

Слияние — наиболее общее понятие, характеризующееся объединением двух или более компаний. Оно может осуществляться либо путем объединения капиталов (*pooling of interest*) двух или более корпораций, при котором не производится переоценка активов (их размеры суммируются); либо путем покупки, или приобретения (*acquisition or purchase*) одной корпорацией другой, когда происходит переоценка активов приобретаемой компании, а разница, выплаченная сверх балансовой стоимости активов, фиксируется на счетах корпорации-приобретателя как часть неосязаемых или нематериальных активов — «гудвилл». Это условная стоимость деловых связей (*goodwill*).

В отличие от слияния поглощение подразумевает радикальное изменение во владении контрольным пакетом акций. При этом поглощение может осуществляться как инвестором (акционером) этой корпорации (*insider*), так и внешними инвесторами (*outsider*). В зависимости от целей и способов различают «дружественное» поглощение (*friendly takeover*) и поглощение «враждебное» или «агрессивное» (*hostile takeover*). В первом случае между инвестором, делающим предложение о приобретении контрольного пакета акций, и советом директоров корпорации — объекта поглощения заключается соглашение. Инвестор-«поглотитель» регистрирует условия сделки в Комиссии по ценным бумагам и биржам США. После этого условия сделки представляются на рассмотрение собрания акционеров, но это, как правило, формальный акт, поскольку контрольный пакет обычно принадлежит лицам, входящим в совет директоров.

По-иному обстоит дело, если компания — объект поглощения (*target company*) решает оказать сопротивление. Это вынуждает инвесторов (директоров корпорации), претендующих на поглощение (*takeover bidders*), обращаться не к совету директоров, а непосредственно к акционерам. Такое обращение делается путем рассылки писем акционерам или путем помещения объявления в печати. Обычно в таких условиях делается предложение о скупке акций с премией к текущей рыночной стоимости, как правило, за наличные (*tender offer*). Могут быть применены и другие средства: корпорация-поглотитель начинает постепенную скупку акций на открытом рынке, развязывает так называемую борьбу за доверенности (*proxy fight*) с целью поменять совет директоров или применить комбинацию всех вышеуказанных методов. Возможно также обращение поглощающей корпорации к акционерам

поглощаемой компании с предложением об обмене акций — акций компании-поглотителя на акции поглощаемой компании (*exchange of shares*). Однако такой способ более характерен для «дружественных» поглощений, а не агрессивных.

«Враждебным» поглощение является в первую очередь для контролирующей группы (совета директоров). Для многих акционеров, не входящих в контролирующую группу, предложение о поглощении является тем более выгодным, чем более «враждебным» оно является для контролирующей группы. Борьба конкурирующих сторон взвинчивает цены на акции поглощаемой компании. Необходимо также иметь в виду: потенциальным объектом поглощения является лишь корпорация, акции которой в значительной степени рассредоточены, и контролирующая группа обеспечивает контроль при помощи достаточно небольшого пакета акций.

Для противодействия агрессивным инвесторам (*raider*) и спекулянтам корпорации разрабатывают различные меры, получившие название «средства отпугивания акул» (*shark repellents*). Последние можно разделить на уставные и неуставные.

В уставе корпорации может быть предусмотрено положение о недискриминации акционеров. В соответствии с ним любое лицо, делающее предложение о поглощении, будет вынуждено выплачивать всем держателям акций одинаковую цену (*fair price provision*).

В контрактах с управляющими высшего звена могут быть заложены условия, по которым поглощающая корпорация будет обязана выплатить при увольнении менеджеров высокие бонусы, делающие поглощение невыгодным. Такие контракты получили название «золотые парашюты» (*golden parachutes*).

В уставе корпорации может быть предусмотрена оговорка о постепенной смене состава совета директоров (*staggered board of directors*), т.е. в соответствии с ней совет директоров должен переизбираться не ежегодно в полном составе, а обновляться каждый год по частям (на одну треть, на одну четверть). Указанное условие затрудняет действия поглотителя, решившего провести в совет директоров своих лиц.

Положение о квалифицированном большинстве (*super majority provision*) предусматривает, что принятие акционерами решений по наиболее важным вопросам, в том числе о поглощении, должно осуществляться не простым большинством голосов, а большинством в две трети или три четверти голосов.

Корпорация — объект поглощения может пойти на «защитительное» слияние (*defensive merger*) с какой-либо другой компанией или организацией, с тем чтобы создать для поглощающей корпорации (инвестора) юридические проблемы.

Если вышеуказанные «уставные» меры не срабатывают, корпорация может применить и ряд других средств:

1) попытаться откупиться от инвестора-поглотителя, предложив ему в ответ на его обязательства не повторять «враждебные» действия премию за находящиеся у него акции. Такие меры называют «зеленый шантаж» (*greenmail*);

2) корпорация может пуститься на поиск так называемого белого рыцаря (*white knight*), который мог бы провести «дружественное» поглощение;

3) корпорация может включиться в борьбу за доверенности с потенциальным поглотителем, пытаясь убедить своих акционеров в невыгодности курса потенциального поглотителя и предлагая рядовым акционерам какие-либо выгодные для них условия.

Корпорации могут принять и другие защитные меры, направленные на свое «удорожание», т.е. на повышение рыночной стоимости своих активов.

Процессы слияний и поглощений теснейшим образом связаны с фондовыми рынками экономически и организационно-технически.

Во-первых, многое в этих процессах определяется общей обстановкой и конъюнктурой фондовых рынков в целом и положением объединяющихся корпораций в частности. Здесь играют роль такие факторы, как состояние акционерного капитала (разбухшее или сжатое), разрыв в курсах акций корпораций, наличие резервов акций и наличности и многое другое.

Во-вторых, в случае осуществления слияния или поглощения с помощью обмена акциями поглощающие компании активно выходят на первичный рынок ценных бумаг, производя эмиссию новых акций.

В-третьих, слияния и поглощения тесно связаны с фондовыми операциями с организационно-технической точки зрения.

Начиная поглошение, корпорация (или инвестор) закупает на фондовом рынке часть акций поглощаемой компании. При этом закупку до 5% таких акций можно осуществлять без объявления своих намерений, однако приобретение свыше 5% акций требует уведомления Комиссии по ценным бумагам и биржам, самой биржи и руководства поглощаемой компании.

В случаях объявления о предстоящем поглощении или использования конфиденциальной информации о намечаемом поглощении с акциями начинают вести активные спекулятивные операции. Обычно курс этих акций перед поглощением начинает возрастать, и порой очень резко.

В этих процессах большую роль играют брокерские фирмы. Без них не обходится ни одна из сколько-нибудь значительных сделок такого рода.

Прокатившаяся в 1980-е гг. волна слияний и поглощений выделила две интересные особенности. С одной стороны, происходило традиционное поглощение за счет собственных средств, т.е. через эмиссию дополнительных акций. С другой — все чаще осуществлялось поглощение с помощью заемных средств (*leveraged buyout*), когда активы приобретаемой компании использовались в качестве обеспечения под получаемые ссуды, на которые, в свою очередь, приобретались новые акции поглощаемой компании. Погашение ссуд шло за счет доходов приобретенной компании. Данный способ финансирования поглощений позволяет снизить расходы, так как получение займов связано с меньшими затратами в отличие от эмиссии акций.

Тем не менее процесс слияний и поглощений все еще сильно связан с выпуском новых акций, и в ряду причин эмиссии новых акций финансирование слияний и поглощений занимает первое место.

Снижение левериджа

Второй причиной, обусловливающей активный выход корпораций на первичный рынок ценных бумаг, является стремление снизить свой леверидж, точнее свой финансовый леверидж (*financial leverage*). Под ним понимается степень использования заемных средств, что упрощенно может быть представлено как коэффициент соотношения заемного и собственного капитала (*debt/equity ratio*). Этот коэффициент измеряется отношением суммы долгосрочной задолженности компании (обычно по облигационным займам) к размерам акционерного капитала корпорации (сумма обыкновенных и привилегированных акций). Вопрос о том, каким должно быть это соотношение, не имеет однозначного ответа. С одной стороны, высокий коэффициент заемных средств в структуре капитала может оказаться весьма выгодным для акционеров: это происходит в случаях, когда заемные средства используются корпорацией удачно, и отдача от инвестирования превышает расходы на выплату процентов, увеличиваются дивиденды и растет рыночный курс акций компании. С другой стороны, при получении заемных средств появляется проблема обслуживания задолженности (*debt servicing*), что всегда сопряжено с риском падения платежеспособности. В некоторых странах соотношение заемного и собственного капиталов регулируется нормативным порядком. В США таких законов нет, однако существуют определенные каноны, устанавливаемые эмпирическим путем. Так, принято считать, что если коэффициент отношения заемного капитала к собственному в промышленной корпорации превышает 30%, то финансовый леверидж такой компании высок (*highly leveraged com-*

pany). Многие корпорации идут на завышение левериджа намеренно: это позволяет им экономить на эмиссии акций и одновременно способствует повышению курсов их акций на фондовых рынках в случае успешного использования заемных средств. Вместе с тем переход за определенную грань сокращен с существенным риском как для самой компании, так и ее инвесторов. В частности, бывали случаи, когда корпорации с внешне благоприятными показателями оказывались на грани банкротства именно из-за чрезмерно высокого использования заемных средств. В связи с этим корпорации обычно регулируют долю привлеченных средств в своем капитале не только путем сокращения займов, но и путем эмиссии новых акций.

От финансового левериджа необходимо отличать операционный леверидж, выражающий степень чувствительности прибыли данной компании к изменению объема продаж и определяемый структурой расходов и издержек компании.

Учреждение новых компаний

Еще одной причиной выпуска новых акций является учреждение новых компаний или реорганизация частных компаний в публичные. Обычно мелкие фирмы, ежегодно десятками тысяч возникающие и исчезающие в традиционных отраслях экономики, не имеют ни малейшего отношения к фондовому рынку, поскольку для них цель дорасти до размеров, позволяющих выпускать акции, недостижима. Другое дело, когда речь идет о новых и новейших отраслях, отраслях высокой технологии. Компаниям, зарождающимся и развивающимся в этих отраслях, фондовый рынок поставляет значительную часть финансовых ресурсов.

Современное учредительство строится на источнике финансирования, который получил название «рисковый капитал» (*venture capital*). Его источниками являются:

- крупные индивидуальные инвесторы, филиалы и дочерние компании банков и корпораций, организующиеся в инвестиционные компании;
- группы инвестиционных банков и корпораций, создающие пул инвестиций или так называемые партнерства по вложению капитала с риском (*venture capital partnerships*);
- отдельные крупные банки и заграничные инвесторы.

Для всех вышеуказанных инвесторов «выращивание» новых компаний — лишь одна из сторон их диверсифицированной деятельности. Имея крупные активы, они могут рискнуть определенной суммой средств в расчете на получение сверхприбыли.

16. Мероприятия корпораций по поддержанию курсов ценных бумаг на вторичном рынке

Связь корпораций с фондовым рынком не исчерпывается эмиссией ценных бумаг. После того как акции выпущены в обращение, корпорация преследует цель поддержать их курс, поскольку падение их рыночной стоимости чревато угрозой поглощения и, кроме того, негативно отражается на престиже корпорации. К мероприятиям корпорации, направленных на управление курсами своих акций, относят следующие средства: дивидендную политику, воздействие на инвесторов рекламными средствами, а также скупку своих акций.

Дивидендная политика

В дивидендной политике корпораций основной упор делается на обеспечение непрерывности выплат дивидендов и хотя бы чисто символический их рост. Таким образом, корпорации рассчитывают оказать психологическое воздействие на инвесторов. В связи с этим возникают довольно парадоксальные ситуации, когда корпорации, не получающие прибыли или даже терпящие убытки, продолжают выплачивать дивиденды. Вместе с тем некоторые корпорации вообще не выплачивают дивиденды, несмотря на получение существенной прибыли. При отсутствии выплат дивидендов главное, что привлекает инвесторов, — это рост рыночной стоимости акций, т.е. возможность получить доход за счет роста рыночной стоимости активов (*capital gain*). Подобная практика характерна для новых, быстрорастущих компаний (особенно в области высокой технологии), предпочитающих вкладывать полученную прибыль «в себя», обеспечивая тем самим еще больший рост. Для компаний же типа «блю-чипс» приоритетным является обеспечение высокой доходности акций и поддержание на оптимальном уровне показателя отношения дивиденда к курсу акций. Следует, однако, отметить: в настоящее время доходность акций в целом по рынку ниже доходности облигаций, что отражает небольшой удельный вес акций компаний «блю-чипс» на рынке ценных бумаг.

Система рекламных мероприятий

Рекламная деятельность занимает важное место в системе управления курсами акций и направлена прежде всего на поддержание реноме корпорации и стимулирование спроса на акции. К таким мерам стимулирования относятся: создание специальных служб, обеспечивающих удовлетворение запросов акционеров, потенциальных инвесторов,

рассылку пресс-релизов, брошюр и т.д.; встречи руководства корпорации с брокерами с приглашением акционеров; направление поздравлений с праздниками всем держателям акций; проведение ежегодных собраний акционеров и т.п.

Скупка корпорациями своих акций

Скупка корпорациям своих акций (*stock buyback*) на фондовых рынках является в настоящее время довольно распространенной фондовой операцией и важнейшей мерой поддержания курса акций. Среди причин скупки можно выделить следующие:

1) создание благоприятных условий для использования внешних источников финансирования (кредиты, облигационные займы). Акции, выпускаемые самой корпорацией, называются акциями «у казначея» (*treasury stock*). Не следует путать их с казначейскими ценными бумагами. По ним не начисляют дивиденды, они не голосуют и их не включают в расчет таких показателей, как «цена — доход» (соотношение цены акции и чистой прибыли компании в расчете на одну обыкновенную акцию) и доход в расчете на одну акцию. Таким образом, скупка акций ведет к увеличению показателей, рассчитываемых на одну акцию, и повышению рыночной цены. С одной стороны, все это улучшает общую картину финансовых показателей, с другой — меняет структуру капитала компании (соотношение заемных и собственных средств) в сторону повышения доли заемных средств. Чем меньше акций на руках у акционеров, тем (при прочих равных условиях) больше прибыль и дивиденды в расчете на акцию. При оживлении деловой активности и биржевой конъюнктуры рост этих показателей ускоряется. Таким образом, покупая акции в условиях неблагоприятной конъюнктуры по низким курсам, корпорация может подготовить условия для финансирования своих инвестиций в будущем — в период благоприятной конъюнктуры;

2) скупка акций для пополнения пакета, предназначенного для выплат в качестве бонусов управляющим высшего звена, для распределения в какой-либо форме среди персонала компании (в виде опционов, например) или для обеспечения конверсии ценных бумаг. Особенно активно эти операции проводят компании, имеющие крупные прибыли;

3) скупка акций с целью избежать угрозы поглощения. Как уже отмечаюсь, значительное падение курса акций представляет для корпораций опасное явление: она может попасть в поле зрения агрессивных инвесторов, занимающихся поглощениями. Скупка акций в данном случае — одно из средств умерить пыл потенциального «поглотителя».

17. Оценка корпорациями мероприятий по финансированию и оптимизации структуры капитала

Американские экономисты и менеджеры уделяют особое внимание структуре капитала корпораций. На практике фирмы обеспечивают оптимальную структуру капитала путем учета целого ряда факторов:

1) риск, связанный со спецификой бизнеса данной фирмы (*business risk*), является одним из основных факторов, оказывающих влияние на структуру капитала и степень использования заемных средств (финансовый леверидж). При прочих равных условиях большему бизнес-риску должен соответствовать меньший финансовый риск;

2) предрасположенность к заимствованию (*lender attitudes*) непосредственно определяет степень использования заемных средств. Данный фактор связан с ограничениями со стороны регулирующих органов (например, Комиссии по ценным бумагам и биржам), с уставом данной компании или просто желанием ее менеджеров поддерживать определенный кредитный рейтинг;

3) рыночные условия, такие как конъюнктура рынков акций и облигаций, имеют немаловажное значение для структуры капитала. При снижении ставок процента, например, фирма может значительно увеличить долю заемных средств путем выпуска новых облигаций или рефинансирования ранее выпущенных облигаций с высоким купоном. Фирмы могут свопировать акции на облигации, и наоборот, что также определяется в первую очередь положением на рынках ценных бумаг;

4) степень использования заемных средств фирмой на данный момент (*leveraging up*). В последние годы многие компании прилагают значительные усилия для увеличения суммы заемных средств в структуре капитала. Одна из причин — затруднить поглощение фирмы. Чрезмерно высокая доля заемных средств в структуре капитала чревата, однако, многими осложнениями, такими как невозможность эффективно использовать денежные поступления, генерируемые фирмой, не говоря уже о потере платежеспособности и банкротстве;

5) желание менеджеров допустить (избежать) риск также влияет на структуру капитала. Некоторые менеджеры более консервативны, чем другие, поэтому стремятся использовать меньше заемных средств;

6) налоги (*taxes*). Согласно существующему налоговому законодательству США расходы на выплату процентов по заемным средствам вычитаются из налогооблагаемой прибыли, благодаря чему более прибыльные фирмы при прочих равных условиях получают больше преимуществ от использования заемных средств, чем менее прибыльные фирмы;

7) уровень рентабельности (*profitability*). Исследования американских экономистов показывают, что наиболее рентабельные фирмы предпочитают мобилизацию собственных средств (выпуск новых акций, нераспределенная прибыль) даже несмотря на то, что они имели бы выигрыш при налогообложении в случае преимущественного использования заемных средств (см. фактор 6).

Структура капитала, таким образом, результат взаимодействия различных факторов (многие из вышеназванных факторов коррелируют друг с другом); она меняется с изменением указанных условий и ожиданий. Определив оптимальную для фирмы структуру капитала на ближайшую и долгосрочную перспективу, экономисты-аналитики имеют возможность рассчитать минимально необходимую норму прибыли (уровень дохода), которую корпорация должна обеспечить. Это позволяет сделать оригинальная методика маржинальной себестоимости мобилизации капитала (*Marginal cost of capital, MCC*). Любое инвестиционное решение, особенно по модернизации производства, связанное со значительным вложением средств в основной капитал, рассматривается с точки зрения обеспечения достаточных денежных поступлений для покрытия расходов и издержек и обеспечения достаточного дохода инвесторам (акционерам). Взаимосвязь между структурой капитала, необходимой нормой прибыли и величиной мобилизации средств является фундаментальной в деятельности любой фирмы.

MCC — маржинальная себестоимость мобилизации капитала

Вышеназванная методика важна, поскольку, с одной стороны, расчет *MCC* является составной частью любого инвестиционного решения (выбор инвестиционного проекта), а с другой — позволяет определить приоритетные формы его финансирования. Американские экономисты выделяют следующие источники финансирования:

1) через увеличение задолженности, т.е. использование заемных средств (при этом не делается различий между банковским заимствованием и облигационным займом);

2) через увеличение собственного капитала. Последний может быть увеличен путем:

а) эмиссии привилегированных акций;

б) эмиссии обыкновенных акций;

в) за счет внутренне мобилизуемых средств (нераспределенной прибыли).

Все эти источники и учитываются в расчете маржинальной (т.е. предельной) себестоимости мобилизации капитала, которая представляет собой минимально необходимую для фирмы норму прибыли,

рассчитываемую как ожидаемая себестоимость источников средств, взвешенных соответственно пропорциям структуры капитала фирмы.

Ниже приведена наиболее общая формула этого показателя:

$$MCC = KdWd + KpsWps + KcsWcs,$$

где *Kd* — себестоимость (ставка процента) новых заемных средств; *Kps* — себестоимость нового выпуска привилегированных акций; *Kcs* — себестоимость средств, мобилизуемых за счет нераспределенной прибыли и (или) выпуска обыкновенных акций, если таковой предполагается; *Wps, Wd, Wcs* — веса, определяемые пропорциями намечаемой структуры капитала фирмы.

Расчет *MCC* производится на основе так называемых рациональных ожиданий. Основная трудность в расчете *MCC* — исчисление ставки процента K_i (себестоимости источников средств), для чего, в частности, используются формулы моделей оценки ценных бумаг.

Как правило, эмиссия обыкновенных акций является самым дорогим источником финансирования, а заемные средства, в том числе облигационный займ — самым дешевым, что в целом объясняется существующим порядком налогообложения (расходы на выплату процентов вычитаются из налогооблагаемой прибыли) и рациональными ожиданиями инвесторов (акции, как более рискованные по своей природе, должны приносить своим держателям больший доход, нежели облигации).

Если фирма значительно увеличивает использование источников указанных средств, то маржинальная себестоимость мобилизации капитала возрастает, т.е. увеличивается минимально необходимая норма прибыли, которую фирма должна обеспечить.

Контроль над показателем *MCC* — действенное аналитическое средство, позволяющее регулировать структуру капитала, оценивать инвестиционные проекты, выбирать приоритетные формы финансирования.

Однако акции, облигации, векселя и коммерческие бумаги — отнюдь не единственные объекты фондовых торгов в США в настоящее время. В конце 1970-х — начале 1980-х гг. произошел лавинообразный рост операций с опционами и фьючерсами, представляющими собой уже «вторую производную» капитала. Указанные ценные бумаги позволяют проводить спекулятивные операции, помогают частично решать проблему страхования от риска изменения биржевых курсов и процентных ставок, что немаловажно в условиях значительных темпов инфляции. Появились и ценные бумаги «третьего порядка» — опционы и фьючерсы по биржевым индексам.

1987 г. (октябрь) отмечен сильным биржевым кризисом, получившим в прессе название *биржевого краха*. По оценкам американских

экспертов, он не был вызван какими-либо глубинными процессами в реальном секторе экономики. В то же время он не породил серьезного кризиса экономики США, что свидетельствует об определенной обособленности фондового рынка в экономике. В настоящее время тезис о том, что фондовые рынки представляют собой самостоятельный сектор экономики, практически не вызывает сомнений.

В 1989 г. состоялся процесс между Комиссией по ценным бумагам и биржам, регулирующей операции с акциями, облигациями и опционами, и Комиссией по торговле товарными фьючерсами (*Commodities futures trading commission, CFTC*), регулирующей деятельность товарных бирж, следовательно, и операции с финансовыми фьючерсами. Поводом для иска последней послужили три новых финансовых инструмента, фьючерсные контракты, отнесенные Комиссией по ценным бумагам и биржам к категории ценных бумаг. В результате она не выиграла процесс.

Обостряется конкуренция между брокерскими фирмами и коммерческими банками, сумма активов которых, естественно, во много раз превышает активы биржевых фирм. Как известно, еще в 1933 г. был принят закон Гласса — Стигала, запрещающий коммерческим банкам заниматься фондовыми операциями. Долгое время этот закон служил главным средством, поддерживающим статус-кво сообщества биржевых фирм как закрытого клуба. В 1980-е гг., однако, происходит постепенное размывание содержания этого закона, и коммерческие банки начинают внедряться в размещение краткосрочных обязательств корпораций — коммерческих бумаг. К этому времени они заняли важное место в эмиссии акций и облигаций, проводимой без публичной подписки, и стали активными участниками внебиржевого рынка ценных бумаг. В 1982 г. коммерческим банкам было разрешено открывать отделы, которые могут проводить брокерские операции и заниматься андеррайтингом, а крупным корпорациям США — оформлять своеобразные лицензии на выпуск ценных бумаг на несколько месяцев (на всю или часть заявленной суммы) без организации эмиссионного синдиката, что позволяет использовать благоприятную конъюнктуру и сократить процесс эмиссии порой до одних суток. С января 1989 г. Федеральный резервный совет США разрешил банкам осуществлять операции по мобилизации средств для корпораций на рынке облигаций. Многие американские экономисты считают, что в перспективе — решение вопроса о предоставлении коммерческим банкам права осуществлять новые выпуски акций корпораций.

Современный этап развития фондового рынка характеризуется рядом тенденций.

Возрастает роль банков в операциях с ценными бумагами. В условиях, когда для обеспечения стабильности производственной и фи-

нансовой деятельности крупных корпораций требуется огромная мобилизация ссудного капитала, значение банков и других кредитных институтов неизмеримо возрастает, так как именно они, в первую очередь, способны дать крупным корпорациям необходимые средства. Можно сказать, что этот процесс является продолжением тенденции, наметившейся много десятилетий назад в связи с превращением биржи мелких акционеров в биржу кредитно-финансовых учреждений. Это приводит к изменению организационно-технических начал деятельности биржи, возрастает компьютеризация фондовых операций, развивается программная торговля.

Происходит относительная активизация государственного регулирования операций на фондовых рынках с перспективной целью создания единого национального рынка фондовых ценностей. Политика государственного регулирования биржевых операций всегда встречала противодействие в лице лобби Нью-Йоркской фондовой биржи, тем не менее эта политика завоевывает все большее число сторонников. Именно благодаря вмешательству государственных регулирующих органов и переключению через компьютерные сети части операций из Нью-Йорка в октябре 1987 г. удалось избежать биржевой катастрофы.

Интернационализация рынков ценных бумаг оказывает важное влияние на развитие фондовых рынков. Рынок еврооблигаций (*Eurobond market*) обеспечивает корпорациям и суверенным заемщикам гарантированный доступ к иностранному капиталу. Кроме того, в США с помощью американских депозитарных расписок (*American depositary receipts, ADR*) можно осуществлять операции с иностранными ценными бумагами. Появился и новый индекс — индекс международного рынка (*International market index, IMI*), позволяющий осуществлять опосредованную торговлю иностранными акциями (по нему выписываются фьючерсы и опционы). Это дает американским биржевикам и инвесторам возможность осуществлять активные спекулятивные операции с иностранными ценными бумагам.

Глава 3

СОВРЕМЕННЫЙ МИРОВОЙ ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Современный денежный рынок как важная составляющая финансового рынка выглядит с точки зрения современной экономической науки если и изученным, то совершенно по-разному представителями разных научных школ. Отсюда некоторая размытость представлений, масса белых пятен и наличие часто диаметральных подходов к его исследованию и, главное, толкованию.

Прежде всего, необходимо определить основные терминологические особенности, понятия и представления, связанные с формированием и развитием денежного рынка.

До настоящего времени каких-либо четких устоявшихся представлений о рассматриваемом предмете в российской научной литературе не было. Вместе с тем отдельные авторы предлагают собственное видение проблемы, в разной степени заимствованное или трансформированное из существующих представлений в том виде, как это присутствует в исследованиях и работах по данному вопросу.

В связи с этим целесообразно и возможно воспользоваться наиболее часто и широко встречающимися определениями, которые, в свою очередь, претендуют на высокий уровень обобщения и вполне подходят для универсальной модификации в процессе развития рассматриваемого рынка в будущем.

Итак, что это такое? Начнем с денег, поскольку даже по этому вопросу расхождения в подходах у нас и в остальном мире есть.

Деньги, как правило, представляют собой то, что обычно продавцы согласны принять в качестве платежа за товары и услуги. Таким образом, людям нужны деньги для совершения сделок на товарном рынке. Деньги сами по себе не приносят процентов.

Функции денег при этом весьма просты. Они являются средством международных расчетов или средством обмена, расчетной (денежной) единицей, а также средством сбережения.

Существуют разные типы денег. Но особого значения, по сути, это не имеет. Принципиальным независимо от встречающихся определений и классификаций является понимание цели разделения методов количественного измерения в предложении денег.

Вот некоторые примеры представлений о том, что такое деньги.

Денежная масса в узком смысле слова, или, как говорят, транзакционные деньги, или М1. Сюда входят монеты, бумажные деньги и записи по счетам до востребования.

Денежная масса в широком смысле слова, или «деньги в активах», или М2. Сюда входят М1 плюс записи на сберегательных счетах в банках и аналогичные активы как очень близкие заменители транзакционных денег (совместные фонды). Эти деньги не могут быть использованы в качестве расчетного средства для всех покупок. М2 — это ключевой индикатор развития экономики, используемый для прогнозирования инфляции. Последнее возможно, потому что данный агрегат не так узок, как М1, и его легко отслеживать. Все составляющие М2 весьма ликвидны.

Всего существует несколько денежных агрегатов — М0, М1, М2, М3. Когда мы говорим о денежной массе, или о количестве денег в обращении, то имеем в виду в первую очередь агрегат М0. Все остальные агрегаты, или «почти деньги», обладают меньшей ликвидностью, и границы этих агрегатов весьма размыты.

Центральный банк РФ ведет расчеты следующих денежных агрегатов:

- М0 — наличные деньги в обращении;
- М1 = М0 плюс средства на расчетных, текущих и специальных счетах предприятий и организаций, плюс средства страховых компаний, плюс депозиты населения до востребования в Сбербанке и в коммерческих банках;
- М2 = М1 плюс срочные вклады населения в Сбербанке;
- М3 = М2 плюс сертификаты и облигации госзайма.

Состав денежных агрегатов неодинаков в разных странах. В США применяется более широкий состав денежных агрегатов. Например, в М2 включаются ценные бумаги по однодневным операциям репо (покупка и продажа ценных бумаг с обратным выкупом — продажей), депозитные счета денежного рынка, взаимные фонды денежного рынка (общего назначения, брокерские, дилерские). В М3 дополнительно к М2 включаются краткосрочные векселя казначейства, срочные соглашения о выкупе, заключаемые коммерческими банками.

Все денежные агрегаты выстраиваются в иерархичную систему: каждый последующий денежный агрегат включает в свой состав предыдущий. Денежные агрегаты отличаются по степени ликвидности, под которой понимается возможность быстрой конверсии актива в наличность без каких-либо потерь его стоимости.

Самой высокой ликвидностью обладает денежный агрегат М0 (наличные деньги), ликвидность М1 ниже, чем М0, но выше, чем М2, поскольку вклады до востребования должны быть возвращены вкладчику

по его заявлению, а срочные вклады могут в течение всего срока вклада использоваться банком для своих целей и возвращаются вкладчику по истечении этого срока.

Денежная масса М2 определяется движением наличных денег и безналичных средств, которые, в свою очередь, находятся в прямой зависимости от сбережений населения и остатков средств на счетах юридических лиц. Отсюда следует: если процесс сбережений населения идет интенсивно, оно доверяет банкам и держит свои деньги на их счетах, то Центральный банк имеет большие возможности увеличить денежную массу. Сбережения населения выполняют как бы функцию обеспечения новых денег.

Характеристика денежных агрегатов будет неполной без разъяснения понятия «денежная база».

Денежная база — это сумма наличных денег (М0) и денежных средств коммерческих банков, депонированных в Центральном банке в качестве обязательных резервов. Эти деньги не только имеют большую ликвидность, но и показывают дееспособность Центрального банка, его возможности выполнять свои обязательства. Некоторые экономисты называют их сильными деньгами, или деньгами «высокой эффективности», поскольку эта категория денег может прямо контролироваться Центральным банком, чего нельзя сказать о других элементах совокупной денежной массы. Например, количество и сумма банковских вкладов зависит не только от эффективности политики Центрального банка, но и от того, как воспринимают эту политику инвесторы, доверяют они банкам или нет.

Для обоснования пределов роста денежной массы (М2) используется денежный мультипликатор, характеризующий возможное увеличение денежной массы без отрицательных последствий для роста цен и инфляции. Его величина определяется как отношение М2 к денежной базе.

Учитывая, что в денежную базу и в М2 входят наличные деньги, мультипликатор отражает увеличение вкладов населения и остатков средств юридических лиц. Если доля этих элементов в составе М2 увеличивается, это означает, что основная часть денежной массы может увеличиваться в соответствии є величиной мультипликатора.

Существенной спецификой денежного обращения в России является широкое использование иностранной валюты как для оплаты внешнеэкономических контрактов, так и в целях сохранности сбережений населения, сокращения потерь доходов от инфляции. В связи с этим для анализа и прогнозирования спроса на деньги, изменения курса рубля, устойчивости финансово-банковской системы, процессов долларизации и бегства капитала используется показатель широких

денег, включающий агрегат М2 и депозиты населения в иностранной валюте в национальной банковской системе. Для определения величины широких денег используется среднегодовой валютный курс. Масштабы замещения рубля долларом в общем денежном потоке настолько значительны, что можно утверждать: в России сложилась по международной терминологии параллельная система денежного обращения, когда наряду с национальной денежной единицей активно циркулирует денежная единица иностранного государства, а это ведет к сокращению отечественного эмиссионного дохода.

В денежно-кредитной и финансовой политике сегодня не учитываются возможности ресурсного потенциала экономики. Структура денежной массы, как отмечалось выше, ограничивается двумя или тремя ее агрегатами (М1, М2, М3). Акции коммерческих банков и акционерных компаний, государственные долговые обязательства находятся вне совокупной денежной массы. Политика государственных долговых обязательств подчинена задачам финансирования бюджетного дефицита и никоим образом не затрагивает проблемы структуризации экономики, перелива капитала из финансового в реальный сектор.

Необходимо одновременно осуществить меры по экономической оценке материальных активов и корректировке структуры денежных агрегатов. Экономическая оценка материальных активов позволит повысить обеспеченность рубля, доверие к нему российских и зарубежных инвесторов, а также теснее увязать объем и структуру денежной массы с материальными активами.

Оценку материальных активов нужно организовать на трех уровнях — федеральном, региональном и на уровне компаний, причем с учетом разграничения прав собственности. Пока в России нет надежных методик оценки полезных ископаемых, ориентированных на привлечение инвестиционных ресурсов. Последняя оценка запасов полезных ископаемых производилась в 1981 г. и отвечала условиям бюджетного финансирования. В настоящее время она должна осуществляться с учетом правил мирового фондового рынка. Так, оценка доказанных запасов составляет 42 трлн долл. *Доказанные запасы* — новое понятие для российской экономики. В международной финансовой практике оно означает разведанные сырьевые запасы, которые можно извлечь с прибылью с учетом текущих цен, правовых и экономических условий.

Спрос на деньги зависит от потребности в расчетах. По мере снижения спроса на деньги процентные ставки растут. Рост ставок повышает издержки держателей денег. Спрос на деньги реален по своей сути.

Предложение денег определяется центральными банками, которые контролируют объемы циркулирующей в экономике валюты. При

этом они в состоянии расширить денежные агрегаты посредством купли-продажи казначейских векселей и иностранной валюты. Предложение денег носит, по сути, номинальный характер.

Основная задача центральных банков — контроль над денежным предложением и условиями кредитования. Она решается с помощью операций на открытом рынке в виде купли-продажи государственных ценных бумаг. Это один из методов регулирования уровня резервов.

Используется также политика учетных ставок, по которым коммерческие банки могли бы прибегнуть к заимствованиям в центральном банке страны.

Вообще под учетной ставкой может пониматься ставка процента, взимаемого центральным банком страны при переучете векселей и учете краткосрочных государственных обязательств (прежде всего казначейских векселей и казначейских свидетельств) до наступления сроков платежей по этим обязательствам с коммерческих банков и других кредитных институтов. Предположим, некоторый коммерческий банк, осуществивший ранее операцию по учету векселей на сумму 200 тыс. долл., желает переучесть эти векселя в центральном банке (т.е. продать их последнему). Официальная учетная ставка равна 4% годовых, а переучет осуществляется за шесть месяцев до наступления срока платежа по векселю. Тогда величина учетного процента, т.е. разница между номиналом векселей и денежной суммой, выплачиваемая центральным банком коммерческому, составит 4 тыс. долл.

С другой стороны, учетная ставка — это ставка процента, который центральный банк взимает по ссудам, предоставляемым коммерческим банкам. Одной из традиционных функций центрального банка является выдача ссуд коммерческим банкам, обладающим твердым финансовым положением, но неожиданно сталкивающимся с необходимостью срочного получения дополнительных средств. Когда коммерческий банк берет ссуду, он переводит центральному банку выписанное на себя долговое обязательство, которое становится активом центрального банка. За предоставленные ссуды центральный банк взыскивает процентные платежи по официально установленной им процентной ставке. Она и является учетной ставкой. Учетная ставка — важный инструмент кредитно-денежной политики, проводимой центральным банком. Предположим, экономика столкнулась с безработицей, спадом производства, снижением цен. В этом случае проводится политика «дешевых денег»: учетная ставка понижается, что побуждает коммерческие банки брать ссуды у центрального банка, расширяя тем самым собственные операции по предоставлению кредитов населению и предприятиям. В результате увеличивается предложение денег на денежном рынке и стимулируется развитие

производства и рост цен. Если, напротив, в экономике развивается инфляция, центральный банк осуществляет политику «дорогих денег», увеличивая учетную ставку. Подъем учетной ставки снижает интерес коммерческих банков расширять свою базу для кредитования посредством заимствования у центрального банка. Кредиты уменьшаются, предложение денег в экономике сокращается, цены начинают снижаться.

Кроме того, определенную роль играет также политика резервных требований центральных банков по отношению к коммерческим банкам и другим финансовым институтам.

Денежный рынок — это, конечно, связанное с деньгами понятие, но, скорее, оно по своей сути ближе к представлениям о капитале и кредитах.

Денежный рынок — часть рынка кредитных капиталов, где совершаются краткосрочные (до одного года) депозитно-ссудные операции. Денежный рынок обслуживает движение краткосрочных ресурсов коммерческих банков, государств, фирм, частных лиц, а в последнее время — небанковских финансовых посредников (типа совместных фондов денежного рынка в США). Инструментами денежного рынка являются высоколиквидные ценные бумаги — казначейские векселя, оборотные депозитные сертификаты, банковские акцепты, муниципальные векселя, коммерческие векселя и др.

Встречается также представление о денежном рынке как о сети институтов, обеспечивающих взаимодействие предложения и спроса на деньги. Институты эти, безусловно, важны, но скорее их следует рассматривать в качестве необходимого условия существования денежного рынка, а именно участников и в ряде случаев сложившихся центров торговли на рассматриваемом рынке. В принципе центральные финансовые институты управляют денежным рынком, как уже отмечалось, посредством операций на открытом рынке, изменения учетных ставок, уровня обязательных резервов.

Деньги могут быть товаром, т.е. объектом купли-продажи на особых денежных рынках.

Макроэкономика под денежным рынком понимает рынок краткосрочных займов. Его существование связано с кругооборотом денежных средств (рис. 3.1).

На рисунке показано, что на кредитный рынок идет поток денежных средств, которые формируют их предложение, а из него идут ссуды, формирующие удовлетворенный спрос на деньги. Фактический спрос может быть и больше. Тем самым здесь, как и на любом рынке, формируются спрос и предложение. Их взаимодействие происходит через цену в виде процента по ссудам.

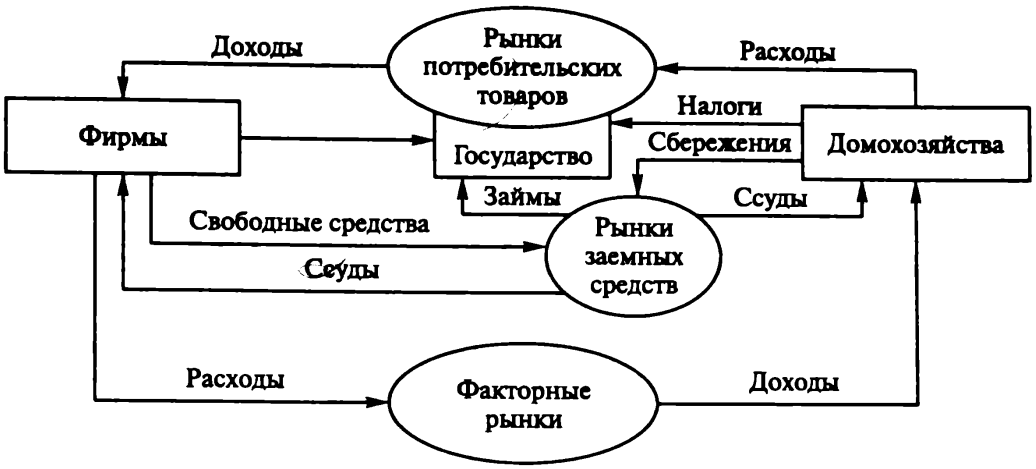


Рис. 3.1. Кругооборот денежных средств

Предложение определяется количеством временно свободных денежных средств населения (домохозяйств), фирм и учреждений, включая банки, сберегательные кассы, страховые компании, инвестиционные, пенсионные и прочие фонды и финансовые учреждения, которые предстают как субъекты денежного рынка. Понятие «временно свободные» означает, что деньги на какое-то время (иногда на сутки и даже часы) их владельцам не нужны, и с помощью учреждений, где деньги хранятся, они могут стать объектом предложения на денежном рынке.

Особую роль в обеспечении такого предложения играют банки, в которых хранятся временно свободные денежные средства населения и предприятий.

Но не все денежные средства, хранящиеся у банков, могут формировать предложение на денежных рынках, так как банки должны иметь обязательные резервы, чтобы иметь возможность выдавать деньги по первому предъявлению вкладчиков.

Необходимость в денежных резервах отражает факт балансирования каждого банка между ликвидностью и прибыльностью, что достаточно наглядно видно на рис. 3.2.

На рисунке отрезок $0P$ означает величину денежных средств, которыми располагает банк и которые он может выдать в виде ссуд в расчете на получение процентов и, соответственно, прибыли. Чем больше денег он выдаст в виде ссуд, тем больше у него будет прибыль. Поэтому банк заинтересован выдать все деньги. Но в этом случае ликвидность банка окажется нулевой, и если к нему обратятся вкладчики за своими вкладами, банк не сможет их просьбу удовлетворить. Если такие отказы последуют со стороны всех банков, вкладчики не будут доверять им деньги, и банковская система прекратит существование.

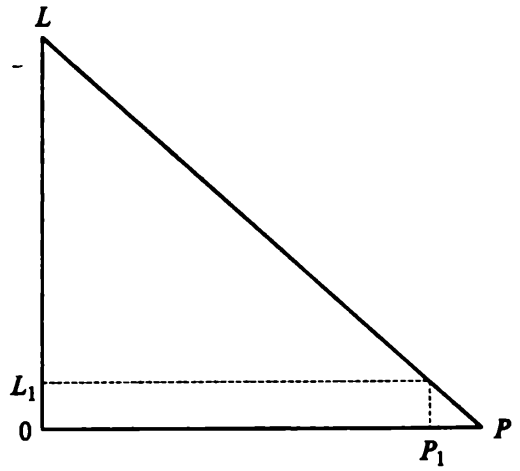


Рис. 3.2. Графическое отражение модели *IS* и *LM*

В то же время если банки все деньги вкладчиков будут хранить у себя, их ликвидность станет стопроцентной (на рисунке это обозначено отрезком $0L$). Но в таком случае прибыльность банков окажется нулевой. Это также лишит банковскую деятельность смысла. Необходимо, чтобы у банков была и ликвидность, и прибыльность. Однако, как правило, банки в погоне за прибылью стремятся выдать денег в виде ссуд как можно больше, сводя ликвидность к нулю и тем самым ставя под угрозу положение всей банковской системы.

Для того чтобы устранить такую угрозу, государство через центральный банк устанавливает норму обязательного банковского резерва в виде доли средств банка, которая должна находиться в банке в виде кассовой наличности, а иногда для надежности передаваться в виде вклада центральному банку. Норма, влияя на возможность выдачи банками займов, тем самым влияет и на предложение денег: выше норма — ниже предложение, и наоборот. Так, на рисунке отрезок $0L_1$ означает часть денежных средств банка, которую надо иметь в качестве обязательного резерва. Соответственно в виде ссуд банк может выдать денег не более $0P_1$. Разница между фактическими резервами и обязательными резервами образует избыточные резервы, из которых банк может предоставлять ссуды.

Влияние нормы обязательного банковского резерва на предложение усиливается через денежный мультипликатор. Для того чтобы понять сущность этого мультипликатора, возьмем следующий пример. В банк *A* сделан вклад в размере 1000 руб. Эта сумма увеличивает его активы и пассивы (активы — денежные средства, приносящие банку доход, пассивы — денежные средства, требующие от банка расходов). Благодаря вкладу соотношение активов и пассивов банка будет следующим (рис. 3.3).

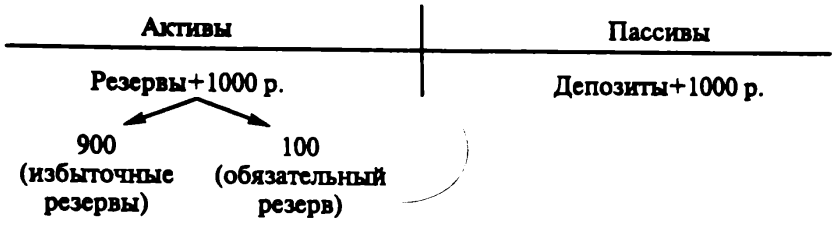


Рис. 3.3. Соотношение активов и пассивов банка благодаря вкладу

Вклад увеличил резервы банка на 1000 руб. Но здесь предполагается, что норма обязательного банковского резерва составляет 10%. С учетом этой нормы происходит деление вклада на две части: 100 руб. направляются в обязательный банковский резерв, а 900 руб. могут быть выданы в виде ссуд.

Если ссуда выдана и на нее что-то приобретено, это означает, что данная денежная сумма оказалась у продавца, который для хранения кладет ее в банк (в этот же или другой, например, в банк *Б*). Пассив этого банка *Б* возрос на 900 руб. Эти деньги в соответствии с нормой обязательного банковского резерва делятся на 90 руб., направляемые в обязательный резерв, и на 810 руб., выдаваемые в виде ссуд. Предложение денег со стороны банков, таким образом, составит: 900 + 810 = = 1710 руб.

Если предположить, что сумма 810 руб. также в виде вклада попадет в банк *В*, а затем ее соответствующая доля попадет в банк *Г* и т.д., то, в конечном счете, общее предложение денег, вызванное первоначальным вкладом в 1000 руб., многократно возрастет.

Эту сумму можно подсчитать с помощью денежного мультипликатора, который определяется путем отношения единицы к норме обязательного банковского резерва:

$$M_m = \frac{1}{r} = \frac{1}{0{,}1} = 10.$$

Умножим 1000 руб. на мультипликатор и получим 10 тыс. руб.:

$$1000 \times 100 = 10\,000.$$

Денежный мультипликатор, таким образом, представляет собой коэффициент, показывающий, во сколько раз может увеличиться первоначальная сумма, положенная в банк в виде вклада.

Денежный мультипликатор действует и в обратном порядке, соответствующим образом уменьшая предложение в случае снятия вклада.

Теперь обратим внимание на спрос на денежном рынке. *Спрос на деньги* представляет собой количество денег, необходимое экономиче-

ским субъектам для погашения долгов и для покупки ценных бумаг, приносящих процент.

Спрос, таким образом, складывается из двух составляющих:

1) деньги, необходимые как средство для расчетов. Это так называемый спрос для сделок;

2) деньги, необходимые для превращения их в ценные бумаги, дающие бóльшие проценты, чем деньги, положенные на банковский счет. Эти деньги называют также спросом со стороны активов, под которыми понимаются ценные бумаги. Под ценными бумагами здесь обычно подразумеваются краткосрочные облигации. Высокий процент на облигации ведет к росту спроса на них. Но не всегда желающие их купить имеют для этого деньги. В этом случае приходится обращаться на денежный рынок. Однако ценные бумаги нередко покупают для обеспечения большей надежности портфеля финансовых средств (активов). Когда активы состоят не только из наличных денег, которые не дают доход, но являются надежным ликвидным средством, но и из вкладов, акций, облигаций, то именно такие активы имеют в виду, когда говорят о богатстве человека или фирмы.

Взаимодействие спроса и предложения на денежном рынке осуществляется через процент, выступающий в роли цены денег как специфического товара. В проценте, как в цене, отражаются интересы и покупателей, и продавцов.

Для покупателей процент отражает полезность денег. Это может быть полезность денег как расчетного средства, позволяющего им избавиться от долгов. Полезность денег может заключаться, например, и в возможности приобретения на них ценных бумаг, приносящих высокий процент.

Продавцы, дающие деньги в долг, через процент оценивают будущую стоимость денег. По существу, процент предстает как разница между настоящей и будущей стоимостью денег, отданных в долг.

Непосредственно взаимодействие спроса и предложения на денежном рынке происходит через ставку процента, которая повышается при превышении спроса над предложением, и наоборот. Как и на обычном рынке, здесь также существует обратная зависимость спроса и прямая предложения от ставки процента.

Рисунок 3.4 показывает, что при равенстве спроса и предложения ($0M_e$) устанавливается равновесная ставка процента (r_e).

Важная особенность денежного рынка — зависимость ставки процента от рынка ценных бумаг, состояние которого может нарушать равновесие на денежном рынке и восстанавливать его. Представим, что на рынке ценных бумаг появились облигации стоимостью 1000 руб., дающие процент на сумму 200 руб. Ставка процента состав-

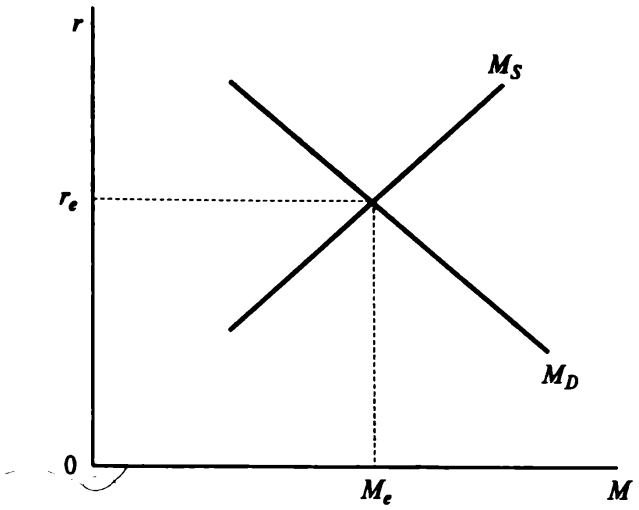


Рис. 3.4. Зависимость спроса и предложения от ставки процента

ляет 20%. Если на денежном рынке ставка всего 10%, то возрастет спрос на деньги для использования их на покупку облигаций. Соответственно сократится и предложение, так как для владельцев денег также будет выгодно купить высокодоходные облигации, чем отдавать деньги в долг под низкий процент. В результате роста спроса и падения предложения ставка процента на денежном рынке пойдет вверх. На рынке ценных бумаг ситуация будет иной. Рост спроса на облигации при данном предложении приведет к повышению их цены, а значит, к снижению ставки процента. Например, за облигацию станут давать 2000 руб. Это будет означать падение ставки процента до 10%. Будет выгоднее избавляться от облигаций и направлять деньги на денежный рынок, где ставка процента оказывается выше. Движение денег между этими рынками в конечном итоге приведет к установлению общей для них ставки процента (например, 15%), при которой на обоих рынках возникает равновесие.

Равновесие на денежном рынке — одно из условий обеспечения стабильности денег, а это, в свою очередь, — условие общего макроэкономического равновесия.

Наиболее распространенными в экономической теории являются два подхода к роли денег и денежного рынка в экономике: классический и кейнсианский.

Классический подход характеризуется представлением о нейтральности денег и так называемой классической дихотомией — делением экономики на два сектора: реальный и денежный, и их связью друг с другом через цены. Именно через них деньги влияют на реальный сектор, на его реальные показатели.

В *кейнсианском подходе* деньги далеко не нейтральны, поскольку главное их влияние на экономику проявляется через ставку процента. Это подтверждается указанием на тесную связь денежного и товарного рынков. Наличие такой связи доказывается с помощью модели *IS — LM* Дж. Р. Хикса и А. Хансена. Графически модель строится путем определения кривых *IS* и *LM* и их наложения друг на друга

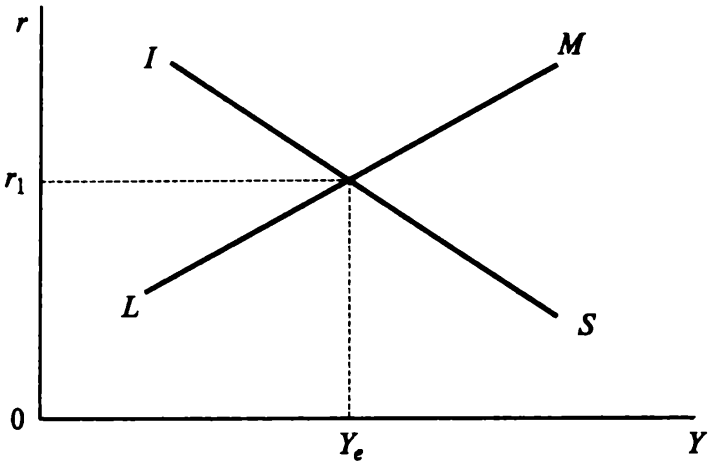


Рис. 3.5. Модель *IS — LM* Хикса и Хансена

Кривая *IS* строится, исходя из зависимости инвестиций (*I*) от ставки процента (*r*), а сбережений (*S*) — от реальных доходов (*Y*). Тем самым кривая *IS*, как на рис. 3.5(а), соединяет точки, представляющие собой комбинации ставок процента и уровня реальных доходов. Получается, что чем меньше уровень реальных доходов и меньше совокупный спрос, тем выше должна быть ставка процента, чтобы достичь точки равновесия на товарном рынке.

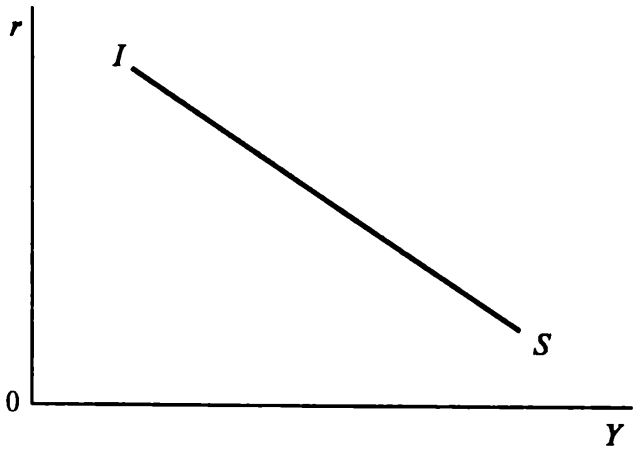


Рис. 3.5(а). Зависимость ставок процента от уровня реальных доходов

На рис. 3.5(б) кривая *LM* характеризует равновесие в денежном секторе экономики. Она соединяет точки, представляющие комбинацию ставки процента и уровня реальных доходов, при которых денежный рынок находится в равновесии. Здесь существует иная, чем на товарном рынке, зависимость: больше доходы — выше ставка процента — больше предложение денег (*M*) при большем их количестве в ликвидной форме (*L*).

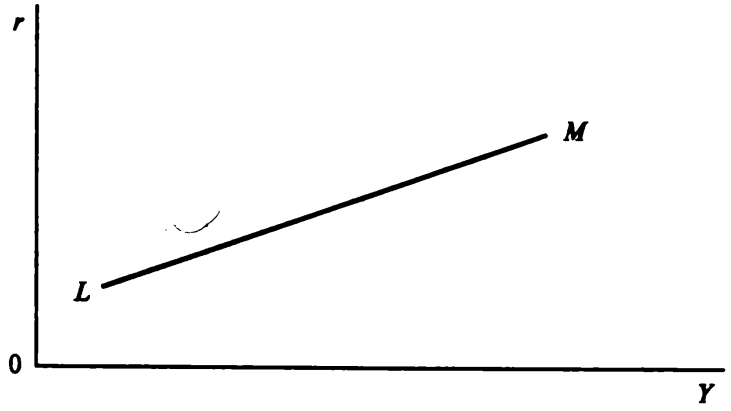


Рис. 3.5(б). Равновесие в денежном секторе экономики

Наложение двух рисунков дает модель *IS* — *LM*, характеризующую равенство на товарных и денежных рынках (отрезок 0*Ye*) при определенной норме процента (r_1).

Денежный рынок, так же как и любой другой рынок, представляет собой механизм взаимодействия спроса и предложения. Если спрос равен предложению, то на рынке возникает равновесие. Иными словами, денежный рынок находится в состоянии равновесия, когда спрос на деньги соответствует предлагаемому их количеству, и денег в экономике ровно столько, сколько необходимо для обеспечения ее стабильности. Если предложение денег превышает спрос, начинается рост цен, люди пытаются избавиться от денег, они начинают «жечь им руки», ускоряется оборачиваемость денег и цены растут еще быстрее. Если предложение денег ниже спроса на них, в экономике возникает их дефицит, что негативно влияет на систему расчетов, возникает бартерный обмен.

Спрос на деньги формирует население, осуществляющее покупки товаров и услуг для личного потребления, предприятия, нуждающиеся в деньгах для инвестиций, и государство.

Спрос на деньги и их предложение, пожалуй, самые сложные категории современной рыночной экономики. Это связано, во-первых, со сложностью экономической природы денег. Во-вторых, движение де-

нег в современной экономике происходит не автономно, а в экономической системе с многоцелевой направленностью, где действуют как объективные, так и субъективные факторы. При этом роль денег неоднозначна: в одних экономических процессах они являются зависимой переменной (например, при стагнации экономики или гиперинфляции деньги теряют активную роль), а в других — при экономическом росте с использованием широкого спектра факторов их роль весьма существенна. В-третьих, роль спроса на деньги, его позитивное воздействие на экономику в российских условиях намного меньше, чем в странах с развитой рыночной экономикой, что связано с широкомасштабной трансформацией нашей экономической системы, в условиях которой многие экономические процессы неустойчивы, а поведение субъектов рынка носит зачастую ажиотажный характер.

Можно выделить несколько факторов спроса на деньги:

• спрос на денежные средства, необходимые для осуществления хозяйственной деятельности, авансирования оборотных средств, выплаты заработной платы, для покупки товаров в розничной торговле и т.д. Этот вид спроса, который экономисты называют «спрос на сделки», включает две самостоятельные, но взаимозависимые компоненты: физическое количество товара (на макроэкономическом уровне — ВВП в неизменных ценах) и стоимость товара, выраженная в текущих ценах (на макроуровне — ВВП в текущих ценах);

• уровень и динамика всех видов цен (потребительских, производительных, закупочных в сельском хозяйстве, сметных цен строительства, транспортных тарифов, тарифов на коммунальные услуги и т.д.). Цены привязаны к отдельному конкретному товару, поэтому спрос на деньги опосредуется спросом на товар, но зависит от уровня и динамики цен. Если цены растут при том же количестве товаров, спрос на деньги увеличивается в соответствии с ростом цен.

Эти два фактора, влияющие на спрос на деньги, согласуются с количественной теорией денег, поскольку согласно этой теории количество денег (M), исчисленное с учетом скорости обращения одной денежной единицы в среднем за год (V), равняется физическому объему продукции (Q), умноженному на цены (P):

$$MV = P \times Q.$$

Иначе говоря, денежная масса эквивалентна номинальному валовому продукту, или, в упрощенном виде, сумме цен товаров, если не учитывать перераспределительные процессы и повторный счет материальных затрат;

• спрос на финансовые активы. Кроме товарных сделок в современной экономике широко распространены операции с экономиче-

скими и финансовыми активами. Например, покупка недвижимости — это покупка экономического актива. Покупка ценных бумаг, покупка валюты, депозиты в банках, банковские сертификаты и т.д. и даже акции компаний, котирующиеся на бирже, — все это финансовые активы. Для их приобретения требуются деньги «высокой эффективности», т.е. наличные деньги (рубли или валюта) или наличные деньги в резерве Центрального банка;

• процентные ставки на финансовые активы, выполняющие функции цены активов. В российских условиях эти ставки намного превышают уровень рентабельности реального сектора.

Современная экономическая теория устанавливает обратную зависимость между спросом на деньги и ростом процентных ставок активов. Но в нашей стране эта зависимость пока либо вообще не проявляется, либо слабо действует из-за поглощающего влияния других факторов. Более того, высокий уровень процентных ставок на финансовые активы поддерживает высокую конъюнктуру спроса на финансовые активы, снижает спрос на деньги «высокой эффективности» и для реального сектора экономики. Но в момент кризиса фондового рынка финансовые активы сбрасываются, и возникает ажиотажный спрос на наличные рубли и иностранную валюту;

• скорость обращения денег. Чем выше скорость обращения, тем меньше при прочих равных условиях спрос на деньги;

• совокупность валютных факторов из-за их неустойчивости и подверженности инфляции рубля, а также из-за принятого порядка формирования курса рубля. В современных российских условиях спрос на доллары превышает спрос на рубли, что делает актуальной задачу стимулирования спроса на рубли, с тем чтобы национальная денежная единица была главным ориентиром в деятельности субъектов рынка;

• потребности в финансовом обеспечении предполагаемых затрат на инновации и инвестиции, т.е. потребности, выходящие за рамки текущего финансового оборота. Это то, что экономисты обычно считают спросом на деньги, необходимые для развития.

Это вовсе не означает, что спрос на деньги безграничен и выходит за границы экономической целесообразности. Размеры денежного спроса в конечном итоге определяются ресурсной обеспеченностью экономических субъектов. Российская экономика, несмотря на глубокий спад производства, громадные потери производственного и научно-технического потенциала, утечку капитала за границу, сохраняет ведущие позиции по запасам большинства природных ресурсов: первое место в мире по запасам природного газа, железных руд, некоторых цветных и редких металлов, а также по запасам земельных, вод-

ных и лесных ресурсов. Эти запасы — часть национального богатства, они составляют основу обеспечения рубля и других платежных средств.

Однако имея самый мощный природно-ресурсный потенциал, Россия испытывает денежный голод, нехватку инвестиционных ресурсов. Страна не может в нормальном объеме финансировать даже геологоразведочные работы. Прежде всего, это является следствием неразвитости рыночных отношений: отсутствия экономической оценки материальных активов и их важнейшей части — запасов полезных ископаемых. Другая причина — несогласованность целей экономической политики, стратегии развития акционерных компаний с ориентирами денежно-кредитной политики.

Один из основных ориентиров денежно-кредитной политики — денежная масса. Именно этот параметр денежного обращения оказывает влияние на экономический рост, динамику цен, занятость, бесперебойное функционирование платежно-расчетной системы.

Исходной основой определения количества денег является сумма цен товаров. Учитывая, что одна денежная единица совершает несколько оборотов в год, количество денег в обращении прямо пропорционально сумме цен и обратно пропорционально скорости оборота денежной единицы. С развитием кредита, системы взаимных расчетов и погашения взаимоплатежей совокупная стоимость товаров и услуг уменьшается на сумму цен товаров и услуг, проданных ранее, срок оплаты которых наступает в текущем году.

Длительное время денежные системы многих стран опирались на жесткую привязку денежной массы к золоту. Денежной единице соответствовало определенное количество золота, и, самое главное, держатели бумажных денег могли обменять их на золото. Динамика цен на золото играла исключительную роль в общей ценовой конъюнктуре и тем самым воздействовала на денежную массу. С отходом от этого золотого правила денежного обращения в качестве обеспечения денег выступают товарная масса и финансово-экономические активы, включая, конечно, золото и другие драгоценные металлы.

Спрос на деньги зависит от применения современных финансовых и банковских технологий. Например, спрос на деньги снизился после внедрения электронного способа перевода ценных бумаг от одного владельца другому.

Спрос на деньги зависит от интенсивности процессов сбережения денег как на счетах фирм, банков, так на личных счетах граждан, на депозитах, особенно срочных и страховых вкладов. Интенсивность образования сбережений измеряется остатками денежных средств на счетах.

Рост сбережений расширяет возможности использования денег в безналичном обороте, поскольку прирост денег обеспечен тем, что часть ранее выпущенных денег находится в банковском обороте.

С учетом значения в формировании денежного спроса реальных остатков денежных средств совсем по-иному проявляется действенность ценового фактора. Для номинального роста остатков значение его сохраняется, а для роста реальных остатков этот фактор не имеет значения. Спрос на реальные денежные остатки не подвержен воздействию изменений в уровне цен, но возрастает с ростом реального дохода и сокращается при росте номинальных процентных ставок.

Ценовой фактор остается одним из важнейших при формировании спроса на деньги.

Вместе с тем состав денежных агрегатов, логика денежного обращения указывают: если признать главной задачей денежно-кредитной политики содействие экономическому росту и благосостоянию человека, то создание стимулов для сбережений населения и их трансформации в накоплении должно способствовать расширению объективных границ для роста денежной массы, финансового обеспечения развития экономики. Конфликт между ценовой компонентой денежной массы, ее ростом в соответствии с ростом цен и компонентой сбережений, определяющей пределы роста денежной массы, может быть настолько серьезным, что денежная масса становится фактором, блокирующим развитие экономики. В этом случае необходима система синхронных мер по восстановлению сбережений, их индексации, сдерживанию роста цен и обеспечению роста реальных доходов.

Таким образом, спрос на деньги — это спрос на денежные средства, необходимые для товарного обращения, внешнеэкономических сделок, осуществления финансовых операций по приобретению государственных ценных бумаг. Решающее влияние на спрос на деньги оказывает динамика физического объема продукции, а также цены. Базовой основой спроса на деньги являются денежные остатки средств на счетах субъектов рынка и склонность субъектов рынка к сбережениям, доверие к национальной денежной единице и к кредитной политике Центрального банка.

Предложение денег. В условиях денежного обращения, основанного на золотом стандарте, предложение денег определялось в жестком соответствии с производством золота, уровнем и динамикой цен на этот металл. С отказом от золотого правила денежного обращения главная роль в формировании денежного предложения принадлежит политике правительства и Центральному банку. Исходной основой определения объема денежной массы является принцип соответствия

денежной массы объему валового внутреннего продукта и уровню цен, естественно, с учетом скорости оборота денег.

Сложность определения денежной массы состоит в том, что денежные власти (Центральный банк) в условиях рынка должны иметь надежную информацию о прогнозе динамики ВВП и цен. Основной категорией, определяющей формирование денежной массы в наличной и безналичной формах, служит выручка, которая и есть финансово-денежное измерение ВВП и других стоимостных измерителей результатов экономической деятельности. Главная задача денежных властей состоит в создании условий и механизмов действия на открытом рынке субъектов рынка, самого Центрального банка, с тем чтобы реализация продукции и всего объема ВВП заканчивалась поступлением денег на счета. Самое лучшее, когда их поступает больше, чем авансируется в момент начала производства. Обычно подчеркивается значение выручки как базовой категории для организации налично-денежного обращения.

Например, выручка ОАО «Газпром» лишь на 61% состоит из денежных поступлений, 39% составляют прочие виды расчетов неденежного характера. Естественно, такая структура выручки не может не сказаться на структуре платежей в бюджет, на формировании различных денежных фондов компаний. Поскольку бюджет расплачивается с бюджетными организациями не просто «живыми» деньгами, а в значительной мере наличными, становится понятным, что оздоровление выручки, увеличение денежной компоненты в ее структуре — основа укрепления не только безналичного, но и налично-денежного оборота.

Перечислим основные факторы, определяющие предложение денег:

- розничный товарооборот. От его объема и структуры зависят выручка торговых организаций, поступление выручки от пассажирского транспорта;
- поступление налогов и сборов с населения;
- поступления на счета по вкладам в Сбербанк и коммерческие банки;
- поступление наличных денег от реализации государственных и других ценных бумаг;
- золотовалютные резервы. Их увеличение создает условия для проведения активной денежно-кредитной политики на открытом рынке, при определении объема кредитных ресурсов и позволяет увеличивать предложение денег;
- общий дефицит финансового баланса и его важнейшей части — бюджетного дефицита. Бюджетный дефицит показывает недостаток средств на выплату заработной платы и финансирование других госу-

дарственных расходов. Дефицит носит относительный характер, он должен иметь финансовые источники покрытия либо путем прямого кредита правительству от Центрального банка, либо путем приобретения Центральным банком государственных ценных бумаг. В любом случае бюджетный дефицит влияет на денежное предложение и на эмиссию денег;

• экспортно-импортное сальдо торгового баланса. Экспорт способствует увеличению предложения денег, а импорт сокращает их предложение. Активное сальдо торгового баланса — важный элемент денежно-кредитной политики, способствующий увеличению предложения денег. Кроме торгового баланса предложение национальной валюты зависит от других статей платежного баланса.

Одним из инструментов определения предложения денег служит прогноз кассовых оборотов, разрабатываемый Центральным банком и его территориальными учреждениями по специальной методике. На основании ожидаемых поступлений денег в кассы банков и их целевого использования определяется достаточность или избыток денег, т.е. эмиссионный результат.

Эмиссия денег (по международной терминологии — сеньораж) — это самостоятельная категория, тесно связанная с агрегатом М0 и отражающая прирост этого агрегата. Эмиссия — результат спроса и предложения денег. Если в прогнозируемых кассовых оборотах ожидается превышение выплат денег над их поступлением в кассы банков, то в случае невозможности сокращения денежных выплат предусматривается эмиссия денег.

Таким образом, предложение денег — не искусственная, не волюнтаристская категория. Предложение денег связано с достигнутым уровнем развития экономики, номинальным объемом ВВП, а также с возможностями его роста. Формирование предложения денег — важная сфера денежно-кредитной политики Центрального бакнка. Недостаточность денежной массы для экономического оборота определяется слабыми стимулами инвесторов к сбережениям; именно по этой причине медленно развивается безналичный денежный оборот и денег не хватает на обслуживание важнейших циклов воспроизводства. Одной из главных категорий денежного предложения является выручка, т.е. поступление денег на счета в банках.

От умелого управления и регулирования процессов формирования и использования выручки (как на макроуровне, так и на микро- и мезоуровне) зависит устойчивость денежного обращения.

В настоящее время эмиссию неразменных на золото денежных знаков независимо от их вида осуществляют эмиссионные банки, ор-

ганизующие денежное обращение в стране и отвечающие за его состояние. Поэтому нет четкой грани между кредитными и бумажными деньгами. И те и другие являются обязательными покупательными и платежными средствами на внутреннем рынке страны, а некоторые валюты — даже на внешнем рынке (конвертируемые валюты). Бумажные и кредитные деньги выступают в виде банковских билетов.

Эмиссия банковских билетов осуществляется эмиссионным банком страны в процессе кредитования коммерческих банков государства; в процессе операций, связанных с покупкой иностранной валюты и государственных ценных бумаг. В результате происходит увеличение денежной массы как за счет увеличения остатка наличных денег, так и за счет увеличения остатков платежных или потенциально возможных платежных средств в сфере безналичных расчетов.

В экономически развитых странах денежный оборот более чем на 95% осуществляется в форме безналичных расчетов. Поэтому и увеличение денежной массы в обращении происходит главным образом не за счет эмиссии банкнот, а благодаря депозитно-чековой эмиссии.

Эмиссия банкнот связана с кассовым обслуживанием народного хозяйства: коммерческих банков, государственного бюджета, государственного долга и т.д., когда необходимо увеличение кассового резерва наличных денег.

Депозитно-чековая эмиссия осуществляется в процессе кредитования эмиссионным банком коммерческих банков.

Как уже отмечалось, денежный рынок, под которым подразумевается рынок ссудных капиталов, имеет некоторые общие черты с товарным. На обоих рынках встречаются предложение товара (на товарном рынке — обычных товаров, на денежном — специфического товара) и спрос на него, в результате чего посредством механизма конкуренции устанавливается цена товара (на денежном рынке ценой является ставка процента).

Денежному рынку присущи, однако, существенные особенности, отличающие его от товарного. Одна из них — единство денежного рынка в противоположность множественности товарных. Каждый обыкновенный товар имеет специфическую потребительную стоимость и способен удовлетворять только определенную потребность. Поэтому товарных рынков столько же, сколько существует различных товаров (хлебный рынок, хлопковый рынок и т.д.). Объектом спроса и предложения на денежном рынке является единый товар — деньги.

Единство денежного рынка находит свое выражение в складывающейся на нем ставке процента. В то время как каждый товар имеет свою особую цену, отличную от цен всех прочих товаров, для денежного рынка характерно единообразие процента. Ставка процента опреде-

ляется исключительно спросом и предложением кредитных капиталов независимо от применения последних заемщиками.

Это не исключает, впрочем, дифференциацию процентных ставок, которые устанавливаются в зависимости от сроков и степени обеспеченности кредита. Например, банки обычно взимают тем более высокие процентные ставки, чем длительнее сроки ссуд, а также чем хуже обеспечение и, следовательно, чем больший риск приходится нести кредитору. Однако при одинаковом обеспечении и сроке кредита ставка процента одинакова независимо от характера использования ссуженных денег.

Для денежного рынка типичен концентрированный характер предложения ссудного капитала, который сосредоточивается в банках.

Размеры предложения ссудных капиталов зависят от:

• масштабов производства (при прочих равных условиях, чем больше размеры производства, тем больше и сумма капиталов, временно высвобождающихся в денежной форме);

• удельного веса слоя рантье и величины их капиталов;

• степени развития кредитной системы и размеров денежных доходов населения, мобилизующихся этой системой и превращающихся в ссудный капитал;

• циклического движения производства, которое обусловливает особенно значительное накопление ссудных капиталов на отдельных фазах промышленного цикла;

• сезонных условий, поскольку величина высвобождающихся из промышленности и торговли денежных капиталов в различные сезоны различна.

Сосредоточиваясь на денежном рынке, ссудные капиталы поступают к заемщикам, в руках которых получают различное применение. Основные сферы приложения ссудных капиталов — промышленность, торговля, сельское хозяйство, землевладение, государственные займы, биржевая спекуляция.

Спрос промышленности и торговли на ссудные капиталы предъявляется как в связи с сезонным расширением производства и сбыта товаров, так и в связи с ростом производства и товарооборота во время промышленного подъема. Так как развитие промышленности и торговли опережает накопление капитала, спрос на добавочные капиталы на денежном рынке всегда есть.

Сельское хозяйство имеет значительно меньший доступ к денежному рынку, чем промышленность и торговля, ибо масса мелких производителей здесь недостаточно кредитоспособна, а потому, как правило, не получает кредиты. Все же часть ссудных капиталов направляется и в сельское хозяйство, но поступает в основном не в руки мелких

производителей, а к крупным фермерам, использующим эти капиталы для покупки удобрений и машин, для мелиорации, ирригации и т.п.

От вложения ссудных капиталов в сельскохозяйственное производство следует отличать кредитование землевладения. Землевладельцы прибегают к кредиту большей частью не для ведения сельскохозяйственного производства, а для покупки земельных участков или для личного потребления. В обоих случаях кредит используется ими непроизводительно.

Особая форма приложения ссудных капиталов — государственные займы. Государства выступают на денежном рынке в роли заемщиков, так как их расходы часто не покрываются обычными доходами в виде налогов и пошлин. Потребность государств в кредите особенно возрастает во время войн, когда государственные расходы резко увеличиваются и значительно превышают обычные бюджетные доходы, а дефицит государственного бюджета покрывается при помощи займов.

Наконец, одна из важных сфер приложения ссудных капиталов — биржевая спекуляция, объектом которой служат ценные бумаги, обращающиеся на фондовой бирже. Кредитование промышленности сопровождается обычно вложением полученных в ссуду капиталов в сферу производства и, следовательно, ростом капитала.

Основная задача финансовых рынков заключается в обеспечении условий для перевода средств от кредиторов к заемщикам. Участники финансового рынка обычно различают такие понятия, как «рынок капиталов» и «денежный рынок». Последнее имеет отношение к заимствованиям и кредитованию со сроком на один год и менее.

Денежный рынок США выглядит как весьма эффективный, поскольку здесь обеспечивается возможность для быстрого перевода огромных сумм денег, предоставляемых в кредит на короткий срок, и при этом с низкими издержками для участников этих операций (бизнеса, правительства, банков и др.).

Потребность в денежном рынке существует главным образом потому, что приход денежных средств у участников рынка не совпадает с их расходом.

Участники экономических отношений в состоянии поддерживать денежный, или транзакционный баланс для обеспечения планируемых расходов независимо от денежных поступлений благодаря использованию средств в валютной форме, а также на счетах до востребования. Вместе с тем поддержание такого баланса предполагает наличие издержек в виде заранее известного процента. Для минимизации издержек участники экономического оборота стремятся к поддержанию денежного баланса на минимальном уровне, требуемом для каждо-

дневной транзакционной деятельности. Они пополняют недостающую часть своих денежных балансов за счет приобретения инструментов денежного рынка, которые могут быть оперативно и с низкими издержками конвертированы в наличность. Как правило, такие инструменты имеют незначительный ценовой риск, что, в свою очередь, обусловлено короткими сроками погашения. Краткосрочные потребности в денежных средствах удовлетворяются также на денежном рынке в виде заимствований по мере необходимости.

Инструменты денежного рынка обычно характеризуются высокой степенью надежности сохранения капитала. Обычно минимальный размер таких инструментов составляет от 1 млн долл. Их погашение предусматривается в пределах от одного дня до одного года. Наиболее распространенный срок — три месяца и менее. Наличие активного вторичного рынка инструментов денежного рынка дает возможность их досрочного погашения. В отличие от фондовых и товарных бирж денежный рынок не имеет четкого местонахождения. В США, например, главным центром его является Нью-Йорк, хотя в этом есть некоторый элемент условности, поскольку денежный рынок — это прежде всего телефонный рынок, т.е. он легко доступен по телефону из любого места в США и за рубежом. Денежный рынок охватывает группы краткосрочных инструментов кредитного рынка, рынка фьючерсов, дисконтного окна Федеральной резервной системы США. *Дисконтное окно* — отдел центрального банка, занимающийся предоставлением заемных средств банкам. Основными участниками рынка выступают коммерческие банки правительства, корпорации, совместные фонды денежного рынка, фьючерсные биржи, брокеры и дилеры, а также непосредственно Федеральная резервная система США.

Банкам на денежном рынке США отведено три важные роли. Во-первых, они выступают заемщиками на денежном рынке для создания собственных кредитных портфелей, а также для выполнения требований по беспроцентному резервированию средств в Федеральной резервной системе. В США банки являются главными участниками рынка федеральных средств, имеющих краткосрочный характер (главным образом, *overnight*) и доступных в виде непосредственно денежных займов. При этом средства перемещаются в течение одного дня.

Данный рынок является отлаженным механизмом распределения средств из федерального резерва в банковской системе страны. Заимствования и кредитование этих средств осуществляется по процентной ставке по краткосрочным кредитам (наиболее точно отражает направление изменения ставок). В США это *Federal funds rate*. Ставка определяется на конкурентной основе ежедневно.

Банки и другие депозитарные учреждения могут также прибегать к краткосрочным заимствованиям через дисконтное окно Федеральной резервной системы. Процентная ставка при этом устанавливается Федеральной резервной системой и называется учетной. Решение банка о заимствовании средств зависит от соотношения учетной ставки и ставки федеральных фондов, а также от административного регламента, связанного с использованием дисконтного окна.

Банки выступают также заемщиками на денежном рынке и на более длительный срок. В этих случаях они эмитируют депозитные сертификаты, а также заимствуют средства на евродолларовом рынке. Депозитные сертификаты с высоким номиналом выпускаются банками в качестве подтверждения того, что соответствующая сумма депонирована на определенный период времени, как правило, от одного до шести месяцев, и при наступлении срока будет возвращена с процентами. Евродолларами являются номинированные в долларах депозиты в пассивах банков за пределами США (или международных банковских структур в США). Это могут быть депозитные сертификаты на крупные суммы или срочные вклады без права досрочного отзыва. Американские банки привлекают средства на евродолларовом рынке через свои отделения и дочерние банки.

Для привлечения средств на денежном рынке банки используют в своей практике соглашения о вторичной покупке (*repurchase agreement*). Данное соглашение предусматривает продажу ценных бумаг с обязательством продавца выкупить их позднее. Для кредитора (т.е. для продавца бумаг) такое соглашение называется «обратная вторичная покупка» (*reverse repurchase*). Фактически данное соглашение в случае надлежащего исполнения является краткосрочным займом с обеспечением. Большая часть рассматриваемых сделок предполагает использование ценных бумаг правительства США или ценных бумаг, эмитированных спонсируемыми правительством предприятиями. На этом рынке банки выступают в качестве активных участников со стороны заемщиков.

Вторая важная роль банков на денежном рынке заключается в исполнении ими функций дилеров на внебиржевом рынке деривативов процентных ставок (*interest rate derivatives*), расширяющемся быстрыми темпами в последние годы. Указанные деривативы служат основой для определения условий соответствующих наличных платежей, зависящих, в свою очередь, от изменений на рынке процентных ставок. Так, в свопе процентных ставок участники сделки производят оплату наличными друг другу в зависимости от изменений на определенном рынке процентных ставок. Банки часто выступают в качестве посредников в сделках своп, играя роль контрагентов для обеих сторон. Есть

два вида свопов процентной ставки. Первый — амортизационный своп процентной ставки, при котором с ростом или снижением процентной ставки соответственно возрастает или снижается сумма основного долга (*amortizing interest rate swap*). Второй — многовалютный своп процентной ставки, включающий обмен потоков платежей процентной ставки в различных валютах и (часто) при различных основаниях ставки (*cross-currency interest rate swap*).

Третья роль банков на денежном рынке заключается в предоставлении на комиссионных началах обязательств по своевременной оплате ценных бумаг, приобретенных инвесторами на денежном рынке. Одним из видов таких обязательств является дублирующая кредитная линия в пользу эмитента ценных бумаг денежного рынка. Предоставление такой услуги возможно в зависимости от финансового положения эмитента. Кредитная линия может быть закрыта при ухудшении этого положения. Еще один вариант обязательств может иметь вид кредитного содействия (чаще всего аккредитив). Фактически это гарантия того, что банк компенсирует стоимость ценных бумаг при наступлении срока платежа, в случае если эмитент окажется неплатежеспособным. Такие кредитные линии и аккредитивы широко используются эмитентами коммерческих и муниципальных ценных бумаг.

Еще одним серьезным участником денежного рынка выступают правительства. Так, Казначейство США, а также правительства штатов и местные органы власти привлекают значительные объемы средств. Казначейство делает это путем продажи на денежном рынке краткосрочных обязательств правительства США, именуемых облигации казначейства США (*T-bills*). Эти облигации — самый крупный инструмент привлечения средств правительством США. Кроме того, вторичный рынок этих облигаций является самым крупным по сравнению с масштабами операций с другими инструментами на денежном рынке. Поскольку эти облигации рассматриваются повсеместно в качестве фактически безрисковых бумаг, в то время как другие инструменты все-таки некоторый риск имеют, ставки процентных выплат по ним самые низкие. Правительства штатов и местные власти привлекают средства путем продажи на денежном рынке ценных бумаг как с фиксированными, так и плавающими процентными выплатами. Существенной характеристикой ценных бумаг штатов и местных властей является то, что процентный доход по ним не облагается федеральным подоходным налогом. Указанное обстоятельство делает их весьма интересными для инвесторов.

Нефинансовые и небанковские финансовые компании привлекают средства на денежном рынке в основном путем выпуска коммерческой бумаги, являющейся краткосрочным необеспеченным простым

векселем. В последние годы на этом рынке стало появляться все большее число фирм. Компании, занятые преимущественно международной торговлей, привлекают средства денежного рынка с помощью банковских акцептов. *Банковский акцепт* — это срочная тратта, акцептованная банком. Тратта в этом случае становится безусловным обязательством банка. В соответствии с условиями типичного банковского акцепта банк акцептует срочную тратту импортера и затем дисконтирует ее, т.е. выплачивает импортеру чуть меньше, чем это предусмотрено по номиналу тратты. Полученные средства импортер использует для платежа экспортеру. Банк, в свою очередь, сохраняет акцепт у себя либо редисконтирует (продает) его на вторичном рынке.

Спонсируемые государством предприятия представляют собой группу находящихся в частной собственности финансовых посредников с определенными обязательствами по отношении к федеральному правительству. Эти агентства заимствуют средства на финансовых рынках и направляют их фермерским хозяйствам и в жилищное строительство. Значительная часть необходимых им средств заимствуется на денежном рынке.

Существуют также *пулы краткосрочного инвестирования*. Это высокоспециализированная группа действующих на денежном рынке посредников, в число которых входят совместные фонды денежного рынка, инвестиционные пулы местной власти, краткосрочные инвестиционные фонды трастовых отделов банков. Указанные посредники формируют крупные пулы инструментов денежного рынка. Затем они продают часть имеющихся у них инструментов другим инвесторам. Тем самым они дают возможность заработка физическим лицам и другим мелким инвесторам на инструментах денежного рынка. Подобных пулов не существовало до середины 70-х гг. прошлого столетия. В настоящее время они превратились в крупнейших финансовых посредников в США.

Фьючерсные контракты и опционы денежного рынка торгуются на биржах. *Фьючерсный контракт* денежного рынка представляет собой стандартизированное соглашение о покупке или продаже ценной бумаги денежного рынка по оговоренной цене при наступлении определенной даты. Сегодня активная торговля ведется контрактами по 13-недельным облигациям Казначейства США, месячным и трехмесячным евродолларовым депозитам. Кроме того, предметом торговли является фьючерсный контракт, основанный на средневзвешенной за 30 дней процентной ставке по краткосрочным кредитам.

Опцион денежного рынка предоставляет его держателю право, но не обязательство, купить или продать фьючерсный контракт денежного рынка по установленной цене при наступлении оговоренной даты

или до ее наступления. Опционы в настоящее время торгуются по фьючерсам на трехмесячные облигации Казначейства США и месячные и трехмесячные евродолларовые фьючерсы.

Нормальное функционирование денежного рынка в значительной степени зависит от деятельности брокеров и дилеров, играющих ключевую роль в продвижении новых выпусков инструментов денежного рынка, а также на вторичном рынке, где возможна продажа нереализованных инструментов до наступления срока платежа по ним. В работе с ценными бумагами дилеры используют соглашения о вторичной покупке. Также они выступают посредниками между участниками рынка вторичной покупки, предоставляя займы тем, кто в них заинтересован, и заимствуя средства у тех, кто готов их предоставить.

Брокеры работают с покупателями и продавцами инструментов денежного рынка на комиссионной основе. Они выполняют также ключевую роль в связывании заемщиков и кредиторов на рынке краткосрочных кредитов. Кроме того, они выступают посредниками между дилерами в целом ряде других секторов денежного рынка.

Главным участником денежного рынка в США выступает Федеральная резервная система. Она контролирует предоставление имеющихся резервных средств банкам и другим депозитным институтам. Это осуществляется главным образом путем покупки и продажи облигаций Казначейства США. Торговля ведется либо непосредственно на рынке облигаций, либо на временной основе на рынке вторичной покупки. Таким образом, Федеральная резервная система в состоянии воздействовать на процентную ставку по краткосрочным кредитам. Изменения ставки, в свою очередь, по подобию цепной реакции оказывают влияние на другие ставки денежного рынка. Покупка-продажа облигаций Казначейства США, известная как операции на открытом рынке, осуществляется торговой секцией открытого рынка банка Федеральной резервной системы в Нью-Йорке. Ежедневный объем операций при этом достигает миллиардов долларов.

Федеральная резервная система может также влиять на ставки денежного рынка через механизмы дисконтного окна и учетной ставки. Изменения учетной ставки оказывают непосредственное сильное воздействие на ставки краткосрочного кредитного рынка, а также и на другие ставки денежного рынка.

В целом денежный рынок выглядит как весьма надежный для краткосрочного вложения средств, его инструменты отличаются высоким уровнем ликвидности и не подвержены ограничениям, свойственным срочным депозитам. Доходность денежного рынка выше, чем доходность вложенных средств на простые сберегательные счета.

Емкость мирового денежного рынка измеряется триллионами. Впечатляют и масштабы операций на национальных рынках. Например, только за один день 12 сентября 2001 г. банки Федеральной резервной системы предоставили депозитным учреждениям 45,5 млрд долл. Это был абсолютный рекорд масштабов кредитования в течение одного дня. Понятны и причины такой активности денежного рынка. 11 сентября 2001 г., напомним, стал черным днем в результате террористических атак в США. Вместе с тем приведенная цифра говорит об операциях с помощью только одного инструмента денежного рынка и только в США — дисконтного окна.

Об объеме рынка можно судить и по косвенным показателям. Операции платежной системы *Visa USA* уже в 2003 г. превысили 1 трлн долл. в годовом исчислении, т.е. 10% уровня ВВП США. Это значит, что ежесекундно через систему *Visa* проходит 32 тыс. долл.

Объем операций на денежном рынке Банка Японии превышает 15,0 трлн иен.

Более 1 трлн шв. фр. — такова емкость денежного рынка Швейцарии.

Современные денежные рынки индустриальных стран состоят из двух органически связанных между собой сфер:

- рынка ссудных капиталов для функционирующих предпринимателей;
- рынка денежных средств для населения.

В настоящее время в мире существует единый международный денежный рынок, где торгуют средствами в основных конвертируемых валютах.

Денежный рынок подразделяется на обеспеченный и необеспеченный.

Введение единой денежной политики и учреждение трансъевропейской платежной системы *TARGET* повлияли на состояние необеспеченных денежных рынков еврозоны и Лондона. *TARGET* (*Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system*) — Трансъевропейская автоматизированная экспресс-система брутто-расчетов в режиме реального времени — система для проведения расчетов в евро между европейскими банками. Состоит за 15 взаимосвязанных национальных систем валовых расчетов в реальном времени и платежного механизма Европейского Центрального банка (*ECB payment mechanism*), которые образую единую платформу для обработки трансграничных платежей в евро. *TARGET* обеспечивает проведение платежей независимо от суммы в течение нескольких минут с использованием денежных средств в Центральном банке. Система доступна большому количеству участников и гарантирует совершение платежа в течение дня.

До возникновения *ECB* национальные центральные банки осуществляли операции на открытом рынке, чтобы обеспечить ликвидными средствами исключительно национальные рынки. Целью *ECB* является обеспечение ликвидностью рынка всей еврозоны. Данная цель предопределила развитие кредитных операций банков (сделки, связанные с управлением ликвидностью), связанных с межстрановым перемещением капитала.

Эволюция необеспеченного денежного рынка происходит под влиянием централизации казначейских операций многих международных банков, а также ухода с рынка ряда средних по размеру банков еврозоны. Для последних издержки проведения таких операций стали фактически непосильными.

После введения евро сегментация межбанковского рынка возросла. Крупные международные банки заключают сделки на большие суммы на международном рынке по очень узким спрэдам «покупка-продажа», в то время как средние и мелкие банки, кредитный рейтинг которых не так высок, оперируют чаще всего на национальных рынках и по спрэдам, значительно превосходящим первые. При этом разница может достигать десяти базисных пунктов. Отсутствие арбитражных возможностей между ставками различных денежных рынков служит подтверждением успеха *TARGET*, с помощью которой осуществляется две трети (по стоимости) платежей в евро. Рост отмечается по сделкам с короткими сроками исполнения, особенно овернайт. Всего необеспеченными являются примерно три четверти операций денежного рынка.

Денежный рынок евро, расположенный преимущественно в еврозоне и Лондоне, с самого начала характеризовался высокой степенью концентрации. Данная тенденция превалирует на рынке необеспеченных сделок. В меньшей степени, хотя данная тенденция здесь также очевидна, процесс концентрации характерен для рынка обеспеченных сделок.

В распределении по структуре инструментов денежного рынка весьма динамично развивается торговля свопами на средневзвешенный индекс сделок овернайт в евро (СИСЕО). Указанный индекс рассчитывается *ECB* как средневзвешенная величина всех необеспеченных сделок овернайт на межбанковском рынке еврозоны. Данные свопы используются в основном в арбитражных операциях и в хеджировании волатильности ставок овернайт. Они представляют собой наиболее популярный инструмент хеджирования в сделках со сроком исполнения до трех месяцев, в то время как фьючерсы на СИСЕО используются в хеджировании на более длинные сроки. Спрэды «покупка-продажа по коротким срокам» составляют около одного-двух базисных пунктов, а стандартный размер сделки — 500 млн евро

по сделкам со сроком исполнения до трех месяцев и 100 млн евро — по сделкам со сроком исполнения год.

Существенным фактором увеличения числа сделок в евро стали более низкие требования резервных отчислений по операциям на обеспеченном денежном рынке. Но, как уже отмечалось, несмотря на очевидную концентрацию этого рынка, заметнее эти процессы на денежном рынке евро при осуществлении необеспеченных сделок.

Рассмотрим *обеспеченные денежные рынки ЕС*. На рынке краткосрочных инструментов, номинированных в евро, существуют следующие основные виды сделок:

• репо с общим обеспечением (РОО) представляют собой соглашение, где покупатель бумаг не уточняет, какие именно бумаги он хотел бы приобрести;

• специфицированные репо, где покупатель бумаг уточняет, какие бумаги он хотел бы приобрести;

• особые репо, когда бумаги, выступающие в виде залога, являются объектом повышенного рыночного спроса и поэтому котируются с премией, тем самым снижая ставку, по которой эти бумаги выкупаются обратно;

• *stock loan* — ссуда в виде ценных бумаг одним брокером другому в целях покрытия коротких продаж клиента. Еще называют *securities loan*. Короткая продажа подразумевает, что продавец фактически не владеет активом или поставляет покупателю заемный актив. Короткую продажу можно назвать продажей без реального обеспечения. При такой торговле продавцы рассчитывают на понижение цен актива в надежде купить его по цене ниже продажной, т.е. действуют в рамках «медвежьей стратегии». Как правило, схема такова: продавец занимает акции у брокера и передает их покупателю, а затем, когда цена действительно идет вниз, он покупает акции дешевле, и в результате возвращает долг брокеру и получает прибыль. Короткая продажа — это рисковая стратегия, поскольку продавец не знает, а только предполагает, какой будет цена актива (акции) и сколько он должен будет вернуть заимодавцу (брокеру). С другой стороны, короткие продажи являются эффективным инструментом балансирования рисков по длинным позициям. Короткая продажа акций — довольно сложный и дорогостоящий процесс.

В целом сделка *stock loan* похожа, по сути, на специфицированное репо, за тем исключением, что ценные бумаги обычно обмениваются на корзину различных активов, а не просто на деньги, и платой за пользование ими является не процентная ставка, а фиксированная денежная сумма;

• *buy-sellback*, а также *buy-sell back repo & stock lending* — сделка покупки и обратной продажи. Сделки, которые имеют такой же эконо-

мический эффект, как и сделки репо (точнее, обратного репо), состоят из двух отдельных сделок — покупки и продажи одинакового количества ценных бумаг одного и того же выпуска, которые заключаются одновременно, но имеют разные даты исполнения (*value dates*): одна — для немедленного исполнения, а другая — для исполнения через некоторое время. Сделки продажи с обратной покупкой проще классических сделок репо, поскольку не предполагают переоценку обеспечения с учетом текущих рыночных цен («приведения к рынку», *marking to market*) и требование внесения дополнительного гарантийного депозита (*margin calls*). Таким образом, это сделка, похожая на РОО, но с некоторыми отличиями.

Число участников международного рынка репо постоянно расширяется. Это происходит главным образом благодаря появлению на рассматриваемом рынке тех, кто ранее действовал исключительно на внутренних национальных рынках. К ним относится ряд банков с высокими показателями ликвидности, учреждений, политикой которых является предоставление ссуд в виде акций, а также различные международные фонды (в большинстве случаев американские). Спрэды при покупке-продаже на рынке РОО имеют тенденцию к снижению. Сегодня они составляют один-два базисных пункта по сделкам на срок до трех месяцев и пять базисных пунктов по сделкам на более длинные сроки. Стандартная сумма сделки РОО, где, например, в виде обеспечения используются государственные немецкие облигации *bunds*, составляет 50 млн евро. Размер данной классической сделки стал на 24 млн евро больше, чем до запуска евро. Расчеты по операциям овернайт осуществляются через два, максимум через три рабочих дня после заключения сделки. РОО и особые репо заключаются в Европе в основном под залог правительственных облигаций, хотя бумаги отдельных компаний используются все чаще, что свидетельствует о росте количества сделок с корпоративными бумагами.

Процентные ставки по РОО значительно различаются в зависимости от страны — эмитента облигации. Например, по сделкам со сроками до года премия по немецким облигациям относительно итальянских отличается на 5—10 базисных пунктов. Большинство покупателей ценных бумаг на рынке РОО предпочитают бельгийские и итальянские правительственные облигации, поскольку риски по ним снижены до минимума.

В обеспечении особых репо доминируют государственные немецкие облигации. Это объясняется двумя факторами. Во-первых, данные инструменты являются индикаторами для европейского рынка долгосрочных долговых инструментов, определяя цены корпоративных облигационных эмиссий. Во-вторых, фьючерсы на 10-летние государ-

ственные немецкие облигации выступают в роли наиболее часто используемого хеджирующего инструмента на рынке государственных облигаций, деноминированных в евро. Объемы торговли срочными контрактами на эти облигации резко увеличились с момента введения евро пропорционально увеличению спроса на сами облигации. Таким образом, в особых репо на более длительные сроки государственные немецкие облигации являются наиболее популярным обеспечением у инвесторов. Следует отметить: государственные облигации — самые надежные бумаги на фондовом рынке. Государственная облигация эмитирована государством. В США государственные облигации (*government bond*) гарантируются правительством и считаются самыми надежными ценными бумагами. *Bund* — облигация, выпущенная федеральным правительством ФРГ.

Развитие и использование электронных торговых и клиринговых систем способствует росту оборота и ликвидности на рынке как РОО, так и специальных репо. Например, введение в 1995 г. неттинговой службы рынка репо в США Правительственной клиринговой корпорацией по ценным бумагам в 20 раз увеличило объем рынка репо по бумагам Казначейства США. Существование услуги «центрального контрагента», предлагаемой компаниями *RepoClear* и *Clearnet* в Европе, снижает объем бэк-офисных, бухгалтерских и «бумажных» операций настолько, насколько это возможно стандартами ведения бухгалтерского учета. Также данная услуга снижает лимит контрагента и предлагает более изощренную и гибкую технику менеджмента. Использование системы единого контрагента обеспечивает анонимное заключение сделок репо в автоматизированных торговых системах как до, так и после перемещения активов, участвующих в контракте.

Крупнейшим рынком краткосрочных процентных инструментов по активам, выраженным в евро, является Лондон в лице Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов и опционов. Отметим при этом, что Великобритания принимает активное участие в процессе интеграции европейских финансовых рынков и формирования трансъевропейского фондового рынка. Эта страна представлена на рассматриваемом рынке в виде собственных банков, небанковских кредитных учреждений, бирж. Большое значение имеют также действующие здесь законодательные акты, институты инфраструктуры и регулирующие организации. Лондонский финансовый рынок занимает активную позицию по отношению к наметившимся альянсам европейских бирж, клиринговых и торговых систем. Например, инициатива создания трансъевропейского рынка акций принадлежит Лондонской фондовой бирже — крупнейшего в Европе рынка акций. Кроме того, в свете запланированного присоединения Великобритании к ев-

розоне в будущем значение Лондона для европейского финансового рынка представляется исключительно существенным.

В связи с использованием единой валюты можно выделить два структурных изменения британского денежного рынка евро.

Во-первых, Банк Англии расширил спектр ценных бумаг, используемых в ежедневных операциях Банка на открытом рынке, за счет бумаг правительств и центральных банков еврозоны, а также некоторых наднациональных институтов. В результате участники британского денежного рынка могут получать фунты стерлингов против обеспечения, выраженного в евро.

Во-вторых, некоторые виды ценных бумаг, выраженных в евро, в настоящий момент проходят квалификацию в соответствии с режимом ликвидности стерлинговых активов, утвержденным Актом по финансовым услугам Соединенного Королевства (1986 г.), который требует поддержания банками установленного минимального отношения высоколиквидных активов к обязательствам, выраженным в стерлингах.

Оба указанных изменения являются факторами, побуждающими британские кредитные учреждения держать у себя бумаги, выраженные в евро, косвенно стимулируя их активность на денежном рынке евро.

Таким образом, сегодня можно говорить не только о высоком уровне концентрации, но и интеграции рынка репо со всеми вытекающими отсюда для него последствиями. В результате для рынка стали обычными значительные объемы торговли и низкая ценовая дисперсия по отдельным видам обеспечения.

Однако некоторые факторы сдерживают дальнейшее развитие операций на данном рынке.

Прежде всего, речь может идти о расчетных системах.

Существующие различия в обслуживающих ценные бумаги расчетных системах, главным образом в части длительности цикла расчетов, затрудняют быстрый переход прав собственности между иностранными контрагентами. Наиболее существенной данная проблема выглядит в случае краткосрочных контрактов (срок исполнения сегодня или овернайт).

Влияние на рынок оказывает и специфика спроса на отдельных национальных рынках, обусловленного особенностями национального налогообложения. Под воздействием данного фактора национальные активы в качестве обеспечения могут иметь объективные преимущества перед иностранными для соответствующих категорий участников рынка.

Есть и законодательные препятствия. Отсутствие стандартной документации для репо, выраженных в евро, увеличивает административные расходы и риск несовпадения оформления сделок. Более того,

подвергается сомнению юридическая эффективность правил по услугам неттинга (определяющим размер, в котором стороны могут ликвидировать взаимные обязательства), включая перевод документации и окончательный расчет. Данные проблемы возникают прежде всего из-за различий в законодательных системах, объектом регулирования которых являются рынки репо.

Современный денежный рынок, несмотря на свою зрелость и наличие сложившихся обычаев и традиций, постоянно развивается. Одним из важных направлений его развития выступает расширяющаяся практика торговли производными инструментами.

Рынки производных возникли около 25 лет назад, являясь наиболее революционной инновацией в области мировых финансов, сравнимой лишь с возникновением организованных финансовых рынков в предыдущие столетия. Их появление связано с крушением Бреттон-Вудсской валютной системы (фиксированных валютных курсов) и ростом волатильности основных базовых активов. Данные рынки в ЕС представляют особенный интерес, так как они непосредственным образом затронуты интеграционными процессами в регионе, в частности образованием единой европейской валюты.

Срочные биржи — наиболее очевидные жертвы ЕВС. На данный момент в Европе существуют 25 бирж, специализирующихся на деривативах (в США их семь) и предлагающих широкий спектр инструментов. По количеству заключенных контрактов крупнейшей европейской (и мировой) биржей производных является *Eurex*. Второе место занимает парижская *Monep*, третье место принадлежит лондонской *Liffe*. Всего лишь 10 лет назад на долю бирж, торгующих производными, приходилась незначительная часть финансового рынка Европы. В настоящее же время данные рынки по основным показателям теснят своих американских конкурентов. На данный момент четыре европейских рынка входят в десятку крупнейших мировых рынков деривативов.

Наиболее популярными производными инструментами в Европе являются срочные контракты на облигации *bunds* (*eurex*) и контракты на процентную ставку по евро (*liffe*), которые по количеству занимают третье и четвертое место соответственно в мировом рейтинге торговли деривативами, уступая лишь казначейским облигациям США и ставкам по евродоллару (CBOE, CBOT). В сфере валютных производных доминируют американские биржи, в сфере производных на облигации первенство делится между американскими и европейскими биржами.

Важный сегмент европейского рынка производных — кредитные деривативы. Представляя собой относительно новый тип срочных контрактов, данные инструменты, однако, активно внедряются в евро-

пейский инвестиционный менеджмент. Азиатский кризис и финансовые кризисы в Восточной Европе, в том числе в России, подтверждают необходимость внедрения инструментов, связанных с защитой от кредитного риска. Подтверждением этому служит тот факт, что Лондон наряду с Нью-Йорком является ведущим финансовым центром в мире по кредитным деривативам. Некоторые специалисты сходятся во мнении о том, что оборот лондонского рынка кредитных деривативов превзойдет таковой Нью-Йоркского рынка (хотя данные инструменты были изобретены в США) по причине более благоприятного регулятивного режима, обеспечиваемого Управлением по финансовым услугам Соединенного Королевства.

Спектр инструментов, которыми оперируют рынки производных, подразделяется на три основных рынка: денежный рынок, рынок фиксированного дохода и рынок акций.

Введение евро послужило катализатором консолидации европейских организованных рынков деривативов.

Борьба за рынок денежных инструментов, номинированных в новой валюте, началась задолго до ее появления. Наиболее жесткая конкуренция охватила сегмент процентных ставок. Три крупные европейские биржи, (*Eurex, Liffe, Matif*) ввели серию контрактов, охватывающих практически всю кривую процентных ставок. Главной особенностью торговли процентными инструментами, номинированными в евро, является типовая поляризация контрактов в пользу *euribor* на краткосрочном сегменте процентной кривой и в пользу *bunds* (облигации правительства Германии) на ее долгосрочном сегменте. Концентрация торговли на достаточно узком диапазоне высоко ликвидных продуктов отчетливо указывает на неудачу стратегий, направленных на расширение типов контрактов относительно процентной кривой.

На рынке контрактов на краткосрочную ставку наиболее популярными являются фьючерсы на *Euribor*, по которым лидирует *Liffe*, охватывающая 90% оборота трех указанных бирж (*Eurex, Liffe, Monep*). *Liffe* уже давно приступила к электронной системе торгов по указанным инструментам. Остается пока неясным, смогут ли *Matif* и *Eurex*, уже довольно длительное время обладающие системами удаленного доступа, противостоять *Liffe* на рынке краткосрочных процентных контрактов, где последняя выступает в роли лидера.

Тем не менее уже возникли тенденции, которые в случае своего укрепления приведут к консолидации европейского рынка производных на денежные инструменты. Во-первых, после введения евро все более популярными операциями становятся контракты на *euribor* — европейскую межбанковскую официальную ставку. Во-вторых, по мере замещения контрактов, в которых участвуют национальные ев-

ропейские валюты, контрактами в евро объем нового рынка стремительно растет.

Существенным моментом расширения рынка деривативов явилась миграция процентных инструментов на биржи, характеризующиеся высокой ликвидностью торговли. Так, *Eurex* оказалась ведущим рынком по торговле *bunds*, которые к данному моменту полностью мигрировали с *Liffe*. В дополнение к преимуществам национальных инструментов *Eurex* обладает успешным опытом привлечения иностранных участников путем снижения издержек, отдаленного электронного доступа и временного расширения торговых сессий.

Повышение эффективности торговли, которое имело место относительно правительственных бумаг Германии, также усилило международные позиции биржи. В то время как *Liffe* явилась основной жертвой географического перемещения торговли контрактами на *bunds, Matif* также пострадала от предпочтения инвесторов вкладываться в *bunds*, так как до этого традиционным фаворитом среди еврономинированных продуктов *Matif* были контракты на французские долгосрочные бумаги *euro notionnel*. Падение активности на *Matif* является очередным фактором возможных инноваций на данной бирже.

В целом на рынке производных на облигации наиболее популярными являются фьючерсы на *bunds*, выраженные в евро, охватывающие 96% оборота по всем 10-летним облигациям ЕС. Своп-трэйдеры активно прибегают к хеджированию контрактами на *Bunds* позиций по пяти- и 10-летним контрактам по облигациям, цены которых привязаны к ставке *euribor* (*Euribor financed bond — EFB*). Заметим, что *EFB* являются очень популярными контрактами на *Liffe*.

Немецкие государственные облигации (бескупонные на шесть месяцев и на сроки от 3,5 до пяти лет под 6%) и государственные обязательства *schatz* (купон 6%, срок от 1,75 до 2,25 лет), котируемые на *Eurex* и *Deutsche Borse*, также доминируют среди обязательств с аналогичными сроками.

В последнее время широкое распространение получили долговые индексы. Наиболее популярным из них является *iboxx* — аналог *Dow Jones stoxx* для облигаций.

Индексы *iboxx* введены в торговлю 1 января 1999 г. Они включают в себя лишь обязательства с фиксированной купонной ставкой, выраженные в евро. До 2000 г. обороты по торговле данными инструментами были низкими. Цены обязательств, входящих в указанные индексы, предоставляются семью крупнейшими финансовыми институтами Западной Европы: *ABN AMRO, Barclays Capital, BNP Paribas, Deutshe Bank AG, Dresdner Bank AG, Morgan Stanley Dean Witter, UBS Warburg.*

Калькуляция, распространение индексных данных и организация торговли входят в компетенцию *Deutsche Börse*.

Структура семьи индексов *iboxx* повторяет структуру долгового рынка, инструменты которого выражены в евро. Всего существуют четыре группы индексов:

- суверенные индексы, составленные для отдельных государств независимо от характера эмитента;
- неправительственные индексы, выпущенные наднациональными (международными) организациями, международными агентствами и национальными муниципалитетами;
- обеспеченные индексы, составленные для обеспеченных облигаций государственного сектора (например, *jumbo pfandbriefe* и *obligations foncieres*);
- корпоративные индексы, включающие в себя бумаги частного сектора с одинаковыми рейтингами (например, корпоративные индексы *AA* включают в себя бумаги частного сектора еврозоны только с рейтингом *AA*).

Каждый индекс рассчитывается как по доходности, так и по цене. При этом все индексы также классифицируются по срокам, т.е. каждый индекс включает в себя бумаги, срок действия которых истекает лишь во время одного из установленных периодов (один — три, три — пять, пять — семь, семь — десять и более десяти лет). Параллельно существуют и так называемые общие индексы, включающие бумаги с различными сроками погашения. Облигации, входящие в индексы, взвешиваются пропорционально их рыночной доле (объему выпуска). Купоны и проценты рассчитываются по общепринятым правилам *ISMA* (*International securities markets association*).

Долговые бумаги, включаемые в индексы *iboxx*, должны удовлетворять следующим критериям:

- минимальный объем выпуска должен составлять 2 млрд евро для облигаций суверенных индексов, 0,5 (1,0) млрд евро для облигаций наднациональных организаций, 1,0 млрд евро для облигаций международных агентств, 0,5 (1,0) млрд евро для муниципалитетов, 1,0 млрд евро для обеспеченных облигаций, 0,5 (1,0) млрд евро для корпоративных облигаций;
- минимальный период до погашения должен составлять один год;
- рейтинг должен быть не ниже *BBB* по классификации *S&P* и *Fitch-IBCA* и *BAA* по классификации *Moody's*. Исключением могут быть лишь *jumbo pfandbriefe* в связи с тем, что они обладают высоколиквидным обеспечением;
- структурированные облигации, такие как варранты и стрипы, не могут входить в индексы.

Преимуществами индексных продуктов *iboxx* являются следующие характеристики:

• качество данных. Семь ведущих маркет-мейкеров предоставляют цены покупки и продажи в режиме реального времени, так что значения индексов пересчитываются автоматически при изменении цен входящих в них облигаций;

• объективность. *Deutsche borse* использует независимую, прозрачную и гибкую методологию составления индексов, соответствующую вышеуказанным критериям включения долговых бумаг в индекс;

• репликабельность. Индексы включают в себя максимальное количество ликвидных облигаций и структурированы таким образом, чтобы заинтересовать максимальное количество инвесторов. Указанные критерии гарантируют ликвидность бумаг, входящих в индексы;

• ликвидность. Структура индексов *iboxx* пересматривается ежемесячно в целях поддержания ликвидности индексных инструментов;

• прозрачность. Расчеты индексов и характеристики бумаг, их составляющих, распространены в сети Интернет;

• соответствие методики калькуляции стандартам Европейской федерации обществ финансовых аналитиков.

В свете введения евро конкуренция также отразилась в стремлении навязать новые деривативы на рынке акций. В то время как основные европейские биржи сохраняли национальные индексы, некоторые из них предложили спектр трансъевропейских индексов.

Например, на *Liffe* торгуются пять контрактов на панъевропейские индексы — фьючерсы и опционы на *FTSE Eurobloc* 100, *FTSE Eurotop* 300, *FTSE Eurotop*, исключая Великобританию, *MSCI Euro* и панъевропейские индексы *MSCI*, ведется также торговля на индексы *FTSE Eurostars*. На объединенной бирже *Euronext* были введены в торговлю индексы *Euronext* 100 (индекс для акций голубых фишек) и *Euronext* 150 (для акций высокой и средней капитализации), *Next economy* (для акций высокотехнологичных компаний) и *M Prime* (для акций традиционных секторов).

Несмотря на относительную экспансию панъевропейских индексов, более популярными остаются национальные фондовые индексы, в известной степени тормозящие интеграцию рынков, торгующих деривативами. Только у *Dow Jones euro stoxx*, появившегося в июне 1998 г. на *Eurex*, наблюдался действительно высокий рост оборотов торговли. Таким образом, *DJ Euro stoxx* в настоящее время являются единственными трансъевропейскими индексами, составляющими конкуренцию национальным индексам по оборотам торговли и ликвидности. Популярность *Dow Jones stoxx* у инвесторов — один из факторов больших объемов торговли производными на индексы на биржах *Monep* и *Eurex*.

Лидерство *Liffe* по объемам торговли производными на индексы обусловлено широким спектром контрактов, тогда как по отдельным инструментам (индексам) она уступает *Eurex* и *Matif*.

Самым ликвидным трансъевропейским индексом является *DJ euro stoxx* 50, тогда как наивысший показатель «доходность — риск» наблюдается у молодых индексов *Euronext* 100 и *Euronext* 150.

Рост значений индексов *Euronext* 100 и 150 в первые месяцы после их введения опережал рост других существовавших ранее панъевропейских индексов. Однако впоследствии (с начала 2001 г.) увеличение этого индекса существенно замедлилось. При этом по оборотам торговли индекс *Euronext* 100 значительно уступает почти всем другим индексным продуктам ЕС, в особенности национальным индексам и *DJ stoxx*.

Индексы *Euronext* 100 и 150 пересматриваются ежеквартально, так чтобы включать в себя исключительно наиболее ликвидные акции. Обязательным условием включения акции в индекс является минимальная скорость обращения акции. Допущенными являются акции, годовой оборот которых у определенной компании должен быть не менее 20% капитализации этой компании.

Таблица 3.1

Географическое распределение акций — компонентов индекса *Euronext* 100

Государство	Количество акций	Вес в капитализации
Франция	63	64,9%
Нидерланды	28	30,6%
Бельгия	9	4,4%

Акции *Euronext* 100 представляют собой 84% (1,9 трлн евро) всей капитализации Франции, Бельгии и Нидерландов, что является рекордом среди всех трансъевропейских индексов (включая *DJ stoxx* 50, который обладает наивысшим показателем после *Euronext* 100). Преимуществом *Euronext* 100 является то, что секторная структура индекса выработана таким образом, чтобы кризис одного сектора оказал минимальное негативное воздействие на динамику индекса.

Разница в показателях оборота *DJ stoxx* и других трансъевропейских индексов свидетельствует о его признании инвесторами в качестве удобного инструмента для хеджирования портфелей, составленных из акций различных европейских государств. Кроме того, эти индексы представляют собой редкий пример признания трансъевропейских

контрактов в мировом масштабе. Несмотря на углубление интеграции европейских рынков облигаций, выраженное в изменении ценообразования облигаций и менеджмента долговых портфелей в связи с ростом кредитного компонента риска и снижением валютного, а также деноминации существующих контрактов в евро, производные на индексы пока намного менее ликвидны, чем контракты на индексы акций. При этом создание индексов *DJ stoxx* связано не столько с возникновением новой валюты, сколько с принципиальным изменением стратегии портфельного и страхового менеджмента, который все больше ориентируется на единый европейский рынок товаров и услуг и основан на преобладании секторного анализа рынка над страновым.

Одним из преимуществ семьи *DJ stoxx* является разветвленная структура индексов, входящих в нее. Таким образом, различным моделям портфелей соответствуют различные виды индексов, т.е. если инвестор владеет акциями определенных отраслей определенных стран, он обладает возможностью застраховать данный «узкоспециализированный» портфель одним из 864 индексов *DJ stoxx*.

До введения евро было неясно, будет рынок фокусироваться на производных на индексы, базирующихся на акциях Европы, или же на таковых еврозоны. Рассматривая распределение объемов контрактов на индексы *Dow Jones* на *Eurex*, можно отметить определенное превосходство *DJ Euro stoxx* 50: 96% контрактов на индексы *DJ stoxx blue-chip* (98% опционов и 94% фьючерсов) базируется на акциях еврозоны.

Причины столь выдающегося успеха деривативов на *DJ euro stoxx* 50 разнообразны. Например, индекс *DJ Euro stoxx* 50 представляет собой значительную часть (44%) рыночной капитализации стран зоны евро. При условии невысокого количества входящих в индекс акций он привлекателен для арбитражеров, результатом чего является растущая ликвидность, в то время как известность этих акций сделали этот индекс популярным для мелких и непрофессиональных инвесторов. Другим преимуществом инструментов группы *DJ euro stoxx* 50 по сравнению с их эквивалентами на *DJ stoxx* 50 является моновалютный денежный рынок. Отсутствие риска изменения курса валют, в которых выражены ценные бумаги, выступающие в роли базового актива, значительно упрощает стратегии хеджеров и арбитражеров.

Состоящие из 50 акций и являющиеся таким образом в высшей степени репликабельными и ликвидными индексы *blue-chip*, с одной стороны, служат индикатором для портфельных менеджеров, а с другой — представляют собой базу для хеджинговых и арбитражных операций и инструмент управления риском. В отличие от них другие известные индексы как еврозоны, так и общеевропейские включают, как минимум,

вдвое большее количество компонентов. К последним относятся, например, *FTSE Eurotop* 100 (100 акций), *FTSE Euroblock* 100 (100).

Главная особенность денежного рынка России — начальная стадия его развития. Это выражается в вялом спросе на бизнес-кредиты, низком профессиональном уровне ведения банковского дела и отсутствием государственного регулирования денежных отношений. Следствием этого является наводнение рынка финансовыми структурами пирамидального характера, которые искусственно поддерживают курс своих акций за счет произвольного установления разниц в ценах их продаж и покупок. Существование таких структур объясняется слабым состоянием рекламного дела и отсутствием или недостатком информации у населения о реальных источниках денежных доходов. Пирамидальные структуры подрывают доверие населения к рыночной экономике, снижают ресурсы банков и препятствуют развитию частного предпринимательства. Один из путей ограничения спекулятивных операций с ценными бумагами — выпуск облигаций государственных займов для населения. Первый такой займ выпущен на 1995—1996 гг. в размере 10 трлн руб. Облигации этого займа свободно продаются и покупаются всеми коммерческими банками на территории нашей страны.

Глава 4

КРЕДИТНЫЙ РЫНОК

На современном этапе масштабы кредитного рынка перешагнули 10-триллионный уровень. В принципе кредитный рынок мог бы быть существенно больше, если учесть масштабы аккумулированного в мире богатства. Известно, например, что люди старше 55 лет обладают различными ценностями на сумму 63 трлн долл., что составляет примерно 70% богатства планеты. Указанные средства, очевидно, распределены в основном по другим составляющим, главным образом, финансового рынка.

1. Масштабы и отдельные географические и товарные сектора кредитного рынка

В 2006 г. объем только синдицированных кредитов в Азиатско-Тихоокеанском регионе составил примерно 200 млрд долл. (по сравнению с 147 млрд в 2005 г.). В первой половине 2005 г. объем рынка синдицированных кредитов в Европе, на Ближнем Востоке и в Африке достиг 576 млрд долл. Это на 60% больше, чем за первую половину 2004 г. Всего в 2004 г. было предоставлено синдицированных кредитов на сумму 866 млрд долл.

Бум заимствований обусловлен рефинансированием компаниями инвестиционного рейтинга существовавшей задолженности, а также финансированием процессов слияний и поглощений в условиях роста цен частных акций.

В США рынок студенческих кредитов достигает 85 млрд долл. в год.

Кредитный капитал (капитал, используемый для предоставления кредитов или лежащий в основе формирования кредитных ресурсов) насчитывает несколько источников своего образования:

1) денежные капиталы, временно освобождающиеся в процессе кругооборота капитала в промышленности:

а) из-за постепенного снашивания основного капитала (амортизационный фонд);

б) в результате несовпадения по времени процессов закупки сырья, выплаты заработной платы с процессом реализации продукции. Таким

образом, в течение некоторого времени часть денежного капитала остается свободной и может служить источником кредитного капитала;

в) благодаря накоплению прибыли в бóльших размерах, чем необходимо для расширения производства;

2) капиталы, которые вкладываются в производство. Такой капитал составляют временно свободные денежные средства (сбережения) населения и государства, предоставляемые в кредит предпринимателям и производителям. Как правило, сбережения населения воплощаются в банковских вкладах, в резервах пенсионных фондов, страховых компаний, а также при покупке различных ценных бумаг.

Принципиально отличаясь от традиционного механизма ценообразования на другие виды товаров, определяющим элементом которого выступают общественно необходимые затраты труда на их производство, цена кредита отражает общее соотношение спроса и предложения на рынке кредитных капиталов и зависит от целого ряда факторов, в том числе конъюнктурного характера. Предложение на кредитный капитал зависит от нескольких факторов:

1) масштаба производства;

2) удельного веса слоя рантье и размера их накоплений;

3) накоплений других слоев населения, концентрирующиеся в банках и инвестиционных компаниях;

4) цикла производства;

5) сезонных условий.

Спрос на кредитный капитал также регулируется несколькими факторами:

1) размером производства;

2) степенью развития кредитных отношений между самими предпринимателями (чем больше они кредитуют свой товарооборот между собой, тем меньше прибегают к заемному кредиту);

3) циклом производства;

4) размером спроса на кредитный капитал со стороны государства.

В общем, все выглядит просто. Изменение процента связано с рыночным механизмом, а также зависит от государственного регулирования.

Рынок кредитных капиталов объединяет в себе все отрасли производства. Не будет преувеличением сказать, что с рассматриваемым рынком связаны все виды экономических отношений. Процентные ставки на рынке изменяются в зависимости от срока, размера и времени предоставления ссуды. В связи с этим необходимо различать моментальную и среднюю норму прибыли. В зависимости от преобладающей роли спроса или предложения процент возрастает или понижается, но по мере дальнейшего развития производства и роста

жизненного уровня населения наблюдается тенденция к понижению процентных ставок.

Указанное обстоятельство обусловливается прежде всего снижением показателей прибыльности и возрастанием масштабов предложения капиталов.

Предложение кредитного капитала возрастает на основе действия множества факторов, причем этот рост гораздо заметнее роста самого производства.

Кредитный процент выполняет две функции: перераспределение части прибыли предприятий или доходов населения и регулирование производства путем рационального размещения кредитных капиталов.

Интересна динамика кредита *в период циклических колебаний*. Кредитный капитал обслуживает в основном кругооборот функционирующего капитала, закономерности его движения обусловлены циклическими колебаниями производства. В период оживления промышленного подъема увеличение кредитного капитала отстает от расширения производства и товарооборота; спрос на кредитный капитал и ставки процента возрастают. Во время кризисов сокращение производства и избыток капитала сочетаются с острой нехваткой кредитного капитала и резким повышением процентных ставок. В период депрессии, когда часть производительного капитала принимает денежную форму, накопление кредитного капитала обгоняет накопление действующего, снижается средняя прибыль и процент.

Особое место в современных условиях занимает *коммерческий кредит* — поставки товаров одной компании другой на условиях отсрочки платежа, а также лизинг предприятием машин, оборудования, транспорта с погашением задолженности в течение нескольких лет.

Само понятие «кредит» изменяется, оно не может ограничиваться прежним определением (форма перемещения кредитного капитала от кредитора к заемщику). В современных условиях кредитной сделкой можно назвать любую экономическую или финансовую операцию, приводящую к возникновению задолженности одного из участников. Погашение задолженности производится должником единовременно или в рассрочку, причем в общую сумму платежа кроме долга включается надбавка в виде процента.

Под *мировым рынком кредитных капиталов* понимается экономический механизм аккумуляции и перераспределения кредитного капитала во всемирном масштабе, т.е. совокупность национальных рынков кредитного капитала и еврорынка. Здесь концентрируются спрос и предложение на кредитный капитал в рамках всего мирового хозяйства. Эволюция развития международных кредитных отношений сводится к развитию рынка кредитных капиталов и отражает

процессы интернационализации и глобализации хозяйственной жизни. Мировой рынок характеризуется наличием тенденции к созданию единого унифицированного рынка, свободного от государственного регулирования.

Таким рынком является прежде всего *еврорынок*.

С развитием мирохозяйственных связей и переплетением денежных потоков между странами приобретают значение различия и связь между такими понятиями, как *мировой*, *международный* и *национальные кредитные рынки*. Наиболее широкое из них — мировой рынок, представляющий собой совокупность национальных и международных рынков, каждый из которых обладает своими особенностями, известной самостоятельностью и обособленностью. Поэтому мировой рынок не существует в форме единого рынка (подобно тому, как совокупность домов создает город, но не гигантский дом).

Иногда не делают различия между понятиями «мировой кредитный рынок» и «международный кредитный рынок». Действительно, международный рынок, являясь обособившейся от национальных рынков системой рыночных отношений, вместе с тем тесно связывает их. Однако охватывая внешние операции на национальных рынках, он не включает внутренние, фактически основные операции и поэтому не может быть назван мировым рынком.

Именно в международном рынке важное место занимают еврорынки. Среди них выделяются, в частности, рынки евродепозитов, еврокредитов и еврооблигаций.

Название «еврорынок» из-за приставки «евро» у большинства неспециалистов вызывает ассоциацию со словом «европейский». Реально это означает «за пределами национальных границ» (применительно к кредитному рынку: валюты, в которых предоставлены кредиты, находятся за пределами национальной территории). Давно уже известно о евродолларовых кредитах. Совсем недавно появились еврокредиты в евро.

Еврорынок возник в Европе в крупнейших мировых финансовых центрах: Лондоне, Цюрихе, Париже. Затем он появился в Латинской Америке, потом — в Азии. Современный этап развития мирового рынка кредитных капиталов начался с 1980-х гг., когда углубление процессов интернационализации и интеграции привело к ослаблению и отмене валютных ограничений на национальных рынках кредитных капиталов, к унификации национальных кредитных механизмов и значительному уменьшению различий между национальными и еврорынками. Обособленность еврорынка от национальных рынков заменяется постепенно их переплетением, интегрированием в единый мировой рынок кредитных капиталов.

В последние десятилетия в мировом сообществе все чаще ведутся дискуссии на тему глобализации. Экономическая наука на сегодняшний день выделяет пять направлений этого процесса: интенсификация мировой торговли, становление глобальных ТНК, финансовая глобализация, регионализация экономики, тенденция к конвергенции.

Движение к глобальной экономике нуждается в постоянном стимулировании — устранении ограничений для иностранных инвестиций и международных финансовых операций, т.е. в либерализации. Именно благодаря либерализации в финансовой сфере основным признаком глобализации стало *международное движение капитала*.

Организационно значительная часть международного движения капитала осуществляется в рамках международного рынка кредитных капиталов. Этот рынок, осуществляя международный оборот кредитного капитала, способствует непрерывности кругооборота промышленного и торгового капиталов разных стран.

В последние десятилетия XX в. количественные изменения параметров международного рынка кредитных капиталов привели к качественным изменениям в составе и роли его участников, в характере отношений между ними, к росту нестабильности рынка, изменению характера его регулирования и состава и функций регулирующих органов. Накопившийся объем указанных изменений требует их систематизации и тщательного анализа, поскольку фактически изменилась сама природа международного рынка кредитных капиталов, и он вышел в своем развитии на качественно иной уровень.

При этом поскольку международный рынок кредитных капиталов — сложное экономическое явление, наиболее наглядно влияние глобализации мировой экономики на его функционирование можно отследить при анализе международного рынка межбанковских кредитов. Данный рынок, являясь наиболее динамичным сектором международного рынка кредитных капиталов, в наибольшей степени подвержен влиянию изменений в мировом экономическом пространстве, и с этой точки зрения его анализ представляет интерес и является актуальным для понимания процессов, происходящих в рамках международного рынка кредитных капиталов в целом.

Особую актуальность изучению изменений, происходящих на международном межбанковском кредитном рынке и международном рынке кредитных капиталов в целом, придает насущная необходимость решения двух комплексов проблем в рамках задачи привлечения иностранных капиталов для развития российской экономики: с одной стороны, проблем выхода российских банков на эти рынки в качестве полноправных участников, а с другой — вопросов о характере, формах и уровне допуска иностранного капитала в российскую банковскую

систему в свете присоединения Российской Федерации к Всемирной торговой организации.

В настоящее время из значительного количества возможных видов международного межбанковского кредитования (оперативные линии, срочные овердрафтные линии, счета «ностро», кредиты по казначейским операциям, авансы, традиционные кредиты, соглашения о взаимном предоставлении кредитов, синдицированные кредиты) в практике российских отношений с иностранными банками в основном представлены только два. Это традиционные кредиты, главным образом в виде финансирования торговли и синдицированного кредитования. В настоящее время крупные российские банки выступают, правда, в ограниченных масштабах лишь как клиенты мировой банковской системы, а не как полноправные участники международных валютно-кредитных отношений. Контролирующие органы ведущих финансовых центров, а также многих офшорных банковских центров проводят политику недопущения российских коммерческих банков на свои национальные рынки, мотивируя это недостаточностью капитализации российских банков, нестабильностью банковской системы России, беспорядочностью системы бухгалтерского учета и т.п.

Вопросы изменений, происходящих на международном рынке кредитных капиталов под влиянием глобализации мировой экономики, а также вопросы выхода российских банков на международный рынок кредитных капиталов достаточно активно исследуются как зарубежными, так и российскими учеными.

Вместе с тем чаще всего осуществляется анализ изменений и тенденций развития международного финансового рынка или международного рынка кредитных капиталов в целом, но не проводится исследование сферы банковского и особенно межбанковского кредитования.

В последние десятилетия XX в. под влиянием тенденции к секьюритизации структура международного кредитования значительно изменилась. Однако банковское кредитование продолжает играть значительную роль в операциях международного рынка кредитных капиталов.

Во времена финансовой нестабильности финансовые рынки имеют тенденцию к сужению и в некоторых случаях даже исчезают как реальные источники финансовых ресурсов. Так было, например, в России после кризиса 1998 г. Нестабильность заставляет заемщиков обращаться к банкам. Таким образом, международный межбанковский кредитный рынок является хотя и динамичным, но менее подверженным воздействию конъюнктурных факторов, что дает возможность при его анализе в чистом виде выделить главные, долговременные и устойчивые тенденции.

Комплексное изучение происходящих в условиях глобализации мировой экономики изменений международного межбанковского кредитного рынка дает возможность восполнить существующий в исследованиях международного рынка кредитных капиталов пробел, углубить и дополнить результаты уже проведенных исследований данной проблемы. Анализ вопросов выхода российских банков на международный рынок межбанковских кредитов открывает широкие возможности для дальнейшей разработки рекомендаций в этой области.

В настоящее время российские банки при необходимости привлечения средств с международного межбанковского кредитного рынка зачастую вынуждены обращаться за консультационной помощью к иностранным специалистам, что замедляет процесс получения кредита и делает его более дорогим. Наличие отечественных специалистов, владеющих соответствующим опытом и знаниями, а также способных в полной мере воспринять зарубежную практику и использовать эти знания в практической деятельности, означало бы снижение временных и финансовых затрат для российских банков и повышение их престижа на международных рынках.

Капитал вывозится в двух основных формах: предпринимательской и кредитной. Предпринимательский капитал вывозится в виде прямых и портфельных инвестиций. Кредитный капитал — это направление за рубеж специфического продукта. Кредитный капитал вывозится в качестве займов и кредитов. Цель таких операций — получение прибыли на капитал в виде процентов.

В последние годы обнаружилась тенденция к ускоренному росту прямых иностранных инвестиций. Основные экспортеры прямых инвестиций — страны Западной Европы и США. Экономически развитые страны заинтересованы в экспорте предпринимательского капитала: создавая в других странах производственные филиалы, они получают возможность для экспорта своих товаров, преодоления таможенных барьеров и использования зарубежных рынков.

В последние годы в географии экспорта предпринимательского капитала произошли существенные изменения. Если в первой половине XX в. основными экспортерами капитала были колонии и зависимые страны, то после Второй мировой войны подавляющая часть инвестиций приходилась на экономически развитые страны. И дело не в политической независимости колоний, а в изменившихся условиях экономического развития под влиянием НТР. Возникновение наукоемких отраслей требовало высококвалифицированного труда и емких рынков сбыта. Развивающиеся страны не имели таких условий. Усиление движения капитала между экономически развитыми странами способствовало усилению международных хозяйственных связей и дальней-

шему развитию мировой системы хозяйства. Миграция капиталов осуществляется как между основными центрами мировой экономики (США, Япония, Западная Европа), так и между другими странами, а также между аналогичными отраслями различных государств. Новые тенденции в движении капиталов наблюдаются в последние годы между развивающимися и экономически развитыми странами. Экспортерами капитала стали некоторые развивающиеся, прежде всего нефтедобывающие, страны.

Мировой рынок кредитных капиталов есть не что иное, как взаимодействие и переплетение национальных рынков кредитных капиталов. С функциональной точки зрения мировой рынок кредитных капиталов представляет собой систему рыночных отношений, обеспечивающих аккумуляцию и перераспределение кредитных капиталов между странами. Иначе говоря, мировой рынок кредитных капиталов выступает как совокупность спроса и предложения на особые товары — деньги заемщиков и кредиторов разных стран. С институциональных позиций мировой рынок кредитных капиталов — это совокупность кредитных и финансовых учреждений, через которые совершается движение кредитного капитала между странами в зависимости от спроса и предложения на него. Субъектами международных кредитных отношений являются как правительства государств в лице уполномоченных на то организаций, так и отдельные компании и крупные объединения.

Каждая страна может выступать одновременно в роли как заемщика, так и кредитора денег.

После Второй мировой войны создано несколько международных специализированных экономических учреждений, занимающихся осуществлением денежно-кредитных операций. Как известно, наиболее крупные среди них — Международный валютный фонд (МВФ) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР).

Вместе с тем экономически развитые страны оказывают определяющее влияние на деятельность этих учреждений, поскольку речь идет об организациях, располагающих собственными ресурсами: Мировой банк — капиталом, МВФ — долевыми взносами стран-участниц. Вклад каждой страны в ресурсы этих организаций определяет ее право голоса в каждой из них.

Основная функция МВФ состоит сегодня в поддержании стабильности международных валютных отношений, для того чтобы способствовать международному экономическому росту, развитию международной торговли и достижению на этой основе высокого уровня занятости и доходов. Стабильность в международных валютных отношениях поддерживается доверием в валютных отношениях между государствами,

международном сотрудничестве и уменьшением степени несбалансированности платежных балансов.

МВФ имеет значительные технические и финансовые возможности для помощи государствам, испытывающим трудности с урегулированием платежного баланса. Он может позволить им прибегнуть к заимствованиям на основе средств фонда в конвертируемой валюте, т.е. воспользоваться возмещаемыми впоследствии кредитами. Эти заимствования предоставляются в поддержку экономических программ оздоровления, одобренных фондом.

С начала 1960-х гг. создана примыкающая к МВФ «Группа десяти», объединяющая ведущие экономически развитые страны. Группа приняла генеральное соглашение по займам, в соответствии с которым она передает в распоряжение МВФ дополнительные финансовые ресурсы для разрешения трудностей международной валютной системы.

МБРР, чаще называемый Мировым банком, начал функционировать в 1946 г. Главной задачей банка было предоставление пострадавшим от войны странам долгосрочных кредитов на восстановление их экономики, а также гарантирование частных займов за границей. До 1960-х гг. банк предоставлял кредиты только развитым странам. В дальнейшем они стали предоставляться и развивающимся странам. Для кредитования развивающихся стран банк создал два филиала: Международную финансовую корпорацию и Международную ассоциацию развития.

Мировой банк и его филиалы своими кредитами пытаются содействовать экономическому и социальному прогрессу развивающихся стран, повышению эффективности их хозяйствования, росту занятости и доходов населения. Предоставляя кредиты развивающимся странам, Мировой банк и его филиалы выступают в роли экономических советников, а также стимулируют инвестиции из других источников.

Сам же Мировой банк предоставляет кредиты исключительно платежеспособным заемщикам в основном для финансирования потенциально высокоэффективных проектов. Он заимствует свои ресурсы на финансовых рынках развитых стран, и поэтому его кредиты также предоставляются на рыночных условиях.

Развитие мирового рынка кредитного капитала характеризуется теми же тенденциями, что и мировой экономики в целом. Речь идет в первую очередь о тенденциях к интернационализации и глобализации.

Объективные потребности мирового хозяйства предопределили возникновение в 60-е гг. XX в. рынка еврокредитов — международного рынка кредитного капитала. Рынок еврокредитов — это совокупность денежных средств, представляющих собой кредитный капитал за пределами национальных границ и не подлежащих контролю со стороны государственных органов.

2. Кредитование развивающихся стран

Международное кредитование развивающихся стран имеет свои особенности. Во-первых, эти страны получают определенную часть иностранных ресурсов в форме льготных кредитов и безвозвратных субсидий. Отбор стран, которые могут претендовать на льготные кредиты и субсидии, осуществляется преимущественно в зависимости от уровня их экономического развития. Наибольшими льготами пользуется категория наименее развитых стран, а кредитование динамично развивающихся новых индустриальных стран по своим условиям в гораздо меньшей степени отличается от кредитования западных заемщиков. Вместе с тем льготные кредиты им могут также предоставляться исходя из политических, военно-стратегических, а также коммерческих мотивов.

Во-вторых, не существует универсальной системы международного кредитования развивающихся государств. Для каждой страны формируется механизм международного кредитования в зависимости от уровня ее развития, платежеспособности, экономической конъюнктуры, отношений с ведущими странами-донорами и международными валютно-кредитными и финансовыми институтами, репутации на мировом рынке кредитных капиталов.

В-третьих, современная мировая кредитная система адаптирована к специфическим условиям развивающихся стран, интегрированных в мировое хозяйство. Это относится не только к государственному двустороннему и многостороннему кредитованию и субсидированию, но и кредитам частных банков.

В-четвертых, основную массу кредитов и субсидий развивающиеся страны получают непосредственно от промышленно развитых стран, международных валютно-кредитных и финансовых институтов, где главными донорами являются развитые государства, а также на мировом рынке кредитных капиталов. Поэтому международное кредитование развивающихся стран сводится преимущественно к отношениям между центром и периферией мирового хозяйства.

И, наконец, лишь небольшая часть международных кредитов и субсидий предоставляется в рамках взаимного сотрудничества развивающихся стран. Некоторое развитие получили также кредитные отношения развивающихся стран с государствами с переходной экономикой.

Формы кредитования развивающихся стран в основном определяются схемой, принятой Комитетом содействия развитию стран, входящих в ОЭСР. Комитет координирует кредитную политику ведущих стран-доноров и кредиторов в отношении развивающихся стран, осу-

ществляет сбор и публикацию статистических данных по международному кредитованию развивающихся стран.

Можно предложить следующую классификацию кредитов и субсидий развивающимся странам:

1) официальное финансирование развития (ОФР):

• официальная помощь развитию (ОПР), в том числе двусторонняя и многосторонняя;

• прочее ОФР, в том числе двустороннее и многостороннее;

2) экспортные кредиты;

3) частные кредиты и субсидии:

• международное банковское кредитование;

• эмиссия ценных бумаг;

• безвозмездные субсидии неправительственных организаций.

В начале 1990-х гг. $^4/_5$ притока ресурсов приходились на официальное кредитование и финансирование и лишь $^1/_5$ — на частные источники. Официальное финансирование и кредитование примерно наполовину состояло из кредитов и наполовину — из субсидий, предоставляемых преимущественно по двусторонним каналам. Официальные двусторонние потоки превышали многосторонние более чем вдвое.

В начале 1990-х гг. на ОФР на двусторонней основе приходилось около половины кредитного капитала и субсидий, поступивших в развивающиеся страны.

Как уже отмечалось, ОФР включает два вида кредитования и субсидирования: ОПР и прочее ОФР.

Основное различие между ними заключается в условиях предоставления ресурсов. Если такие условия кредита, как срок, льготный период, ставка процента, соответствуют установленным нормам льготного кредитования, то кредит относится к ОПР, если нет, то к прочему ОФР. К ОПР причислены и все безвозвратные субсидии. Усредненные условия кредитов в рамках ОПР таковы: срок кредита — 25—30 лет, льготный период — около 10 лет. Стоимость кредитов, относящихся к прочему ОФР, как правило, выше, но обычно они более выгодны, чем кредиты, полученные развивающейся страной на мировом рынке кредитных капиталов.

Обычно на ОПР приходится более $^4/_5$ средств, выделяемых странами-донорами по линии ОФР. Во всех странах, являющихся крупными кредиторами, функционируют соответствующие институты, специализирующиеся на предоставлении ОПР. Средства на эти цели выделяются из бюджета и контролируются парламентами стран-доноров. Кредиты, как правило, имеют связанный характер, т.е. страна-получатель обязана расходовать полученные ресурсы на закупку заранее определенных товаров в странах-кредиторах. Это жестко ограничивает

рамки использования кредита, лимитирует эффективность использования полученных средств. Цены на товары, поставляемые в рамках ОПР, нередко завышаются.

Большая часть ресурсов, выделенных по программам ОПР, привязана к финансированию конкретных объектов. Это метод предполагает жесткий контроль со стороны донора над использованием средств, что существенно снижает их привлекательность для стран-получателей.

Последние стремятся к помощи, позволяющей более гибко применять предоставляемые ресурсы. Однако дополнительная гибкость при использовании средств по программам помощи, как правило, ничего хорошего не предполагает, поскольку при высоком уровне коррупции в большинстве слабо развитых стран ослабление контроля со стороны доноров нередко ведет к неэффективному использованию ресурсов. Впрочем, это характерно для многих развивающихся стран.

ОФР и ОПР — особый кредитно-финансовый механизм, применяемый только в отношении развивающихся стран. Правда, в свое время системы льготных кредитов и безвозвратных субсидий использовались и для кредитования и финансирования восстанавливающейся после войны Европы. Но тогда они имели ограниченные цели и сроки. В отношении развивающихся стран ОФР призвано способствовать решению одной из глобальных проблем — ликвидации отсталости.

Впервые стратегические цели ОПР были провозглашены в 1949 г. Президентом США Г. Трумэном. В то время США были единственной страной, способной возложить на себя обязанность предоставления льготных кредитов и субсидий развивающимся странам. Первоначально при проведении политики ОПР в расчет брались прежде всего политические и военно-стратегические принципы. Однако постепенно стратегия ОПР смещалась в сторону воздействия на глубинные процессы социально-экономического развития стран — получателей помощи. Если первоначально предоставление льготных кредитов и субсидий увязывалось преимущественно с целями повышения нормы накопления и ускорения экономического роста, а социальные аспекты при этом игнорировались, то с середины 1970-х гг. стратегия резко изменилась. При выделении льготных кредитов и субсидий в расчет принималась возможность удовлетворения так называемых основных нужд (потребность в пище, воде, жилище, медицинском обслуживании, образовании).

Стратегическими целями определяется распределение ОПР по кредитованию отраслей и видов деятельности. Традиционно значительная часть льготных кредитов и субсидий направляется на кредитование строительства инфраструктурных объектов. Кроме того, при повышении цен на нефть многие развивающиеся страны были вынуждены принять дорогостоящие программы развития энергетики.

Хотя инфраструктура остается основной сферой финансирования и кредитования в рамках ОПР, приоритеты разрешения социальных проблем становятся все более ощутимыми. К середине 1980-х гг. выделение кредитных ресурсов на образование, здравоохранение и другие социальные и управленческие нужды несколько превысили объемы, связанные с льготным кредитованием инфраструктуры. Возросли также кредиты и субсидии сельскому хозяйству, поскольку основные очаги бедности сконцентрированы в сельской местности. Что касается промышленности, то она всегда занимала скромное место в ОПР (около 5% общей суммы). Это соответствует стратегической линии ОПР: кредитование промышленности должно осуществляться за счет средств, мобилизованных на мировом рынке капиталов. Классика экономической теории показывает, что использование льготных средств чаще всего отрицательно влияет на эффективность промышленного производства.

Важная роль принадлежит продовольственной помощи, которая обычно направляется в наиболее нуждающиеся страны. В 1950—60-е гг. продовольственную помощь получали в основном страны Южной Азии. Однако в настоящее время некоторые закупают продовольствие на обычных рыночных условиях. Продовольственная помощь ныне оказывается преимущественно странам Африки.

Впервые программа продовольственной помощи была провозглашена в 1954 г., когда в США был принят закон о развитии торговли сельскохозяйственными излишками и помощи. Принятие этого закона было обусловлено не только продовольственными трудностями развивающихся стран, но и громадными излишками зерна в США. Чтобы сократить эти запасы, американское правительство стало закупать товары за счет бюджета и сбывать их в развивающихся странах в кредит с оплатой в местной валюте. Эти средства переводились на специальные счета, с которых выделялись кредиты и субсидии в местной валюте. Долгое время США являлись, по существу, единственным донором программ продовольственной помощи. Однако по мере исчерпания сельскохозяйственных излишков и быстрого развития сельского хозяйства других западных странах число государств-доноров превысило 25.

В первой половине 1950-х гг. практически вся помощь поступила из трех государств — США, Франции и Англии. В настоящее время ее потоки значительно дифференцированы по странам-донорам. В оказании помощи развивающимся странам принимают участие все промышленно развитые страны. США остаются ведущим донором, но их доля снизилась с $^1/_2$ в 1950-х гг. до менее $^1/_5$ в начале 1990-х гг. Франция сохраняет за собой роль одного из основных доноров, но ее деятельность в этой сфере концентрируется на группе африканских стран,

традиционно входивших в зону франка. Резко ослабли позиции Великобритании, поскольку она утратила прежние тесные связи со своими бывшими колониями, а стерлинговая зона распалась. Одновременно на авансцену в качестве ведущих доноров выдвинулись Япония и ФРГ.

Страны-доноры предоставляют льготные кредиты и субсидии за счет бюджетных средств. Обычно на эти цели направляется от 1 до 3% бюджетных расходов. Однако поскольку бюджетные системы стран-доноров значительно различаются, то по этому показателю сравнивать усилия отдельных государств, направленные на оказание помощи, было бы некорректно. Для более объективных сопоставлений в этом случае используется показатель ОПР/ВВП. В некоторых международных документах зафиксировано, что странам-донорам рекомендуется выделять на оказание помощи средства в размере 0,7% уровня ВВП. Вместе с тем у большинства ведущих доноров, в частности США, Японии, ФРГ, Великобритании, этот показатель не превышает 0,35%. Только Франция, поддерживающая особые валютные и кредитно-финансовые отношения в зоне франка, выделяет на оказание помощи 0,7% ВВП. Наибольшие усилия по оказанию помощи развивающимся странам демонстрируют Швеция, Норвегия и Дания. Они направляют на эти цели до 1% ВВП. В целом увеличение ресурсов, выделяемых на ОПР, происходит примерно такими же темпами, как и рост ВВП. Вследствие этого доля ОПР в ВВП стран ОЭСР находится на устойчивом уровне, составляя примерно 0,35%. Динамика этого показателя обычно мало зависит от экономической конъюнктуры страны-донора. Более существенное значение имеет внешняя, в том числе экономическая, политика в отношении стран третьего мира в целом и отдельных стран.

Первоначально ОПР предоставлялась преимущественно странам Дальнего Востока, Юго-Восточной и Южной Азии. При этом в целом ряде стран региона экономический эффект предоставляемой помощи оказался невысоким. В то же время такие страны, как Южная Корея и Тайвань, опираясь на крупные льготные займы и субсидии, сумели добиться очевидного социально-экономического прогресса.

В целом получилась вполне сложившаяся модель развития. Достигнув определенного уровня экономики, страна, некогда получавшая крупные средства в рамках ОПР, практически перестает пользоваться этим источником и переключается на заимствование средств в международных валютно-кредитных и финансовых институтах, а также непосредственно на рынке кредитных капиталов. Получение помощи в существенных размерах может возобновиться в кризисной ситуации. В качестве примера можно сослаться на некоторые латиноамериканские страны.

Как заемщики развивающиеся страны делятся на три группы. К *первой* (самой многочисленной) *группе* относятся примерно 60 стран, у которых государственные кредиты и субсидии составляют не менее $^2/_3$ общей суммы полученных внешних ресурсов. Преимущественно это страны с низким уровнем экономического развития. Во *вторую группу* входят около 30 среднеразвитых стран, привлекающих не менее $^2/_3$ денежных ресурсов на рыночных условиях. К *промежуточной группе* принадлежат страны, которые достаточно широко прибегают к кредитам мирового рынка кредитных капиталов, но вместе с тем им удается по тем или иным причинам получать также льготные кредиты. Состав этой группы в отличие от первых двух неустойчив, так как постепенно некоторые из этих стран переходят во вторую группу.

Поскольку основным критерием при распределении ОПР является уровень экономического развития страны-получателя, наибольшие средства в расчете на душу населения получают страны Африки южнее Сахары. На них приходится около $^1/_{10}$ населения развивающихся стран и примерно $^1/_3$ общей суммы ОПР. Особый случай представляет собой Израиль. Страна получает более $^1/_{20}$ льготных кредитов и субсидий, хотя его население составляет лишь 0,1% населения развивающихся стран. Это свидетельствует о том, что критерии распределения ОПР по странам-получателям зависят не только от экономических, но и политических факторов.

Таким образом, можно рассматривать двустороннюю ОПР как специфический финансово-кредитный механизм перераспределения ресурсов в мировом масштабе, сложившийся в послевоенный период и во многом обусловливающий отношения между центром и периферией мирового хозяйства. Это финансирование не связано с состоянием мирового рынка кредитных капиталов, поскольку средства поступают из государственных бюджетов. При выделении их правительства и парламенты руководствуются преимущественно не коммерческими, а социально-экономическими, политическими и военно-стратегическими соображениями. Однако они реализуются в рамках общей стратегии Запада, разработанной Комитетом содействия развитию при ОЭСР. Принципы распределения ОПР являются объектом противоречий между странами-донорами и получателями (реципиентами).

ОПР оказывает не однозначное, но в целом позитивное воздействие на социально-экономические процессы в развивающихся странах, способствуя преодолению экономической отсталости и смягчению острых кризисных ситуаций.

На долю ОФР на многосторонней основе в начале 90-х гг. приходилось около $^1/_4$ кредитного капитала и субсидий, поступивших в развивающиеся страны. Они были получены от группы МБРР, региональ-

ных банков развития, МВФ, а также из различных многосторонних фондов, в частности в рамках ООН, ЕС и др. Важную роль в ОФР на многосторонней основе играет группа МБРР, с 60-х гг. кредитующая только развивающиеся страны, выступая при этом как посредник между ними и мировым рынком кредитных капиталов. МБРР, пользуясь высокой репутацией, размещает свои ценные бумаги на мировом финансовом рынке. Привлеченные таким образом средства размещаются в виде кредитов по более низкой ставке, чем частные международные банки. Несмотря на это, для беднейших развивающихся стран такие кредиты все равно дороги, и поэтому они не осуществляют масштабные заимствования в МБРР.

Основная задача МБРР — кредитование конкретных объектов, чаще всего инфраструктурных, которые тщательно отбираются и проходят серьезную экспертизу. При этом МБРР берет на себя только расходы в конвертируемых валютах, а затраты в местной валюте несет кредитуемая страна. С 1980 г. МБРР стал предоставлять кредиты на структурную адаптацию под программы экономических реформ, направленные на стимулирование частного предпринимательства, развитие рыночных отношений, адаптации к мировому хозяйству.

Стратегия созданной в 1960 г. Международной ассоциации развития (МАР) определяется теми же принципами, что и Мирового банка с поправкой на то, что на льготных условиях она кредитует только страны с низкими доходами. Низкими при этом рассматриваются доходы менее 650 долл. на душу населения. Деятельность МАР позволила МБРР расширить круг связанных с ним стран и осуществлять контроль над льготным многосторонним кредитованием.

Международная финансовая корпорация (МФК) с 1956 г. содействует притоку частных инвестиций преимущественно в частный сектор наименее развитых стран. Роль МФК значительно усилилась с середины 80-х гг. в связи с расширением приватизации в развивающихся странах и подключением к этому процессу МБРР.

Функция третьего филиала МБРР — Многостороннего инвестиционного гарантийного агентства (МИГА) — заключается в предоставлении инвесторам гарантий против некоммерческого риска. МИГА оказывает содействие правительствам развивающихся стран в реализации инвестиционной политики, выступает в качестве инициатора диалога по вопросам зарубежных инвестиций.

Развивающиеся страны получают кредиты также в региональных банках развития, таких как Межамериканский банк развития, Африканский банк развития и Азиатский банк развития. Эти банки уделяют особое внимание региональному сотрудничеству, осуществляя первоочередное кредитование региональных объектов; они разрабатывают

стратегию развития с учетом региональной специфики и дают развивающимся странам соответствующие рекомендации.

МВФ выдает кредиты сроком от трех до пяти лет на покрытие дефицитов платежных балансов. Первоначально Фонд кредитовал преимущественно западные страны. В средине 1970-х гг. промышленно развитые и развивающиеся государства получали от него примерно равные суммы, а с 80-х гг. МВФ переключился почти целиком на кредитование последних. Этот поворот в значительной степени обусловлен тем, что получение кредитов Фонда в основном связано с принятием определенных обязательств в области макроэкономической политики. Поэтому западные страны предпочитают заимствовать ресурсы на покрытие дефицита платежного баланса на мировом рынке кредитных капиталов. Ни одна другая международная организация не подвергалась столь резкой критике со стороны развивающихся стран, как МВФ. Фонд оказывает сильное воздействие на социально-экономические процессы в этих регионах, особенно в условиях долговых кризисов. Вместе с тем без активного вмешательства Фонда в последний долговой кризис последствия его для развивающихся стран и мировой кредитной системы оказались бы гораздо более серьезными.

Официальную помощь развитию предоставляют также страны Восточной Европы и ОПЕК. Максимальных размеров эта помощь достигла в середине 1980-х гг., составляя около $^1/_5$ общей суммы. Причем масштабы предоставления помощи со стороны обеих групп стран были примерно одинаковы. В последующие годы в связи с экономическими и политическими преобразованиями в бывших социалистических странах и падением цен на нефть потоки ресурсов в развивающиеся страны значительно уменьшились. Исторически на долю СССР приходилось от $^3/_4$ до $^2/_5$ ОПР социалистических стран. СССР стал выступать в качестве донора и кредитора развивающихся стран с середины 1960-х гг. Причем Советский Союз оказывал содействие в развитии базовых отраслей промышленности. Однако поскольку при предоставлении ОПР политические соображения часто брали верх над экономическими, эффективность большинства кредитных проектов была низка. Кредиты (и особенно ОПР) Советского Союза концентрировались на сравнительно ограниченном круге развивающихся стран, «провозгласивших» социалистический путь развития. Значительная часть ресурсов в эти страны поступала из СССР также через механизм заниженных импортных или завышенных экспортных цен. Россия является правопреемницей СССР в сфере международных кредитно-финансовых отношений с развивающимися странами. Хочется верить, что эти отношения, освободившись от идеологических и политических наслоений, приобрели деловой характер.

Нефтедобывающие страны, главным образом арабские, в середине 1970-х гг. значительно увеличили кредиты и субсидии другим развивающимся странам. Это было обусловлено резким повышением цен на нефть и появлением нефтедолларов. Большая часть нефтедолларов была направлена на мировой рынок кредитных капиталов, но одновременно возросли масштабы ОПР. Преимущественно эта помощь сконцентрирована на соседних арабских государствах. Предоставление ее зачастую определяется не столько экономическими, сколько военно-политическими факторами. ОПР арабских стран, обладающих мощным капиталом, достигла в середине 1980-х гг. 1,8% их ВВП (т.е. в пять раз выше, чем в промышленно развитых странах). Данные средства выделяются в несвязанной форме и преимущественно на двусторонней основе. Вместе с тем функционирует большое число фондов и банков, через которые ресурсы перераспределяются на многосторонней основе. Речь идет, например, о таких организациях, как Арабо-Африканский международный банк, Арабский фонд экономического и социального развития, Исламский банк развития и др.

Кредиторами других развивающихся стран являются также Южная Корея, Ирак, Индия, Китай и некоторые другие государства. Однако выделяемые ими ресурсы невелики и составляют примерно 1% общей суммы ОПР.

Развивающиеся страны также участвуют в операциях мирового рынка кредитных капиталов, заимствуя экспортные кредиты, банковские ссуды. Кроме того, они размещают свои ценные бумаги на мировом финансовом рынке.

3. Экспортные кредиты

До 1970-х гг. основным каналом, связывавшим эти государства с мировым рынком кредитных капиталов, были экспортные кредиты. Экспортные кредиты, предоставляемые экспортером импортеру, стали выделяться в особый вид кредитования, не относящийся ни к официальному, ни к частному. Такие кредиты формируются за счет частных и государственных средств. Поскольку экспортные кредиты, как правило, связаны с поставками машин и оборудования и имеют среднесрочный характер, они часто не могут быть предоставлены экспортером. Поэтому источником экспортного кредита служат кредиты банков или государственных фондов либо те и другие. Участие банков в экспортных кредитах определяет зависимость их условий от тенденций на мировом рынке кредитных капиталов. Но участие государства в экспортных кредитах позволяет смягчать их условия, используя эти кредиты в качестве средства завоевания рынков сбыта.

Чтобы исключить возможность кредитных войн, ведущие страны-кредиторы заключили джентльменское соглашение о допустимых пределах льготного кредитования. В соответствии с тенденциями мирового рынка кредитных капиталов каждые полгода устанавливаются нижний предел процентной ставки, максимальный срок кредита и максимальный льготный период. Страны-получатели разделены на три группы: с низкими, средними и высокими доходами. Наиболее льготные условия предоставляются странам с низкими доходами, самые жесткие — странам с высокими доходами. Однако уклонение от согласованных правил не является редкостью. Но стабилизирующая роль данного джентльменского соглашения несомненна.

Объем экспортных кредитов непосредственно связан с инвестиционной активностью стран-заемщиц.

Всякий рынок включает постоянных и временных участников. Например, на национальном рынке кредитных капиталов постоянными участниками являются кредитные учреждения и фондовая биржа, на международном — евробанки и иногда фондовые биржи, котирующие и размещающие еврооблигации. К временным следует отнести, с одной стороны, первоначальных кредиторов, которые формируют источники кредитного капитала за счет высвобождающихся средств, а с другой — конечных заемщиков, использующих их по мере необходимости. Такое деление содержит известный элемент условности, поскольку отдельные временные участники в течение длительного периода пользуются услугами рынка кредитных капиталов.

Однако даже среди них трудно выделить устойчивых кредиторов или заемщиков. История развития международного рынка кредитных капиталов показывает: его участники в один период предпочитают больше размещать средств, чем заимствовать, а в другой — наоборот. Тем не менее всех временных участников наряду с постоянными можно классифицировать по характеру деятельности, географическому расположению, по срокам и валютам кредитов и т.д.

По *характеру деятельности* можно выделить три основные категории заемщиков и кредиторов на международном рынке кредитных капиталов: официальные институты (центральные банки, другие государственные учреждения и международные организации), частные кредитно-финансовые учреждения, фирмы и частные лица. Участники рынка, относящиеся к любой из этих категорий, могут быть как кредиторами, так и заемщиками.

Официальные институты выступают кредиторами на международном рынке кредитных капиталов прямо и косвенно. Центральные банки или другие государственные учреждения могут сами разместить часть имеющихся у них валютных резервов в одном из европейских

банков или в международной организации. Кроме центральных банков прямыми кредиторами на рынке евровалют выступают международные организации, особенно Банк международных расчетов.

Участие коммерческих банков на рынке евровалют в качестве кредиторов определяют три главных фактора: доходность, надежность и ликвидность.

В последние годы среди прочих кредиторов выросла доля ТНК. В современных условиях головная компания не только может дать указание о переброске средств из одного филиала в другой, но и разместить часть свободных средств на международном рынке кредитных капиталов.

Процессы, происходящие в мировой экономике, отражаются в сфере международных валютно-кредитных отношений, которая, в свою очередь, оказывает все большее обратное воздействие, в том числе через миграцию кредитных капиталов. Распространению из страны в страну вирусов экономической болезни способствует международный рынок кредитных капиталов. Международный рынок кредитных капиталов как составная часть мирового рынка кредитных капиталов тесно взаимосвязан с национальными хозяйствами и рынками кредитных капиталов отдельных стран. Указанные два сектора единого мирового рынка кредитных капиталов одновременно обособлены и взаимодействуют друг с другом. Причем (как и в целом международные экономические отношения) международный рынок кредитных капиталов является производным от национальных экономик отдельных стран. Вместе с тем формирование национальных хозяйств происходит под воздействием внешних факторов, во многом связанных с функционированием международного рынка кредитных капиталов.

Хотя кредитный капитал — своеобразный товар, обладающий особой потребительской стоимостью, которая выражается в способности функционировать в качестве капитала и приносить доход в форме прибыли, спрос и предложение его осуществляются на рынках, одновременно связанных с товарными рынками и обособленных от них. В отличие от рынков обычных товаров на денежном рынке противостоят друг другу лишь кредитор и заемщик. Товар имеет одну и ту же форму — денег. В связи с этим на международном рынке кредитных капиталов появляются факторы, способствующие интеграционным процессам, в виде ограниченного круга валют и фактически единой системы процентных ставок по евровалютным сделкам.

Рассматривая процессы интеграции и интернационализации, развивающиеся в производстве и на международном рынке кредитных капиталов, следует отметить, что интернационализация денежно-кредитных рынков в последний период идет, как известно, быстрее интернационализации производства, чему способствует рост операций транснациональных корпораций.

Интернационализация производства служит основной предпосылкой интернационализации капитала, в частности кредитного. Эти процессы получили выражение в превращениях ведущих национальных компаний в транснациональные. Как уже отмечалось, ТНК вкладывают средства в производственные предприятия и банки за рубежом, а в случае возникновения потребности часто заимствуют их на международном рынке кредитных капиталов. Тем самым ТНК оказывают существенное влияние на развитие международных валютно-кредитных отношений и на состояние национальных экономик.

Каждая ТНК представляет собой огромный финансовый организм, звенья которого тесно взаимосвязаны системой кредитно-расчетных отношений. Специальные кредитно-финансовые подразделения занимаются перераспределением накопленного капитала внутри корпорации и привлекают внешние ресурсы. В результате образуется внутрикорпорационная сфера обращения. Этот внутрикорпорационный финансовый механизм имеет прямую и обратную связи с международным рынком кредитных капиталов, во многом определяющие ход развития интеграционных процессов между странами.

Одновременно международный рынок кредитных капиталов способствует деятельности ТНК и в качестве дезинтегрирующего фактора. Интенсивность интеграционных процессов зависит от конкретной сферы общественного воспроизводства: материального воспроизводства, обращения товаров и услуг, денежных средств и т.п. Наименьшая ее величина — в производственной сфере, наибольшая — в денежно-кредитной.

Международный рынок кредитных капиталов переплетает капиталы подавляющего большинства стран, что ослабляет возможности контролировать этот процесс в связи с неспособностью обеспечить необходимое межгосударственное регулирование.

Влияние международного рынка кредитных капиталов на экономику усиливается деятельностью ТНК. В результате региональная интеграция оказывается под дезинтегрирующим воздействием международного рынка кредитных капиталов. Примером такого воздействия может служить ситуации в ЕС. Однако страны объединенной Европы не смогут существенно ограничить связи национальных рынков кредитных капиталов с международным, поскольку это одновременно ослабляет их внутрирегиональные связи.

4. Евровалютные кредиты

Аккумулируя и перераспределяя кредитный капитал между странами, международный рынок кредитных капиталов выступает в форме

международного денежного рынка и международного рынка капиталов. Внутри страны спрос и предложение кредитного капитала совершаются на рынке кредитных капиталов, который обычно подразделяется на денежный рынок и рынок капитала.

Деление банковского кредита на ссуду денег и ссуду капитала можно рассматривать с двух точек зрения: с позиции отдельного заемщика или роли кредита в экономике в целом.

С позиции воспроизводства индивидуального капитала ссуда денег будет иметь место, когда заемщик получает у банка средства под залог каких-либо ценностей (векселей, товаров и т.д.).

Если заемщик или другой банк получает ничем не обеспеченную ссуду (как происходит на рынке евровалют), то тем самым он приобретает дополнительный капитал, т.е. ссуду капитала. В первом случае заемщику нужны средства для решения каких-то конкретных задач (например, купить что-нибудь). Он лишь меняет форму имеющегося у него капитала. Во втором предприниматель нуждается в добавочных средствах и ищет их на рынке кредитных капиталов. Предоставленные в денежной форме, они одновременно являются и капиталом, и покупательным или платежным средством.

Таким образом, с позиции индивидуального капитала рынок евровалют выступает как особый международный рынок капиталов, ибо кредиты имеют, как правило, не обеспеченный характер. В результате если мы употребляем термин «международный рынок капиталов» для обозначения рынка евровалют, это справедливо лишь по отношению к воспроизводству индивидуального капитала.

С конца 1950-х гг. в Западной Европе начал развиваться рынок депозитов (текущих счетов и вкладов) в долларах США, так называемый рынок евродолларов. Коммерческие банки, расположенные вне сферы официального обращения доллара США, принимая за определенный процент депозиты, выраженные в долларах, затем переуступали эти средства за более высокий процент.

Вскоре операции с евродолларовыми депозитами создали денежный рынок, который, по существу, не только стал независимым от Нью-Йоркского, но и превратился в его альтернативу.

Наряду с евродолларовым денежным рынком в Западной Европе с 1968 г. возник рынок евродолларовых займов, облигации которых выпускаются в долларах на западноевропейских национальных рынках капиталов. Они существенно отличаются друг от друга системой процентных ставок, составом кредиторов и заемщиков, организацией и регулированием операций. Однако определить характер движения кредитного капитала трудно, так как кредиты предоставляют без указания целей.

К началу 1970-х гг. сформировался так называемый вторичный рынок евродолларов, т.е. рынок уже размещенных бумаг, где получили обращение и стали объектом купли, продажи, учета и других операций облигации, сертификаты, векселя и прочие ценные бумаги. Каждый рынок имеет свои особенности, но вместе с тем все они объединены функциональной связью.

Взаимодействие между краткосрочными и долгосрочными евровалютными операциями осуществляется по следующим направлениям. С одной стороны, источниками средств, используемых для покупки облигаций евровалютных займов, в основном являются краткосрочные инвалютные авуары. С другой стороны, средства, полученные от реализации долгосрочных евровалютных ценных бумаг, нередко размещаются на рынке краткосрочных капиталов. Это происходит в случаях, когда между получением долгосрочных средств и их использованием есть разрыв во времени. Тогда заемщик, чтобы извлечь дополнительную прибыль, размещает эти средства на короткий срок до момента использования ссуды в целях, ради которых он ее получал. Объем подобных операций обычно возрастает в периоды, когда евровалютные ставки на краткосрочном рынке повышаются.

Наибольший объем таких средств получают промышленно развитые страны и развивающиеся страны — импортеры нефти. Основную массу кредитов получают центральные правительства и местные органы власти, государственные финансовые институты, использующие средства для прямого или косвенного финансирования дефицитов платежных балансов своих стран. В последнее время спрос на среднесрочные еврокредиты повысился из-за возросших потребностей в крупных денежных суммах для погашения обязательств по внешней задолженности.

Среднесрочные еврокредиты предоставляются в основном в долларах США. Однако в периоды ослабления американской валюты число валют, в которых выдаются ссуды, расширяется. Например, в 1988 г. кроме кредитов в долларах США были объявлены еврокредиты в японских иенах, марках ФРГ, фунтах стерлингов, голландских гульденах, швейцарских и люксембургских франках, риалах Саудовской Аравии. Тем не менее в общей сложности тогда на их долю пришлось лишь 5,5% общей суммы среднесрочных еврокредитов.

Между среднесрочным рынком еврокредитов и рынком еврооблигаций имеется ряд определенных отличий. В противоположность еврокредитам выпуск еврооблигаций сопровождается обычно публикацией, число инвесторов большое и в основном в виде индивидуальных заемщиков. Еврооблигации, как правило, заносятся в список на фондовой бирже, а банки проводят с ними операции на вторичном рынке.

Кроме того, еврооблигации предоставляются на более длительные сроки, чем еврокредиты, и их размещение ограничено небольшим числом банков, сохраняющих сертификат, удостоверяющий долю участия в течение всего срока кредита, т.е. до его погашения.

В 1980 г., следуя за ростом процентных ставок в США, Правительство ФРГ вынуждено было ввести валютные ограничения на приток иностранного капитала, опасаясь наплыва долларов. В Великобритании, где консервативное правительство в октябре 1979 г. ослабило контроль над движением капиталов, рост процентных ставок привел к притоку «горячих» денег и завышенному валютному курсу фунта стерлингов, что еще более ухудшило кризисное состояние английской экономики. Повышение процентных ставок вызвало отвлечение средств от инвестиций в промышленность за счет роста вкладов в банки. Такие явления получили наименование «война процентных ставок».

Денежно-кредитная сфера воздействует на перемещение капиталов между странами при помощи трех основных факторов: уровня процентных ставок, темпов инфляции и соотношения валютных курсов. Рынок евровалют, выполняющий одновременно ссудные и валютные операции, усиливает этот процесс. Ему способствует также отход от системы фиксированных валютных курсов, при которой от колебания искусственно ограничивались определенными пределами.

Повышение процентных ставок союзниками США было связано не столько с интересами их внутриэкономического развития, сколько с необходимостью защиты внешних позиций национальной валюты от последствий повышения процента США. В связи с этим противоречивость целей их учетной политики значительно усилилась. Поскольку американские банки обладают значительными долларовыми ресурсами, передвижение последних за пределы США приводит к росту или падению ставок по евродолларовым депозитам. Размер рынка евродолларов значительно превышает объем любого национального рынка кредитных капиталов вне США, поэтому даже небольшое расхождение в процентных ставках на евровалютном и национальном рынках вызывает существенный приток или отлив средств в отдельную страну, что нарушает ее денежное обращение.

Рынок евровалют, с одной стороны, оказывает благоприятное воздействие на решение проблем экономической политики, так как увеличивает количество международных ликвидных средств. С другой стороны, значительные стихийные перемещения евровалютных средств ослабляют эффективность национальной денежно-кредитной политики, обостряют конкурентную борьбу между ними, особенно в условиях инфляции, «войны процентных ставок» и нестабильности валютных курсов.

Многие страны стараются ограничить или частично подвергнуть контролю влияние международного рынка кредитных капиталов на их экономику. Меры подобного регулирования разнообразны. Шаги, предпринимаемые национальными властями в этом направлении, осуществляются либо в одностороннем порядке, либо на интернациональном уровне.

Конкретные формы регулирования включают ряд прямых и косвенных мер. Среди косвенных мер следует выделить регулирование процентной ставки, введение специальных требований об обязательных резервах по отношению к иностранным депозитам, манипулирование размером форвардного покрытия.

Среди прямых мер валютного контроля самые распространенные — установление квот на иностранные активы или обязательства коммерческих банков и лимитирование иностранных инвестиций.

Многие страны Западной Европы активно используют лимиты на банковские кредиты коммерческих банков как инструмент денежной политики. В Италии для выдачи банковских кредитов определенного размера обычно требовалось разрешение центрального банка. Банки нередко превышают эти лимиты. В ряде стран подобные нарушения влекут за собой санкции в виде требований размещения специальных депозитов в центральном банке.

Свобода в области движения кредитных капиталов на международном рынке представляет собой важное условие функционирования мировой экономики. Поэтому на протяжении всего послевоенного периода широко проводится политика постепенного смягчения внешнеторговых и валютных ограничений. Вид и степень государственного вмешательства в область операций на международном рынке кредитных капиталов варьируются в зависимости от валютного положения отдельных стран и состояния их экономики.

Практика показывает, что стремление к изоляции национальных рынков в современных условиях не приносит желаемых результатов, так как вступает в противоречие с процессом интернационализации мировой экономики.

5. Структура рынка

В зависимости от сроков движения кредитного капитала и от экономического содержания операций мировой кредитный рынок разделяется на три части:

- мировой денежный рынок;
- мировой рынок капиталов;
- мировой финансовый рынок.

Мировой денежный рынок охватывает краткосрочные депозитно-ссудные операции (от одного дня до года) и рынок евровалют. Здесь преобладают межбанковские ссуды и депозиты, депозитные сертификаты, векселя, банковские акцепты.

Мировой рынок капиталов включает две составляющие: средне и долгосрочные иностранные кредиты и еврокредиты (от одного года до 15 лет).

Мировой финансовый рынок — это часть рынка кредитных капиталов, где в основном осуществляется эмиссия, купля-продажа ценных бумаг. Этот рынок включает рынок иностранных займов, размещаемых заемщиками-нерезидентами на национальных рынках, и рынок еврозаймов (наднациональный рынок капитала), размещаемых на еврорынке.

Напомним, что еврорынок — это рынок, на котором проводятся операции по кредитам и займам в евровалюте. Евровалюта — это конвертируемая валюта какой-либо страны, переведенная на счета иностранных банков и используемая ими для операции во всех странах, включая страну — эмитента этой валюты.

Еврорынки не являются правительственными, государственными рынками. Их возникновение обусловлено потребностями предприятий, инвесторов, а также некоторых стран. Операции на еврорынках ускользают от государственного валютного регулирования и от налогового законодательства конкретной страны.

Еврорынки возникли в конце 1950-х гг. К причинам их возникновения относят:

- появление предложений по размещению долларов вне США;
- большой спрос на доллары США в Европе;
- регламентацию властей США, усложняющих валютные операции с долларом внутри страны по сравнению с операциями на свободном рынке;
- желание европейских банков найти орудие финансирования международных операций.

На рынке евровалют поначалу господствовал только *евродоллар* — доллар США, полученный западноевропейским банком в качестве вклада. Доллар, записанный в пассив банка в качестве обязательства во французском или британском банке, является евродолларом. Постепенно евродоллар перерос в феномен евровалюты. Например, французский франк или немецкая марка в пассиве банка в Люксембурге или Великобритании являлась еврофранком или евромаркой.

До появления евро на еврорынках преобладали сделки с евродолларами (более 70%), евромаркой (20%) и швейцарским франком (6%). Сейчас место европейских валют заняло евро. Исключением является только швейцарский франк.

Основными источниками евродолларов являются:

1) иностранные государства или граждане, желающие хранить доллары вне США;

2) международные корпорации и европейские банки, имеющие запасы наличности, превышающие текущие потребности;

3) резервы стран с положительным внешнеторговым балансом (например Япония, Тайвань, Германия).

Спрос на евровалюты предъявляют частные лица, компании, национальные правительства, нуждающиеся в капитале, инвестициях и средствах для уплаты долгов и процентов по ним.

В начале 1980-х гг. объем рынка евродолларов превысил возможности национальной банковской системы США. В этих условиях правительство США решило ввести международные банковские услуги, что позволило американским банкам привлечь часть рынка евровалют в США. В отношении международных банковских услуг не применяются ни требования по обязательному резервированию, ни федеральное депозитное страхование. Они также не подлежат ни федеральному налогообложению, ни обложению подоходным налогом штата Нью-Йорк.

Активное развитие еврорынков в 1960—1970-х гг. привело к тому, что в 1980-х — начале 1990-х гг. они заметно диверсифицировали свою деятельность. Начиная с 1980-х происходит бурное развитие рынков ценных бумаг: еврооблигаций, евроакций, евровекселей, финансовых инноваций. Например, еврооблигации выпускаются для осуществления еврозаймов.

Еврозаймы, как правило, выпускаются с помощью крупных банков, организующих для их выпуска международные консорциумы и синдикаты. К участию в консорциумах банки привлекают различные кредитно-финансовые институты: пенсионные фонды, страховые и инвестиционные компании. К началу 1990-х гг. на еврозаймы приходилось около 80% общей суммы международных займов.

Еврооблигации (евробонды) обычно выпускаются на срок от семи до 15 лет. В 1980-х гг. появились облигации, выпущенные на 30 и 40 лет. Основные заемщики — правительства, международные организации, ТНК, местные органы власти, государственные учреждения.

Еврооблигации могут выпускаться иностранными или национальными компаниями, отдельными государствами. Евробонды деноминируются в иностранной валюте. Например, облигация, деноминируемая в немецких марках, является евробондом, если она продается за пределами Германии независимо от того, была она эмитирована в Германии или где-либо еще. Большинство евробондов деноминируются в долларах и продаются в Европе. Евробонды являются облигациями на предъявителя. Это означает, что они не регистрируются, а налог на по-

лученный по ним доход не взимается. Большое количество евробондов хранится в Швейцарии на счетах нерезидентов этой страны.

Евробонды могут приносить своим владельцам либо фиксированный, либо плавающий процент. Евробонды с плавающей ставкой имеют купонные процентные выплаты, величина которых привязана к ставке ЛИБОР. Ставка процента может корректироваться один раз в шесть месяцев или ежегодно. К середине 80-х годов большинство евробондов имело плавающую ставку процента.

Некоторые евробонды предоставляют право выбора их конверсии в определенное число акций компании — эмитента этих обязательств. Конвертируемые евробонды называются «обязательства, связанные с акциями».

В 1998 г. на рынке евробумаг появились рублевые евробонды. Рублевые еврооблигации относятся к классу ценных бумаг с двойной валютной деноминацией. Все расчеты по ним (продажа, покупка, погашение, выплата процентов) осуществляются в долларах США, но по текущему рублевому курсу.

Эмитентами рублевых облигаций выступили Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и Международная финансовая корпорация. Объективной необходимостью выпуска рублевых евробондов стало желание многих иностранных инвесторов работать с российской валютой, но не на российском рынке в силу его повышенной рискованности. ЕБРР предоставляет возможность этим инвесторам «играть» с российским рублем, избегая связанных с этим основных рисков.

Развитие еврорынков позволило создать свободное соотношение спроса и предложения на финансовые ресурсы в мировом масштабе. С помощью еврорынков предприятия удовлетворяют потребности в финансировании, не обращаясь к внутреннему рынку капиталов. Еврорынки дают возможность национального размещения финансовых ресурсов.

Развитие еврорынков и интернационализация международных финансовых рынков — положительное явление для развития экономических отношений в той же степени, что и развитие и интернационализация товарных рынков в области международного разделения труда.

Динамичное развитие международных финансовых отношений привело к существенным изменениям на мировом финансовом рынке. Так, в 1950—1960-х гг. среди мировых рынков долгосрочного капитала доминировали рынки акций и облигаций США. В 1990-е гг. из общей стоимости акций, обращающихся на мировых рынках, почти 50% составляли японские. Доля США снизилась до 30%. На Великобританию

приходится менее 10%, а Германия, Канада и Франция обладают примерно 2,5%-ным пакетом каждая.

Последние десятилетия ознаменовались появлением и активным развитием еще более сложных финансовых инструментов, в основе которых лежат другие, более простые, финансовые документы. Это *финансовые деривативы* (дериваты). Как правило, основой деривативa является финансовый инструмент, обращающийся на наличном рынке (например, облигация или акция).

К финансовым деривативам относятся фьючерсы, опционы, опционы на фьючерсные контракты и свопы, депозитарные расписки и др. Все эти инструменты играют важную роль в управлении рисками.

Торговля финансовыми деривативами началась на внебиржевом рынке. В начале 70-х гг. XX в. появились фьючерсные и опционные биржи для финансовых деривативов. Эти биржи дали огромный импульс развитию рынков операций с производными финансовыми инструментами.

Появление новых финансовых инструментов — результат активной инновационной деятельности на рынках ценных бумаг. Непосредственными причинами, способствующими такой деятельности и стимулирующими создание новых финансовых инструментов, стали постоянные колебания курсов валют, курсов ценных бумаг и процентных ставок по заемным средствам. Вследствие этого появилась необходимость в поиске средств защиты от рисков операций с валютой, займами, ценными бумагами.

Один из инструментов финансового рынка, получивший распространение в последние годы, в том числе среди российских компаний, — депозитарные расписки.

Депозитарная расписка — это производная ценная бумага, выпущенная на бумаги иностранного эмитента и имеющая свободное хождение в стране выпуска. Различают два вида депозитарных расписок: американские (АДР) и глобальные (ГДР). АДР обращаются на рынке США и деноминированы в долларах. ГДР функционируют как на рынке США, так и на рынках Западной Европы. Депозитарные расписки — это инструмент для приобретения инвесторами ценных бумаг иностранных эмитентов.

Впервые АДР были выпущены в 1927 г. в США. Решающим событием в эволюции рынка АДР было принятие в 1955 г. правил регистрации этих обязательств Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам. С тех пор количество АДР, обращающихся на американском рынке, постоянно растет.

Без АДР американским инвесторам было бы намного сложнее приобретать ценные бумаги иностранных корпораций, большей части ко-

торых закрыт прямой доступ на американский рынок. АДР часто оказываются надежнее и дешевле оригинальных ценных бумаг. В международной фондовой торговле на пути конечного покупателя стоит до десятка посредников — брокеры, банки, валютные дилеры и т.д.

АДР котируются как на биржах, так и на внебиржевом рынке. Условия их обращения ничем не отличаются от условий обращения ценных бумаг американских корпораций. Как правило, одна АДР соответствует одной акции иностранной корпорации. В случае если стоимость базовой бумаги существенно отличается от американских норм, АДР либо объединяют несколько акций, либо выпускаются пакетами на одну акцию.

В большинстве случаев эмиссия АДР не зависит от базовой корпорации. Инициаторами выпуска являются американские финансовые институты, отличающие растущий интерес к той или иной иностранной корпорации. Однако в последнее время все более популярными становятся АДР, спонсируемые самими иностранными эмитентами, которые таким образом мобилизуют дополнительный собственный капитал на рынке США.

Выпуск спонсируемых АДР осуществляется по инициативе самого эмитента и может происходить как на уже выпущенные акции, так и на акции новых эмиссий в зависимости от уровня АДР. Спонсируемые АДР могут быть трех уровней в зависимости от того, выпускаются они посредством новой эмиссии компании (первичное размещение) или за счет акций, находящихся в обращении на вторичном рынке страны-эмитента.

В последнее время у АДР появились конкуренты. Помимо ГДР имеются депозитарные расписки, размещаемые на азиатском рынке, а также российские депозитарные расписки, появившиеся на фондовой бирже на Бермудах.

АДР, выпущенные на российские акции, обладают рядом преимуществ для своих держателей.

Во-первых, не требуется регистрация у российского реестродержателя, так как все операции по регистрации осуществляются кастодиальным банком, являющимся номинальным держателем акций, на которые выпущены АДР.

Во-вторых, существует несколько уровней депозитарных расписок, что обеспечивает их свободное обращение на зарубежных фондовых биржах и в системах небиржевого рынка. Это делает их доступными практически для всех инвесторов.

В-третьих, владельцы депозитарных расписок могут осуществлять сделки купли-продажи за пределами страны — эмитента акций, что освобождает их от уплаты местных налогов.

В конце 1990-х гг. депозитарные расписки используются более чем в 60 странах мира (около 1,5 тыс. проектов, включая программы частного размещения). Около 20% проектов приходится на страны с развивающимися рынками, и предполагается, что их доля будет расти.

В середине 1990-х гг. распределение АДР по странам мира (в процентах) было таково:

- Великобритания — 18,1;
- Австралия — 14,9;
- Япония — 13,3;
- ЮАР — 8,5;
- Сянган — 6,5;
- другие страны — 38,7.

Рынок АДР на акции российских компаний развивается достаточно высокими темпами. Программы АДР способны решить многие проблемы иностранных инвесторов, желающих вкладывать деньги в быстро растущие ценные бумаги российских эмитентов и сталкивающихся на этом пути с несовершенством российского законодательства и слабой рыночной инфраструктурой.

6. Нарождающиеся рынки

Термин «нарождающиеся рынки» или «развивающиеся рынки» (*emerging markets*), как правило, используется по отношению к фондовым рынкам. Он был введен в оборот экспертами Международной финансовой корпорации (МФК) группы МБРР в середине 1980-х гг., когда здесь разрабатывалась концепция создания фондов и развития рынков капитала в наименее развитых регионах мира.

Общей чертой развивающихся рынков, привлекающих портфельных инвесторов, является потенциально более высокая прибыльность операций с ценными бумагами. Обусловлено это стремительным экономическим ростом и постоянным расширением фондовых рынков многих развивающихся стран, что стимулирует появление новых компаний и влияет на изменение котировок их акций.

Развивающимися обычно называют рынки, капитализация которых составляет менее $^1/_{10}$ мирового уровня. В силу быстрого роста развивающихся рынков в последнее время критерием отнесения к развивающимся стал месячный объем торгов не менее 2 млрд долл. и число зарегистрированных компаний не менее 100.

Поскольку данные критерии — достаточно условные, большинство инвесторов ориентируются на индекс МФК, содержащий наиболее полный перечень развивающихся рынков. Другой важный критерий — наличие у развивающегося рынка определенного кредитного рейтин-

га. Кроме того, для развивающихся рынков характерна высокая доля иностранного спекулятивного капитала.

Общими негативными чертами для развивающихся рынков являются:

1) ограничения на репатриацию прибыли зарубежных инвесторов;
2) высокие налоги на прибыли иностранных компаний;
3) слабость рыночной инфраструктуры;
4) политическая нестабильность.

Самые развитые из развивающихся рынков — азиатские (Южной и Юго-Восточной Азии). Они имеют наибольший удельный вес в рейтинге МФК. На большинстве азиатских рынков имеется оптимальная инфраструктура, позволяющая перемещать средства от покупателей акции к пользованию капитала.

Второе место (в частности, по уровню капитализации) среди развивающихся рынков занимают рынки Латинской Америки. Географически они простираются от Мексики до Мыса Горн. От азиатских рынков развивающиеся рынки Латинской Америки отличаются прежде всего развитой инфраструктурой и более активным участием иностранного капитала.

Третью группу развивающихся рынков составляют страны Центральной и Восточной Европы и Средиземноморского бассейна (Израиль, Турция, Египет, Ливан, Иордания). Наиболее развитые и самые емкие из этих рынков находятся на территории Португалии и Греции. Они значительно превосходят восточноевропейские рынки по уровню капитализации. Фондовые рынки в странах Восточной Европы, в том числе в России, появились сравнительно недавно и не достигли высокого уровня капитализации. Кроме того, они имеют более низкие по сравнению с другими европейскими странами кредитные рейтинги.

Россия только осенью 1996 г. была включена МФК в список развивающихся рынков. И сразу же продемонстрировала исключительно быстрый рост большинства параметров своего фондового рынка, выйдя на позиции лидирующей группы развивающихся рынков. По итогам 1996 г. российский фондовый рынок занял первое место по размеру прибыли из 30 стран с развивающейся или переходной экономикой. Доходность российского фондового рынка составила 155,9% годовых в долларовом эквиваленте. Мировой финансовый кризис 1997 г. не дал развить успех. Вместе с тем российский фондовый рынок рассматривается многими специалистами как один из наиболее перспективных.

К *четвертой группе* относят рынки африканских стран. Они представляют собой небольшие рынки с низким уровнем капитализации и высокой нестабильностью. Исключение составляет фондовый рынок ЮАР, капитализация которого сопоставима с капитализацией всех развивающихся рынков Европы.

Основными инвесторами в развивающиеся рынки являются специализированные страховые фонды для инвестиций в ценные бумаги. На их долю приходится около 70% общего объема инвестиций.

Заметные инвесторы на развивающихся рынках — пенсионные фонды и страховые компании, а также международные инвестиционные банки. На их долю приходится 15—20% инвестиций. Пенсионные фонды и страховые компании — наиболее крупные группы инвесторов на развитых рынках. Однако на них распространяются существенные законодательные ограничения по работе на развивающихся рынках.

Остальные части сегмента развивающихся рынков занимают частные (семейные) фонды, хедж-фонды и некоторые другие.

Наиболее высоко котируемые на развивающихся рынках акции принадлежат компаниям, занятым добычей природных ресурсов, оперирующих в телекоммуникационных отраслях, а также производящим товары народного потребления, в частности медицинские препараты. На некоторых развивающихся рынках высокий удельный вес имеют банковские акции.

Разразившийся в середине 1997 г. международный финансовый кризис наиболее серьезно затронул развивающиеся рынки, прежде всего их азиатский сегмент.

Бегство капитала с развивающихся рынков приобрело массовый характер. Однако низкая доходность ценных бумаг на большинстве развитых рынков все же вынуждает инвесторов вкладывать средства в самые рискованные инструменты развивающихся рынков. Для многих инвесторов развивающиеся рынки стали единственным источником доходов, превышающим средний уровень.

Объектом сделки на мировом рынке кредитных капиталов является капитал, привлекаемый из-за границы или передаваемый в ссуду юридическим лицам и гражданам иностранных государств. С функциональной точки зрения речь идет о системе рыночных отношений, обеспечивающих аккумуляцию и перераспределение кредитного капитала между странами в целях непрерывности и рентабельности процесса воспроизводства. Исторически мировой рынок кредитных капиталов возник на базе международных операций национальных рынков кредитных капиталов, а затем сформировался на основе их интернационализации.

7. Особенности развития рынка

Быстрые темпы роста экспорта кредитного капитала и значительные по объемам повторяющиеся операции на международном уровне привели к формированию в конце 1960-х — начале 1970-х гг. мирового

рынка кредитного капитала. Так, в конце 1980-х гг. сумма чистых заимствований на международном уровне составляла 14% всех чистых заимствований на национальных финансовых рынках. Если в 1980-е гг. межстрановые перемещения кредитного капитала составляли около 30 млрд долл., то в 1994 г. — около 200 млрд долл.

Ссудная форма капитала на рынке может функционировать в следующих операциях:

- выдача государственных и частных займов;
- приобретение облигаций другой страны, ценных бумаг, векселей, тратт иностранной компании;
- осуществление выплат по долгам;
- межбанковские депозиты;
- межбанковские и государственные задолженности.

Мировой кредитный рынок — специфическая сфера международного движения кредитного капитала между странами на условиях возвратности и уплаты процента, где формируется спрос и предложение на заемный капитал. Традиционно разграничивались рынок краткосрочных кредитных капиталов (денежный рынок) и рынок средне- и долгосрочных капиталов (рынок капиталов). Мировой денежный рынок — это краткосрочные депозитно-ссудные операции от одного дня до одного года, главным образом между крупными банками. Основные условия кредита оговариваются по телефону. С конца 1950-х гг. как его подструктура возник рынок евровалют, на котором евробанки осуществляют в основном депозитно-ссудные операции в иностранных валютах, принадлежащих нерезидентам стран — эмитентов этих валют (например, доллары на счетах иностранных банков в США и за рубежом).

Мировой рынок капиталов включает два сегмента:

1) традиционные средне- и долгосрочные иностранные кредиты, характеризуемые единством места и валюты займа;

2) рынок еврокредитов с 1968 г. сроком от одного года до 15 и более лет.

Международный рынок кредитных капиталов характеризуется наличием как общих с другими мировыми рынками (рынки золота и валют) признаков, так и некоторыми специфическими особенностями. Рассмотрим основные и наиболее важные из них.

Огромные масштабы. В 1980-х гг. международные кредитные и финансовые операции составляли в среднем 400 млрд долл. в год (увеличились в 2,5 раза за десятилетие). В начале 1990-х гг. их объем исчислялся в триллионах долларов. Особенно велики размеры еврорынка: объем — примерно 4,5 трлн долл. (по сравнению с 2 млрд долл. в 1960 г.); $^2/_3$ ресурсов еврорынка поступают из промышленно развитых стран. Причем объем, включающий повторный счет, более чем в

1,5 раза превышает объем нетто еврорынка. Это обусловлено действием *кредитного мультипликатора* — коэффициента, отражающего связь между депозитами и увеличением кредитных операций путем создания межбанковских депозитов. Одна и та же сумма евровалют в течение года неоднократно используется для депозитно-кредитных операций.

Отсутствие четких пространственных и временных границ. Мировой рынок кредитных капиталов непрерывно функционирует, преодолевая ограниченность часовых поясов в поисках оптимальных условий (экономических, налоговых, политических) для кредитно-финансовых операций.

Институциональная особенность. С институциональной точки зрения мировой рынок — это совокупность кредитно-финансовых учреждений, через которые осуществляется движение кредитного капитала в сфере международных экономических отношений. К этим учреждениям относятся:

- частные фирмы и банки, прежде всего ТНК и ТНБ, фондовые биржи (примерно 40% всех операций);
- государственные предприятия, правительственные и муниципальные органы (более 40%);
- международные финансовые институты (около 20%).

Институциональная структура мирового рынка кредитных капиталов относительно устойчива в отличие от мировой валютной системы, которая периодически подвергается реорганизации в результате ее структурного кризиса. Операциями на этом рынке занимается примерно 500 крупнейших банков из общего числа банков в мире, достигающего 50 тысяч. Они расположены в мировых финансовых центрах разных континентов.

Институциональная особенность еврорынка — выделение категории евробанков и международных банковских консорциумов. Костяк образуют транснациональные банки — гигантские международные кредитно-финансовые комплексы универсального типа, имеющие за границей разветвленную сеть филиалов, осуществляющих операции во многих странах в разных сферах и валютах. Монополизация мирового рынка кредитных капиталов этими банками позволяет им диктовать свои условия менее крупным банкам благодаря централизованному руководству, единой стратегии и тактике головного учреждения. ТНБ ведут конкурентную борьбу за получение от клиентов мандата на организацию синдиката для размещения займа, что приносит прибыль, укрепляет их связи с клиентами и служит рекламой.

Ограничение доступа заемщиков на мировой рынок кредитных капиталов. Основные заемщики на этом рынке — ТНК, правительства, международные валютно-кредитные и финансовые организации. Хотя

внутрифирменные поставки (примерно $^1/_2$ внешней торговли США) расширяют возможности внутрикорпоративного кредитования, ТНК покрывают 35—40% своих потребностей за счет внешних источников, в частности мирового рынка кредитных капиталов. Одна из новых форм кредитования ТНК — параллельные займы, основанные на сочетании депозитной операции (материнская компания размещает депозит в ТНБ своей страны) и кредитной (этот ТНБ через свое отделение предоставляет кредит филиалу ТНК в другой стране). Развивающиеся страны, в том числе их правительства, имеют ограниченные возможности прибегать к займам на мировом рынке. В основном они используют прямые иностранные инвестиции, помощь, займы международных организаций или вынуждены платить международным банкам дороже, чем аналогичные заемщики из промышленно развитых государств. Привилегированный доступ на мировой рынок кредитных капиталов приобретают заемщики из стран, получивших кредиты МВФ и МБРР. Статус международных валютно-кредитных и финансовых организаций также обеспечивает им льготный доступ на мировой рынок капиталов, в частности на финансовый рынок, где они размещают свои облигационные займы.

Использование конвертируемых валют ведущих стран и евро (ранее — экю) в качестве валюты кредитных и финансовых сделок. На рынке евровалют доминирует доллар США, хотя доля его снижается (более 80% — в 1960-х гг., 60% — в начале 1990-х гг.). На еврорынке совершаются операции с евромарками (14%), евроиенами (6%), еврошвейцарскими франками (6%), еврофранцузскими франками (1%) и другими валютами. Термин «евровалюта» относится к средствам не только в Западной Европе, но и за ее пределами, хотя доллары, используемые для операций на валютных рынках в Азии, часто называют азиатскими долларами (азиадолларами), а в арабских странах — арабодолларами.

Универсальность. На мировом рынке кредитных капиталов осуществляются международные валютные, кредитные, финансовые, расчетные, гарантийные операции. Две трети операций еврорынка совершаются на межбанковском рынке, одну треть составляют депозитно-ссудные операции с небанковскими клиентами.

Упрощенная стандартизованная процедура совершения сделок с использованием новейшей компьютерной технологии (хотя их техника базируется на традиционных депозитно-кредитных и финансовых операциях). Сделки на еврорынке осуществляются по телефону, телефаксу с обменом в тот же день телеграфным подтверждением, которое служит единственным документом. При этом не требуется обеспечения: гарантией сделки служит авторитет банка-контрагента или небанковского клиента с высоким рейтингом (ААА). Сроки евродепозитов составляют от одного дня до одного года, иногда до двух лет, обычно шесть месяцев.

Типичная сумма межбанковских депозитов — 5—10 млн долл., иногда в несколько раз больше. Кредитные операции совершаются в размере от 1 долл. до нескольких сот миллионов долларов США. При этом предоставляются необеспеченные ссуды и без четкого указания целей их использования.

Унификация операций ведет к упрощению и единообразию процесса их совершения и оформления документации по ним. Например, в Женеве в 1930 и 1931 гг. приняты Международная вексельная и чековая конвенции.

Стоимость кредита на мировом рынке кредитных капиталов. В нее входят проценты и различные комиссии. Специфика процентных ставок на еврорынке заключается в их относительной самостоятельности по отношению к национальным ставкам. Например, если банк ФРГ размещает во французском банке депозит в долларах (т.е. предоставляет кредит США), то процентная ставка по нему отличается от процентных ставок США, Франции, ФРГ. Международные процентные ставки взимаются при открытии лимита кредитования (кредитной линии — юридически оформленного обязательства банка выдать заемщику ссуду в течение определенного периода в пределах установленного лимита), предоставлении консорциального кредита, выпуске еврооблигационного займа. Процентная ставка на рынке евровалют включает в качестве переменной ЛИБОР (*LIBOR*) — лондонскую межбанковскую ставку предложения по краткосрочным межбанковским операциям в евровалютах (обычно на шесть месяцев), а в качестве постоянного элемента — надбавку к базисной ставке — спрэд, т.е. премию за банковские услуги (маржу). Уровень маржи колеблется от $^3/_4$ до 3% и зависит от соотношения спроса на кредит и его предложения, срока ссуды, кредитоспособности клиента, кредитного риска. Межбанковская процентная ставка спроса по краткосрочным операциям на еврорынке в Лондоне называется ЛИБИД (*LIBID*).

По еврокредитам практикуются международные процентные ставки. Обычно ЛИБОР на $^1/_8$ пункта выше ставки по вкладам и на $^1/_2$ пункта ниже процента по кредитам конечному заемщику. По аналогии с ЛИБОР в других мировых центрах взимаются: в Бахрейне — БИБОР, Сингапуре — СИБОР, Франкфурте-на-Майне — ФИБОР и т.д.

Поскольку евробанки не подпадают под действие местного законодательства и не облагаются подоходным налогом, они могут снижать проценты по своим кредитам, сохраняя высокие прибыли. Несмотря на относительную самостоятельность ставок еврорынка, сохраняется их зависимость от ставок национальных рынков кредитных капиталов. Вместе с тем международные процентные ставки оказывают обратное влияние на уровень национальных ставок. Мировой рынок кредитных

капиталов способствует нивелировке национальных ставок, которые имеют тенденцию колебаться вокруг интернациональной ставки процента. Процентные ставки дифференцированы. С 1960-х гг. на мировом рынке преобладают плавающие процентные ставки, которые меняются через согласованные интервалы времени (три — шесть месяцев) в зависимости от рыночной конъюнктуры. Колебание процентных ставок обусловлено состоянием экономики, международных валютно-кредитных и финансовых отношений, банковской ликвидности, темпом инфляции, динамикой плавающих валютных курсов, увеличением валютного и кредитного риска международных операций, направлением национальной кредитной политики.

Более высокая прибыльность операции в евровалютах, чем в национальных валютах. Ставки по евродепозитам выше, а по еврокредитам — ниже, так как на евродепозиты не распространяется система обязательных резервов, которые коммерческие банки обязаны держать на беспроцентном счете в центральном банке, а также подоходный налог на проценты.

Диверсификация секторов мирового рынка кредитных капиталов, включая еврорынок, а также инструментов сделок. Особенности мирового рынка кредитных капиталов на современном этапе развития обусловлены как его внутренним строением, так и сложившейся ситуацией на международной арене. Поэтому можно выделить некоторые особенности, характерные для современного рынка кредитных капиталов.

Высокая степень монополизации данного рынка. Все операции на мировом рынке кредитных капиталов осуществляют лишь 1000 банков, на мировом финансовом рынке функционируют 43 транснациональных банка (ТНБ), мировой рынок ценных бумаг контролируется фактически восемью финансовыми компаниями, из которых шесть — американские, во главе находятся инвестиционные банки «Мерилл Линч» и «Морган Стенли».

Происходит *концентрация кредитного капитала* посредством слияний и взаимопереплетений субъектов мирового рынка кредитных капиталов. В последнее десятилетие банки стали проводить новую стратегию получения конкурентных преимуществ путем перекрестного владения финансовыми ресурсами. Например, второй по величине германский банк «Дрезденербанк» и французский «Банк Националь де Пари» на основе перекрестного владения акциями осуществляют совместную деятельность в Испании. В последние годы различные национальные банки объединяются в международные банковские консорциумы, финансовыми ресурсами которых распоряжается выбранный банк-менеджер: «Дойче Банк», «Креди Свисс Банк», «Морган Стэнли», «Нокура Секьюритиз».

Мировой рынок кредитных капиталов обладает ***потенциальной неустойчивостью***, вызванной ростом масштабов валютно-финансовых и кредитных операций, ускорением передачи прав собственности, либерализацией валютного контроля, отрывом данного рынка от реального сектора экономики, производящего товары, услуги и технологии.

Мировой рынок кредитных капиталов ***тесно связан с современными научно-исследовательскими разработками***, особенно современных мощных телекоммуникационных систем связи (спутниковая, компьютерная, электронная почта, сотовая связь, СВИФТ, СЕДЕЛ, Рейтер-2000).

Развитие международной кредитной системы определяется мощным стимулирующим воздействием со стороны крупных заемщиков, посредников и инвесторов.

8. Участники рынка

Ведущими импортерами капитала на мировом кредитном рынке являются промышленно развитые страны, при этом доля стран ОЭСР составляет 86%. Крупнейшие заемщики — корпорации США, на втором месте находится Великобритания. Доля развивающихся стран в 1980-е гг. снижалась (крупнейшими получателями средств выступали Саудовская Аравия и Мексика). С середины 1980-х гг. к заимствованию на международных рынках кредитного капитала стали активно прибегать бывшие социалистические страны Европы, однако их доля невелика — в пределах 0,5—1,5%.

Таблица 4.1

Крупнейшие кредиторы и заемщики на мировом рынке капиталов в начале 1990-х гг., %

Кредиторы	Заемщики
Япония — 53	США — 27
Швейцария — 8	Великобритания — 9
Тайвань — 6	Канада — 8
Нидерланды — 6	Мексика — 6
Германия — 5	Саудовская Аравия — 6
Гонконг — 5	Испания — 5
Бельгия — 4	Италия — 5
Китай — 2	Австрия — 5
Прочие — 11	Прочие — 29
ИТОГО — 100	ИТОГО — 100

Основными кредиторами на международных рынках кредитного капитала также выступают промышленно развитые страны, среди которых крупнейший экспортер — Япония. Среди других кредиторов выделяются Швейцария, Нидерланды, Германия. Западные кредиторы с большой степенью осторожности анализируют возможности предоставления кредитов и займов. Фактор платежеспособности остается одним из серьезных ограничителей предоставления финансовых ресурсов. Дисциплина международных рынков кредитного капитала ограничивает эффективный спрос на капитал со стороны развивающихся стран. Чистый приток туда капитала остается умеренным. Развивающиеся страны все активнее выступают на рынках кредитного капитала в качестве кредиторов. В 1990-е гг. наибольшая доля кредитов приходилась на Тайвань и КНР.

Таблица 4.2

Структура иностранных и международных банковских кредитов по заемщикам, млрд долл.

Страны	1981 г.	1985 г.	1990 г.	1994 г.
Всего	683,4	897,7	1760,4	2335,8
Индустриальные страны	207,8	365,4	990,0	1419,9
Развивающиеся страны	151,4	373,1	409,4	506,8
Страны Центральной и Восточной Европы	2,6	10,7	20,6	21,5
Международные организации	0,3	11,1	22,5	22,3

9. Формы кредитования

Анализ ситуации на международных рынках капиталов показывает, что в последние десятилетия идет процесс структурной перестройки, охватывающей все их сегменты. Центр тяжести переносится с одних видов заимствования на другие, происходит трансформация механизмов ссудно-заемных операций.

Основная часть ресурсов (45—50%) предоставляется в форме облигационных займов на евровалютных рынках. Доля иностранных облигационных займов невелика (10—11%). С середины 1960-х гг. наметилась тенденция снижения доли банковских займов в общем объеме заимствования. Основной объем кредитования в этом сегменте международного рынка осуществляется через использование синдицирован-

ных займов. Примерно в таком же размере используются средства, привлекаемые в виде евронот (векселя). Привлекательность этих средств для ТНК объясняется гибкостью данной формы кредитования, высокой скоростью организации и получения займов, возможностью доступа к значительным по объему кредитным ресурсам.

Таблица 4.3

Источники финансирования международных рынков капитала, %

	1987 г.	1990 г.	1994 г.
Синдицированные займы	23,2	28,2	21,0
Евроноты	25,9	16,6	28,9
Облигации	45,8	52,0	44,1
Акции	5,2	3,2	6,0
Депозиты	1,2	0,4	0,1

Усиливающаяся интернационализация рынков капитала предполагает использование единой синтетической глобальной учетной ставки, которая представляет среднеарифметическую взвешенную ставку. Как краткосрочные, так и долгосрочные глобальные учетные ставки были значительно выше в 1980—1990-е гг. по сравнению с предыдущими двумя десятилетиями. Долгосрочные глобальные учетные ставки составляли в 1960-е гг. в среднем 3%, во второй половине 1970-х гг. они понизились до 0,5%, а затем повысились до 4,75%. Краткосрочные реальные ставки в 1960—1972 гг. составляли 1,25%, в 1973—1980 гг. они понизились до отрицательной величины 1,25%, а затем повысились до 4%, что произошло под влиянием роста ставок в крупнейшем дебиторе мира — США.

Ряд эконометрических расчетов показывает, что увеличение государственного долга объясняет основной сдвиг в учетных ставках. В 1960—1972 гг. валовой государственный долг в среднем составлял 45% ВМП, в 1981—1993 гг. — свыше 55% и в последние годы — свыше 70% ВМП. Этот сдвиг, как считают, может объяснить примерно $^4/_5$ увеличения реальных краткосрочных ставок и примерно $^3/_4$ увеличения долгосрочных ставок по ценным бумагам. В среднем каждый пункт увеличения в норме мирового государственного долга вызывает увеличение реальных долгосрочных ставок примерно на 14 пунктов, а в отношении краткосрочных учетных ставок — от 50 до 75 пунктов.

На величину учетных ставок влияет также уровень прибыли. Увеличение нормы прибыли на основной капитал с 3,5% в среднем в 1960—1972 гг. до 7,5% в 1980—1993 гг. может объяснить повышение

учетных ставок по краткосрочным и долгосрочным сделкам примерно на 20 пунктов. Повышается норма прибыли — появляется относительный недостаток капитала. Производительность и прирост реального дохода были ниже в последние десятилетия частично из-за более низкой нормы капиталовложений, увеличение реальных учетных ставок произошло в период, когда большинство развивающихся стран выталкивалось с международных рынков капитала в связи с кризисом международной задолженности и их сложными внутрихозяйственными проблемами.

Евробанки предоставляют кредит после предварительного анализа кредитоспособности и платежеспособности клиента, оформляя в итоге переговоров письменный договор об условиях ссуды. Наиболее простой вид сделки — предоставление еврокредита по твердой ставке на весь срок в полной сумме. Чтобы избежать потерь от изменения ставки процента, банки прибегают к рефинансированию на такой же срок на рынке краткосрочных еврокредитов. Поэтому срок еврокредитов по твердой ставке обычно не превышает года.

Средне- и долгосрочные еврокредиты предоставляются на условиях «стэндбай» и возобновления (ролловерные). В первом случае банк обязуется предоставить заемщику обусловленную сумму на весь договорный срок использования, который делится на короткие периоды (3, 6, 9, 12 месяцев). Для каждого из них устанавливается плавающая ставка процента, которая пересматривается с учетом динамики ЛИБОР на рынке евровалют. Это дает возможность предоставить средне- и долгосрочный кредит, используя краткосрочные ресурсы.

Во втором случае ролловерные еврокредиты выдаются на разных условиях:

1) для кредитования инвестиций банк обычно предоставляет всю сумму однократно сразу после заключения соглашения или через определенное время. Погашение кредита осуществляется полностью или частями;

2) наиболее распространен ролловерный кредит, предусматривающий максимальный лимит, в пределах которого заемщик имеет право получить кредит в необходимых размерах в начале каждого промежуточного срока его использования. Погашение задолженности осуществляется частично или полностью;

3) в кредитном соглашении фиксируются даты пересмотра процентной ставки и объема ссуды, осуществляемого ежеквартально либо раз в полгода или год в пределах установленного срока (от нескольких месяцев до 10 и более лет);

4) специфический вид представляет ролловерный кредит, дающий право заемщику в случае необходимости получать кредит в течение всего договорного срока.

Хотя условия и формы соглашений о ролловерных кредитах различны, для них характерны обязательные элементы: характеристика партнеров; сумма, цель и валюта ссуды; порядок и сроки погашения; стоимость кредита и гарантии по нему и др.

До введения в практику ролловерных кредитов банки нередко несли убытки, предоставляя среднесрочные кредиты по фиксированным процентным ставкам, если ставки по краткосрочным депозитам резко повышались. В то же время ролловерные кредиты уменьшают риск банков по среднесрочным кредитам, так как предоставляются под плавающую процентную ставку, уровень которой регулярно пересматривается в соответствии с изменением ставок на рынке. Ставка по ролловерным кредитам определяется по ставке процента при предложении кредитов по межбанковским операциям в Лондоне (ЛИБОР). В США, Канаде и Японии базой по еврокредитам служит прайм-рейт. Номинальная процентная ставка по еврокредитам определяется как сумма базовой ставки и установленной надбавки.

Основную часть еврокредитов предоставляют международные консорциумы (синдикаты) банков, в которых участвует от двух до 30—40 кредитных институтов разных стран. Речь идет о группе банков, временно организованных в целях совместного проведения банковских операций и распределения риска среди участников в соответствии с долей их участия в сделке. Для финансирования и кредитования крупномасштабных проектов банковские консорциумы специализируются по региональному или отраслевому признаку. Консорциум включает банк — ведущий менеджер, который формирует группу банков-гарантов (соменеджеров) и банков, непосредственно продающих облигации. Банк-менеджер обязуется предоставить 10—20% еврокредита, а другие участники — не менее 1 млн долл. После подписания соглашения банком-менеджером текущие операции за определенную комиссию проводит банк-агент. Он осуществляет выплату ссуды, контроль над ее погашением, получение и перечисление платежей должника на счета членов консорциума, расчет процентов и контроль над их оплатой, сбор и передачу партнерам информации об изменениях. Доля кредитов банковских консорциумов на мировом рынке кредитных капиталов увеличивается. Консорциумы способствуют расширению деятельности евробанков, приобретению ими опыта крупномасштабных операций, уменьшению кредитных рисков. Внутри банковских консорциумов банки ведут конкурентную борьбу за получение большей прибыли.

Синдицированные еврокредиты увеличились вдвое в 1980-х гг., как и традиционные международные банковские кредиты, но более чем вдвое уступают им по объему (соответственно 150 и 330 млрд долл. в год в начале 1990-х гг.).

Мировой рынок облигаций — один из важных источников финансирования среднесрочных и долгосрочных инвестиций ТНК. Государства используют облигационные займы для покрытия дефицита госбюджета и рефинансирования старых займов. Именно облигации являются ныне основным и преобладающим видом ценной бумаги, эмитируемым на международном уровне.

Международный облигационный рынок можно с определенной долей условности представить как совокупность двух сегментов: рынка иностранных облигаций и рынка собственно международных облигаций — так называемого рынка еврооблигаций. Рынок иностранных облигаций — это рынок ценных бумаг, выпускаемых иностранными заемщиками через банковские консорциумы на национальных облигационных рынках в целях мобилизации капитала прежде всего местных инвесторов. Рынки иностранных облигаций достигли расцвета в первые два десятилетия XX в., а затем их роль резко упала, но с 1960-х гг. вновь начала расти.

Классические займы в форме свободного выпуска облигаций на иностранном рынке ценных бумаг основаны на принципе единства места (в Нью-Йорке, Лондоне либо других финансовых центрах), валюты (обычно валюты кредитора) и биржевой котировки. Например, французский заем на английском финансовом рынке выпускался в фунтах стерлингов и приобретался английскими инвесторами на основе лондонской котировки. Однако после Второй мировой войны возникли препятствия для размещения облигационных займов, особенно в Западной Европе. Это было связано с нехваткой долгосрочных источников кредитного капитала и недостаточным развитием институциональных инвесторов, неустойчивостью валют и платежных балансов, со строгим контролем над допуском иностранных заемщиков на национальные рынки кредитных капиталов.

В современных условиях эмитентами иностранных облигационных займов являются лишь ведущие страны. В каждой из них сохраняется специфическое название выпускаемых ими облигаций: в Швейцарии — *Chocolate Bonds*, Японии — *Samurai Bonds*, США — *Yankee Bonds*, Великобритании — *Bulldog*. Рынок иностранных облигационных займов регулируется законодательством страны-эмитента, но учитывает рыночные условия в аспекте налогообложения вторичного рынка. Этот сектор мирового финансового рынка имеет тенденцию к уменьшению.

Большинство выпусков иностранных облигаций практически сосредоточено на национальных рынках всего четырех стран — США, ФРГ, Швейцарии и Японии. До начала 1970-х гг. здесь отмечалось бесспорное превосходство американского рынка капиталов. Так, за

1963—1970 гг. на этом рынке было эмитировано почти $^2/_3$ суммы всех иностранных облигационных займов.

Однако с 1970-х гг. положение меняется, и все возрастающая часть эмиссий осуществляется на европейских и японском рынках ценных бумаг.

Хотя американский облигационный рынок — самый широкий и самый объемный в мире и по суммам заимствования, и по продолжительности предоставления капитала в ссуду, его участие в международных операциях в целом незначительно. В течение последнего десятилетия эмиссия иностранных облигаций составляла немногим более 8,5% эмиссии национальных корпоративных облигаций. Долгое время большая часть заемщиков на рынке «Янкибондз» (такое название получил иностранный облигационный рынок США) была представлена государствами и государственными организациями (за исключением Канады, заемщиками из которой выступали и частные корпорации). Весьма частыми и довольно крупными заемщиками на этом рынке являются и банки развития (Мировой банк, Межамериканский банк развития, Азиатский банк развития и др.). Общая сумма капитала, которую кредиторы разместили через рынок «Янкибондз», возросла с 1 млрд долл. в 1973 г. до 10,6 млрд в 1976 г., затем к 1980 г. упала и в течение всех 80-х гг. находилась на уровне 4,510 млрд долл. эмиссии в год.

Рынок иностранных облигаций в США привлекателен для международных заемщиков в первую очередь крупными размерами займов: в среднем 100 млн долл., наиболее крупные достигают 300 млн долл. и выше, а также значительной продолжительностью. Самые продолжительные займы предоставлялись на срок до 30 лет, что намного больше, нежели в Западной Европе. Издержки эмиссий составляют около 1%, т.е. примерно половину величины издержек на долларовом рынке еврооблигаций, приблизительно треть от издержек на облигационном рынке западногерманской марки и только четверть от издержек на иностранном рынке облигаций в швейцарских франках. Ставка процента по иностранным облигациям обычно несколько выше, чем для первоклассных отечественных заемщиков, но малоизвестный заемщик должен платить, конечно, по значительно большей ставке, существенно превышающей ставку отечественного первоклассного заемщика, которая во второй половине 1980-х гг. колебалась в пределах 9—9,7%.

Другой центр эмиссий иностранных облигаций — ФРГ. Впервые эмиссия иностранных облигаций в ФРГ началась в 1959 г. с введением конвертируемости западногерманской марки.

В принципе никаких ограничений на иностранные эмиссии нет. Однако для каждого месяца шесть основных эмитирующих банков

ФРГ совместно с представителями Бундесбанка устанавливают своего рода календарный план новых эмиссий. Хотя статистикой регистрируются отдельно эмиссии иностранных облигаций и еврооблигаций, выраженных в немецких марках, в действительности различие между ними очень невелико: еврооблигационные эмиссии осуществляются международными консорциумами, а иностранные эмиссии в немецких марках — консорциумами, состоящими только из коммерческих банков ФРГ.

Оба типа облигаций выпускаются на предъявителя, деноминированы по закону в 1000 немецких марок каждая, причем проценты не облагаются подоходным налогом. И в том, и в другом случае отсутствуют какие-либо ограничения в продаже этих облигаций нерезидентам.

Облигации выпускаются на различные сроки: от пяти до 15 лет. Германское государственное регулирование ограничивало возможность нерезидентов ФРГ владеть германскими активами.

Покупка иностранных и международных облигаций, эмитированных германскими банками, прежде была одним из путей, по которым нерезиденты этой страны могли приобретать германские финансовые активы. Поэтому большинство выпущенных в обращение международных облигаций в марках ФРГ принадлежат иностранцам. Неслучаен, очевидно, тот факт, что Банк международных расчетов (БМР) в последние годы все международные облигации, выраженные в германских марках, стал относить к категории иностранных облигаций, хотя ежемесячный бюллетень ОЭСР «Файненшл статистикс мансли» столь же решительно стал, напротив, относить всех их к категории «юробондз».

Один из важнейших мировых центров эмиссий иностранных облигаций — Швейцария, на ее долю приходится более половины общей суммы этих эмиссий. В отдельные годы экспорт капитала в швейцарских франках, включая частные размещения и банковские кредиты, превышал 10% валового национального продукта страны. Это, конечно, совсем не означает, что Швейцария экспортировала капитал на сумму, превышающую 10% ее ВНП. Дело в другом: через эту страну реэкспортируются огромные массы международного капитала, и этот реэкспорт осуществляется очень быстро. Маленькая Швейцария занимает в последние годы по сумме своих ежегодных новых инвестиций в ценные бумаги за рубежом четвертое место, уступая лишь Японии, ФРГ и Великобритании. Нет другой страны, у которой, согласно данным платежных балансов, было бы такое благоприятное соотношение полученных из-за границы и выплаченных за границу процентов и дивидендов.

У Швейцарии оно в среднем за 1980-е гг. составило 2,5 : 1, в то время как ФРГ — 1,4 : 1, а в Японии — 1,3 : 1.

Иностранные облигации в швейцарских франках эмитируются публично через посредство банковского консорциума и выпускаются обычно высоким номиналом и на существенные суммы. Заем, который может быть эмитирован в любом квартале года, должен быть разрешен валютными властями. Эмиссионные издержки относительно высоки по сравнению с обычным уровнем издержек при эмиссиях еврооблигаций и эмиссиях иностранных облигаций на других рынках (например, таких как Нью-Йорк). Заемщиками на рынке иностранных облигаций в Швейцарии выступают, как правило, только международные институты, иностранные государства и крупнейшие корпорации. Эмиссии осуществляются банковскими консорциумами на фондовых биржах Базеля и Цюриха. Проценты по иностранным облигациям освобождены от швейцарского подоходного налога. В отличие от рынка иностранных облигаций в ФРГ швейцарский рынок является объектом государственного регулирования: проспекты эмиссий должны получить одобрение Национального банка Швейцарии, а на сами эмиссии, в случае если они превышают сумму, эквивалентную 10 млн долл. США, необходимо особое разрешение властей.

Японский облигационный рынок капиталов пока еще отстает от рынков в других странах по уровню интернационализации и либерализации. Однако с конца 1970-х гг. отмечается тенденция к значительному росту этих процессов на японском рынке, что обусловлено рядом факторов, в частности, необычайным расширением экспорта японского капитала; растущим применением иены как резервной валюты центральными банками многих государств; использованием иены международными инвесторами, привлекаемыми укреплением положения ценных бумаг на рынках капитала и относительным усилением иены по сравнению с другими валютами. В результате начался довольно быстрый рост заимствований капитала, выраженного в иенах, неяпонскими заемщиками. Объем иностранных облигаций в иенах растет: их суммы сравнимы с теми, что фиксируются на рынках иностранных облигаций в традиционных центрах их эмиссий.

Японский (Токийский) облигационный рынок капиталов осуществляет эмиссии для иностранных заемщиков двумя основными путями: выпуская традиционные или классические иностранные облигации. Рынок евробондов появился в 1963 г. и в возрастающих масштабах стал служить источником привлечения финансовых ресурсов корпорациями и государством многих стран с 1964 г.

Наряду с рынком иностранных облигаций с 1970-х гг. возник рынок еврооблигаций — облигаций в евровалютах (1970 г. — 3 млрд долл., 1983 г. — около 50 млрд, в начале 1990-х гг. — 172 млрд долл.). Основная валюта еврооблигаций — доллар США, доля которого ныне 40%.

Выпуск еврооблигаций производится также в марках ФРГ (10%), иенах (12%), швейцарских франках (13%) и других валютах, таких как евро и (ранее) ЭКЮ.

Еврооблигационный заем отличается рядом особенностей: размещается одновременно на рынках ряда стран в отличие от традиционных иностранных облигационных займов (например, еврозаем в долларах США распространяется в Японии, ФРГ, Швейцарии); эмиссия осуществляется банковским консорциумом или международной организацией; еврооблигации приобретаются инвесторами разных стран на базе котировок их национальных бирж; эмиссия еврооблигаций в меньшей степени, чем иностранных облигаций, подвержена государственному регулированию, не подчиняется национальным правилам проведения операций с ценными бумагами страны, валюта которой служит валютой займа; процент по купону не облагается налогом «у источника дохода» в отличие от обычных облигаций.

В процессе приспособления к условиям мирового рынка кредитных капиталов возникли разновидности еврооблигаций: обычные облигации с фиксированной и плавающей процентной ставкой на весь срок; долговые обязательства с плавающей процентной ставкой; конвертируемые облигации, которые можно обменять на акции компании-заемщика через определенное время в целях получения более высокого дохода; облигации с нулевым купоном, процент по которым не выплачивается в определенный период, но учитывается при установлении эмиссионного курса (иногда дают держателю дополнительные налоговые льготы), и др.

На вторичном рынке еврооблигаций осуществляется перепродажа ранее выпущенных ценных бумаг (Люксембург, Лондон, Франкфурт-на-Майне и др.). Созданная в 1969 г. Ассоциация международных дилеров по займам (АИБД) в составе 350 финансовых учреждений из 18 стран решает организационно-технические проблемы вторичного рынка еврооблигаций. Организация двух систем взаимных расчетов (Евроклиринг и СЕДЕЛ) заменила пересылку ценных бумаг, занимавшую вначале до девяти месяцев, записями на счетах. Эмиссия облигаций осуществляется обычно банковским синдикатом.

В последнее время мировой рынок еврооблигаций продемонстрировал высокие темпы роста. Если в 1986 г. объем операций с облигациями оставлял лишь 558 млрд долл., то в 1992 г. он оценивался уже в 1,7 трлн долл. Объем облигационных займов в 1995 г. достиг 461 млрд долл.

Это определяется двумя основными причинами: во-первых, эмитентами акций выступают только корпорации, а эмитентами облигаций — кроме корпораций государство, муниципалитеты, различные

некорпоративные учреждения; во-вторых, для самих корпораций эмиссия облигаций при прочих равных условиях более выгодна, поскольку обходится дешевле и дает более быстрое размещение среди инвесторов, не увеличивая при этом число акционеров.

Таблица 4.4

Структура движения частного капитала в мире

Капитал	1985—1989 гг.		1990—1993 гг.	
	млрд долл.	%	млрд долл.	%
Облигации	211,7	40,4	338,3	43,5
Банковские займы	86,7	16,6	123,8	15,9
Прямые капиталовложения	127,7	24,4	177,6	22,8
Акции	9,7	1,9	23,7	3,0

10. Положение на рынке еврокредитов

Еврорынок — часть мирового рынка кредитных капиталов, на котором банки осуществляют депозитно-ссудные операции в евровалютах. Евровалюта, как уже упоминалось выше, — это свободно конвертируемые валюты, функционирующие за пределами национальных границ страны-эмитента и не подлежащие контролю со стороны государственных финансовых органов.

Валовой объем банковских депозитов за границей (без повторов) в 1995 г. оценивается в 4,2 трлн долл. Объемы ежедневных сделок еврорынка ежегодно растут: в 1993 г. — 900 млрд долл., а в 1995 г. — более 1300 млрд долл. В начале 1990-х гг. соотношение объемов оборотов евровалютного рынка и объемов мировой товарной торговли оценивалось как 60 : 1.

По мере развития еврорынка в международном движении кредитных капиталов ослабляется значение национальных рынков. Например, размер новых эмиссий облигационных займов в 1994 г. на еврорынке был в 3,7 раза выше, чем на национальных рынках капиталов в совокупности. В сфере банковского кредитования еврорынок в 12,4 раза превосходит национальные.

Взаимодействие между краткосрочными и долгосрочными операциями на еврорынке осуществляется по следующим направлениям. С одной стороны, источниками средств, используемых для покупки облигаций евровалютных займов, в основном являются краткосроч-

ные инвалютные авуары. С другой стороны, средства, полученные от реализации долгосрочных евровалютных ценных бумаг, нередко размещаются на рынке краткосрочных капиталов. Это происходит в случаях, когда между получением долгосрочных средств и их использованием есть разрыв во времени. Тогда заемщик, чтобы извлечь дополнительную прибыль, размещает эти средства на короткий срок до момента использования ссуды в целях, ради которых он ее получал. Объем подобных операций обычно возрастает, когда евровалютные ставки на краткосрочном рынке повышаются.

Еврорынок располагает относительно самостоятельной и гибкой системой процентных ставок, что позволяет евроцентрам предлагать клиентам более высокие проценты по депозитам и низкие по кредитам по сравнению с порядком кредитования и привлечения средств на национальных рынках капиталов. С другой стороны, свобода от валютного контроля в сфере движения долгосрочного капитала в ряде крупных стран явилась необходимой предпосылкой увеличения предложения средств в евроцентрах, например в Лондоне. В том же направлении действовали страны ОПЕК, укрепляя финансовые позиции и производя размещение на еврорынке из долларовых резервов. Имеет определенное значение то, что большинство промышленно развитых стран разрешает дилерам коммерческих банков иметь позиции в еврокредитных институтах.

Несмотря на относительную обособленность еврорынка от национальных рынков кредитных капиталов, они связаны между собой через переплетение денежных потоков. Крупные национальные и иностранные рынки капиталов издавна сложились и действуют в ведущих индустриальных странах, а сравнительно с недавних пор сформировались и ряде других стран, в том числе развивающихся. Этот вненациональный рынок, гигантский по объему и географии распространения, преодолевает относительную узость и обособленность большинства внутренних и иностранных рынков капиталов, служит своеобразным механизмом передачи существенных изменений в кредитно-финансовой сфере из одного центра в другой, способствуя ее глобализации.

Еврорынок ослабил способность центральных банков контролировать денежную массу в связи с тем, что офшорный характер их операций ослабляет действие денежных мультипликаторов. Последние показывают связь и влияние различных составляющих на общую денежную массу. Поскольку существование евровалют обусловливает меньшую устойчивость денежных мультипликаторов, центральные банки не могут жестко контролировать денежные составляющие. Понижение регулирования офшорной деятельности увеличивает риск дестабилизации международных рынков капитала.

Еврорынок играет ключевую роль и в кредитовании мировой экономики, и в обеспечении международного обмена ликвидными активами. На еврорынок приходится львиная доля финансовых ресурсов, обращающихся в мире. Сектор кредитного капитала является наиболее динамичным компонентом данного рынка — за последние 15 лет темпы роста его оборота в пять раз превосходили соответствующий показатель по валютным операциям. Но валютные операции принадлежат к наиболее значительной сфере деятельности еврорынка (не нее приходится до 95% общего объема его операций). На валютном (денежном) секторе еврорынка происходит купля-продажа СКВ, необходимых для осуществления международных расчетов и спекулятивных сделок, а также совершаются краткосрочные депозитно-кредитные операции (от суток до года), на финансовом — производятся в основном средне- и долгосрочные заимствования посредством международных облигаций и специальных финансовых инструментов. В начале 1980-х и середине 1990-х гг. показатели этих сегментов составили: валютный соответственно 117,0 трлн долл. и 468,0 трлн долл., кредитных капиталов — 1,0 трлн долл. и 19,7 трлн долл., в том числе специальных финансовых инструментов — 0,8 трлн долл. и 18,0 трлн долл.; облигационных займов — 0,2 трлн долл. и 1,7 трлн долл.

Ключевая роль данного рынка в мировой валютно-финансовой системе сделала его объектом всеобщего внимания, особенно после начала финансового кризиса в 1997 г.

Современная мировая валютная система имеет и слабые стороны по сравнению с полноценным золотым стандартом. Как известно, последний исключает валютные риски, которые существенно возрастают в условиях плавания курсов, на чем базируется Ямайская система. Однако и здесь еврорынок нашел оптимальное решение. Благодаря широкому использованию рынком специальных финансовых инструментов возможности страхования этих рисков стали настолько эффективными, что классические в этом смысле валютные, золотые, индексные оговорки, превратившиеся в период функционирования Генуэзской и Бреттон-Вудсской валютных систем в устойчивые обычаи мировой торговли, в настоящее время вообще перестали фигурировать в серьезных коммерческих контрактах.

Новые финансовые инструменты возникли в 1980-х гг. в результате обострения конкуренции банков на мировом рынке. Чтобы привлечь клиентуру и увеличить свои прибыли, участники мирового кредитно-финансового рынка (банки, фондовые биржи, специализированные кредитно-финансовые институты) создали рынок финансовых фьючерсов, финансовых опционов и «своп», выпускают ценные бумаги с дополнительными страховыми условиями. Банки заключают срочные

соглашения о будущей ставке в целях компенсации убытков от изменения процентных ставок по депозитам сроком до года на суммы от 1 до 50 млн долл. Такие форвардные сделки служат альтернативой биржевым фьючерсным и опционным операциям с финансовыми (кредитными) инструментами.

Новые финансовые инструменты динамично развиваются. Операции с ними в основном сосредоточены в мировых финансовых центрах. Они предназначены преимущественно для страхования валютного и процентного риска участников международных экономических отношений. При этом используется новейшая компьютерная технология для получения информации и быстрого перевода денежных средств.

Управление валютными и другими рисками далеко не исчерпывает функции многочисленных финансовых инструментов, одинаково эффективно обслуживающих международные кредитные, расчетные и спекулятивные операции. Финансовые инструменты еврорынка, такие как различные виды депозитных сертификатов и другие, активно способствуют увеличению скорости обращения евровалют и тем самым вносят свою лепту в решение проблемы ликвидности современной валютной системы. Это служит еще одним подтверждением того, что валютный и финансовый сегменты еврорынка представляют собой в принципе единый комплекс взаимодополняющих компонентов.

11. Институциональные особенности рынка

Институционально международный рынок капиталов представляет собой совокупность частных, государственных и межгосударственных кредитных учреждений, небанковских фондов финансирования и ТНК, которые выступают важными посредниками кредитования внешней торговли, организаторами вывоза и перераспределения капиталов по странам в зависимости от спроса и предложения. Он высоко монополизирован. В ряде сегментов на 10 крупнейших объединений приходится свыше половины мобилизуемых средств.

Ведущее место занимают *банковские компании*. По мере развития экономики самофинансирование создало основу для банковского кредитования и затем для создания рынков ценных бумаг. На первом этапе экономического развития коммерческие банки доминируют. На среднем и высшем уровнях развития возрастает значение специализированных посредников и рынков ценных бумаг. Среди почти 100 тыс. частных банков примерно 500 выполняют роль главного звена в системе институтов международного кредита. Деятельность ведущих банковских компаний на мировых рынках переживала перестройку по

мере развития мировой экономической системы. Прежде всего банки создали за рубежом сеть отделений, информационных бюро и представительств, внедрившись в местную кредитную систему.

Однако потребности ТНК в банковском обслуживании растут столь стремительно, а их запросы столь разнообразны, что даже разветвленный заграничный аппарат одного транснационального банка не в состоянии обслужить его постоянных клиентов, оперирующих в глобальных масштабах. Отсюда тенденция к международной кооперации банков, взаимному использованию сети отделений, созданию совместных банковских филиалов и бюро.

Процесс интернационализации кредитно-финансовой инфраструктуры привел к созданию банковских синдикатов для разовых операций по сбыту и распределению облигаций промышленных компаний. По мере удлинения сроков предоставляемых фирмам кредитов группы крупных банков различных стран начали создавать устойчивые консорциумы для предоставления средне- и долгосрочных займов. Следующий шаг на пути к более тесной интеграции национальных кредитно-банковских структур — образование международных ассоциаций крупнейших банков в целях совместного обеспечения своих клиентов всеми видами банковских услуг. От консорциумов их отличают два обстоятельства: полный набор предоставляемых услуг и постоянный характер сотрудничества банков-членов.

Важное место на мировом кредитном рынке занимает *государство*, которое выступает в виде центральных и местных органов власти, казначейства, эмиссионного, экспортно-импортного банка или других уполномоченных учреждений и может выполнять функции непосредственного кредитора, заемщика или играть роль гаранта и поручителя по внешним обязательствам частных юридических лиц.

Примером прямого кредитования международных отношений государством может служить предоставление субсидий и экономической помощи, производящееся на двусторонней и многосторонней основе. Не менее существенна роль государства в страховании экспортных кредитов и прямых капиталовложений. Суть его состоит в том, что государство-гарант берет на себя за особое вознаграждение риск неуплаты иностранным покупателем в обусловленный срок всей или большей части стоимости товара, поставленного местным экспортером на условиях отсрочки или рассрочки платежа, а также риски инвесторов, связанные с невозможностью полностью или частично вернуть средства, размещенные за рубежом в виде прямых инвестиций.

Для осуществления государственного страхования экспортных кредитов во многих странах были созданы, а позднее реорганизованы, специальные институты. В одних случаях они являются государствен-

ными организациями (США), в других — полугосударственными (Британия, Франция), в третьих — частными компаниями, оперирующими от имени и за счет правительства (Германия).

Гарантийные институты, действующие во всех индустриальных и в крупных развивающихся странах — экспортерах готовой продукции (Бразилия, Индия и др.), содействуют экономической экспансии ТНК, позволяя им привлекать более дешевые, чем на свободном рынке, средства для кредитования экспорта. Это усиливает конкурентные позиции на мировом рынке поставщиков из стран с наиболее развитой системой страхования экспорта, особенно в периоды экономических спадов.

В большинстве индустриальных стран экспорт кредитуется главным образом частной банковской системой. Вместе с тем практика непосредственного государственного кредитования внешнеторговых операций в той или иной форме распространена повсюду, прежде всего через деятельность государственных или полугосударственных внешнеторговых банков. Кроме того, государство создает условия для рефинансирования экспорта (переучета экспортных векселей) на льготных условиях в центральном эмиссионном или в каком-либо другом государственном банке.

Особое положение в институциональной структуре мирового рынка кредитных капиталов занимают *межгосударственные банки* и *валютные фонды*. Это созданный в 1930 г. Банк международных расчетов (Базель, Швейцария), содействующий центральным банкам участвующих в нем государств (в основном западноевропейских) в проведении взаимных расчетов, наблюдающий за состоянием еврорынка и обеспечивающий регулирование валютных и кредитных отношений во всем мире. Последняя из перечисленных функций характеризует БМР как важный вспомогательный орган крупнейших международных валютно-финансовых учреждений глобального характера — Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития.

Наряду с мировыми, в которых участвуют почти все страны, существует целый ряд региональных и континентальных межправительственных банков: Европейский инвестиционный банк (1958 г.), обслуживающий участников ЕС и ассоциированные с ними государства развивающегося мира, Межамериканский банк развития (1959), Африканский банк развития (1964), Азиатский банк развития (1963), Европейский банк реконструкции и развития (1990).

Всемирный банк — Международная финансово-кредитная группа, состоящая из четырех финансовых институтов: Международного банка реконструкции и развития (МБРР), Международной финансовой корпорации (МФК), Международной ассоциации развития (МАР) и Многостороннего инвестиционно-гарантийного агентства (МАГИ).

На группу МБРР постоянно приходится не менее половины общего годового объема средств, выделяемых всеми межгосударственными органами развивающимся странам. В 1993 г. (у группы МБРР финансовый год заканчивается 30 июня) МБРР ассигновал этим странам рекордную сумму кредитов — около 17 млрд долл., а вместе со своими филиалами — около 26 млрд долл.

Целью МФК является стимулирование частного предпринимательства, содействие совместным инвестициям местного и иностранного капитала.

МАР призвана предоставлять наименее развитым странам беспроцентные кредиты на срок 35—40 лет при льготном периоде 10 лет. Они предоставляются в первую очередь странам, у которых ВНП на душу населения не выше 650 долл. в год; к ним в начале 1990-х гг. относились 40 стран. Однако чтобы участвовать в МАР и получить доступ к ее льготным кредитам, необходимо вступить в МБРР.

Цель МИГА как третьего филиала МБРР — поощрять инвестиции в акционерный капитал и другие направления прямых капиталовложений в участвующие страны посредством их страхования от некоммерческих рисков. Он также консультирует правительственные органы стран-членов относительно разработки и осуществления политики, программ и порядка (процедур), касающихся иностранных инвестиций, устраивает встречи и переговоры между деловыми международными кругами и местными органами власти заинтересованных стран по вопросам инвестиций, а также предоставляет необходимые информационные услуги.

Международный валютный фонд (МВФ) создан для того, чтобы посредством частичной интернационализации золотых и валютных резервов участвующих в нем стран создать пул международных ликвидных ресурсов, который должен служить источником временного покрытия пассивного сальдо платежных балансов стран, не располагающих необходимыми для этого собственными ликвидными ресурсами и не имеющих возможности получить обычный банковский кредит за границей.

Фонд предоставляет свои ресурсы участвующим в нем странам в форме продажи необходимой им иностранной валюты на национальную валюту.

Годы существования МВФ показали, что путем частичной интернационализации золотых и валютных резервов нельзя разрешить проблему международной ликвидности. Ресурсы фонда оказались явно недостаточными для того, чтобы урегулировать пассивное сальдо платежных балансов состоящих в нем государств. Однако ресурсы фонда широко использовались США и другими странами в качестве одного из средств давления на менее могущественные и развивающиеся стра-

ны. В 1947 г. МВФ предоставил кредиты восьми странам на общую сумму 467,7 млн долл., в том числе Англии — 240 млн долл., Франции — 125, Голландии — 52 млн долл.

Однако уже в 1948 г. кредитный механизм фонда, на который возлагались большие надежды, начал работать с перебоями. Платежные балансы Западной Европы оказались пассивными. Поэтому они не только не могли погасить задолженность, но и нуждались в новых кредитах.

Руководители МВФ уже в 1948 г. были вынуждены признать, что фонд не может справиться с поставленными задачами, так как кризис валютно-финансовых отношений оказался значительно глубже, чем это ожидалось при создании фонда.

Управленческая структура МВФ — Совет управляющих, в котором каждая страна-член представлена управляющим и его заместителем, назначаемыми на пять лет. Обычно это министры финансов или руководители центральных банков.

МВФ устроен по образцу акционерного предприятия. Поэтому возможность каждого участника оказывать воздействие на его деятельность с помощью голосования определяется долей в капитале. Наибольшим количеством голосов в МВФ обладают: США (17,7%), Германия (5,5%), Япония (5,5%), Великобритания (4,9%), Саудовская Аравия (3,4%), Италия (3,1%), Россия (2,9%), страны ЕС (26,2%).

Промышленно развитые государства (их 24) имеют 59,6% голосов в МВФ. На долю остальных стран, составляющих почти 86% числа членов Фонда, приходится лишь 40,4% голосов.

На первых порах МВФ как кредитор играл скромную роль. Однако в 1970-х и особенно в 1980-х гг. произошло значительное расширение его кредитной деятельности. Наименее развитым странам предоставлялись льготные кредиты за счет специальных фондов.

МВФ не только непосредственно кредитует страны-члены, но и помогает им получить кредиты у правительства промышленно развитых стран, центральных банков, группы МБРР, Банка международных расчетов, а также у частных коммерческих банков. Даже небольшой кредит МВФ облегчает доступ стране на частный мировой рынок кредитных капиталов. Предоставляя кредит, МВФ как бы удостоверяет платежеспособность данной страны, выступает в качестве ее гаранта. Расширение в 1970—1980-е гг. кредитования Фондом развивающихся стран было связано с существенным ухудшением их валютного положения в результате двух раундов повышения мировых цен на жидкое топливо. В 1977—1991 гг. развивающиеся страны — импортеры нефти получили 85,7% кредитов МВФ. Впервые после 1985 г. сумма кредитов превысила погашение задолженности.

Расширение кредитной деятельности Фонда обусловлено тремя основными факторами:

1) события на Ближнем Востоке, война в Персидском заливе привели к сокращению поставок нефти на мировой рынок и росту цен на нее, что ухудшило платежные балансы некоторых стран;

2) МВФ активизировал финансовую поддержку развивающимся странам, приступившим к макроэкономическим и структурным реформам, а также включился в урегулирование внешнего долга этих стран;

3) с 1990-х гг. возросли кредиты МВФ странам Восточной Европы и бывшего СССР в связи с глубокими социально-экономическими преобразованиями и переходом к рыночной экономике.

Банк международных расчетов (БМР) — старейшая из существующих международных валютно-финансовых организация капиталистического мира. Он был создан в 1930 г.

Идея о создании банка возникла в связи с решением, а точнее с проблемой решения вопроса о репарационных платежах Германии странам — победительницам в Первой мировой войне и о расчетах по займам.

Американский план взимания германских репараций и расчетов европейских стран — должников коммерческих банков США по военным долгам предусматривал так называемую коммерциализацию военных долгов. Согласно этому плану, получившему название «план Юнга», Германия должна была выпустить внешний заем на рынках частных капиталов США и некоторых стран Западной Европы. Доходы Германии от этого займа направлялись на уплату репараций странам-победительницам, которые должны были из этих сумм погасить свой долг по военным займам, полученным в США.

БМР предназначалась роль механизма, способствующего выпуску и распространению облигаций германского займа на рынках частных капиталов. Он должен осуществлять расчеты по этому займу и конверсию доходов от займа в репарационные платежи.

Основной капитал банка установлен в 500 млн золотых швейцарских франков. Капитал разделен на 200 тысяч акций по 2500 франков каждая. Оплаченный капитал составляет 125 млн франков, или 25% общей суммы основного капитала.

Высший орган управления Банка — общее собрание руководителей центральных банков стран, имеющих акции банка. Физические и частные юридические лица, располагающие акциями банка, в собрании не участвуют. Общее собрание созывается, как правило, один раз в год для того, чтобы утвердить доклад о деятельности банка, его баланс, счет прибылей и убытков.

Дальнейшее развитие банка было прервано валютным кризисом, охватившим многие страны, и Второй мировой войной. Но банк был не ликвидирован, а сохранен в качестве подсобного фонда МВФ.

Устав БМР запрещает выпускать банкноты, предоставлять ссуды правительствам, открывать на имя правительств текущие счета, держать в своем распоряжении акции и владеть недвижимым имуществом или устанавливать контроль над каким-либо предприятием.

Операции с коммерческими банками он производит только с согласия ЦБ страны, на территории которой эти банки функционируют.

С 1982 г. БМР предоставляет промежуточный кредит под гарантию ЦБ странам, ожидающим кредит МВФ, чтобы избежать кризиса их международной валютной ликвидности. Такие кредиты получили Венгрия, Мексика, Аргентина, Югославия. Для поддержания политики расширенного доступа стран с дефицитным платежным балансом к кредитам фонда БМР совместно с 17 центральными банками предоставили Фонду кредит в 2,5 млрд долл. в 1982 г.

Специфика БМР заключается в строго конфиденциальном характере его деятельности. Это определяет место БМР как вспомогательного органа МВФ и группы МБРР, с которыми он имеет тесные связи. БМР — ведущий информационно-исследовательский центр. Годовые отчеты Банка — одно из авторитетных экономических изданий в мире. На базе своих исследований БМР в 1975 г. опубликовал хартию наблюдения за международными операциями банков. Иногда рекомендации, подготовленные БМР на базе консенсуса, имеют большее значение, чем межгосударственные решения.

БМР превратился в международную валютно-кредитную организацию по составу участников и характеру деятельности. Это обусловлено тем, что БМР является международным банком центральных банков, агентом и распорядителем в различных международных валютно-расчетных и финансовых операциях, центром экономических исследований и форумом международного валютно-кредитного сотрудничества.

Крупными субъектами международных кредитных отношений выступают *транснациональные корпорации*. Они располагают гигантскими внутрикорпоративными накоплениями и покрывают за счет самофинансирования более половины своей потребности в ресурсах. Тем не менее ТНК постоянно нуждаются в средствах для обслуживания растущего производства и сбыта продукции. Их финансовые операции сильно интернационализированы и нередко имеют глобальный характер. ТНК используют все типы рынков, входящих в структуру мирового рынка, — национальные, иностранные и международный еврорынок, но в значительной мере еврорынок. Из суммарной краткосрочной

и среднесрочной задолженности крупнейших ТНК в начале 1990-х гг. на еврозаймы приходилось более 40%. Доля еврорынка постоянно возрастает, поскольку он служит источником кредитования, не ограниченного национальным контролем, и дает преимущества на получение кредитов заемщиками с мировыми внешними связями.

Как и все другие субъекты мирового рынка кредитных капиталов, ТНК используют его не только для получения кредитов на обслуживание текущих платежей или долгосрочных вложений. Владея огромными собственными активами, международные компании используют кредитные рынки, в первую очередь вненациональные, для наиболее выгодного размещения принадлежащих им денежных и финансовых требований. При этом ТНК сталкиваются с изменчивостью валютных курсов и процентных ставок денежных рынков. Во избежание курсовых и кредитных потерь они совершают разнообразные валютные операции (срочные и срочно-наличные), за счет которых совокупный валютный оборот в мире увеличивается во много раз быстрее роста мирового оборота товаров и услуг. В значительной мере за счет этого к началу 1990-х гг. доля операций финансового характера во всем мировом платежном обороте достигла 90% по сравнению с 60—70% в 1970-е и 40—50% в 1960-е гг.

Валютные сделки ТНК позволяют им также извлекать дополнительную прибыль от перемещения ликвидных ресурсов в зависимости от изменения конъюнктуры мирового кредитного рынка в различных его центрах. Тем самым они ведут к спекулятивной ориентированности рынка, к опасному отрыву финансовой надстройки от реальных, экономических операций.

Интернационализация производства служит основной предпосылкой интернационализации капитала, в частности кредитного. Эти процессы получили выражение в превращениях ведущих национальных компаний в транснациональные. В погоне за прибылью ТНК вкладывают средства в производственные предприятия и банки за рубежом, а в случае возникновения потребности часто заимствуют их на международном рынке кредитных капиталов. Тем самым ТНК оказывают существенное влияние на развитие международных валютно-кредитных отношений и на состояние национальных экономик.

Каждая ТНК представляет собой огромный финансовый организм, звенья которого тесно взаимосвязаны системой кредитно-расчетных отношений. Специальные кредитно-финансовые подразделения занимаются перераспределением накопленного капитала внутри корпорации и привлекают внешние ресурсы. В результате как бы образуется внутрикорпорационная сфера обращения. Этот внутрикорпорационный финансовый механизм имеет прямую и обратную связи с

международным рынком кредитных капиталов, во многом определяющие ход развития интеграционных процессов между странами.

Одновременно международный рынок кредитных капиталов способствует деятельности ТНК и в качестве дезинтегрирующего фактора. Интенсивность интеграционных процессов зависит от конкретной сферы общественного воспроизводства: материального воспроизводства, обращения товаров и услуг, денежных средств и т.п. Наименьшая ее величина — в производственной сфере, наибольшая — в денежно-кредитной.

Международный рынок кредитных капиталов переплетает капиталы подавляющего большинства стран, что ослабляет возможности контролировать этот процесс в связи с неспособностью обеспечить необходимое межгосударственное регулирование.

Влияние международного рынка кредитных капиталов на экономику усиливается деятельностью ТНК. В результате региональная интеграция (в рамках ЕС) оказывается под дезинтегрирующим воздействием международного рынка кредитных капиталов. Однако страны общего рынка не смогут существенно ограничить связи национальных рынков кредитных капиталов с международным, поскольку это одновременно ослабляет их внутрирегиональные связи.

На рынке краткосрочных еврокредитов проводятся операции по кредитованию средств ТНК. Сроки предоставления ссуд — от трех — шести месяцев до одного года. Преобладающей формой краткосрочных кредитов являются межбанковские ссуды, т.е. помещение банками депозитов на счета других крупных банков по относительно низкой процентной ставке. Последние же используют эти депозиты для кредитования первоклассных заемщиков по более высоким процентным ставкам, получая большие прибыли на разнице процентов.

На рынке кредитных капиталов господствующие позиции занимают транснациональные банки, представляющие собой новый тип международного банка: они являются главными центрами и посредниками в международной миграции капитала.

Транснациональные банки (ТНБ) — это крупные банки, достигшие такого уровня международной концентрации и централизации капитала, который благодаря сращиванию с промышленным капиталом предполагает их реальное участие в экономическом разделе мирового рынка кредитных капиталов и кредитно-финансовых услуг.

Международные монополии в банковском деле возникли в конце XIX — начале XX в. в виде банковских картелей и синдикатов монополистов, осуществлявших международную деятельность на рынках кредитных капиталов своих стран. Слияние, сращивание и взаимопроникновение промышленного и банковского капиталов и стали основой создания финансового капитала.

В 1970—1980-е гг. произошла трансформация монополистических банков в транснациональные. Современные международные банки отличаются главным образом тем, что их внешняя деятельность стала важной чертой процесса интернационализации хозяйственной жизни. Так, внешние активы банков США составляют 430 млрд долл., Японии — 101 млрд, Германии — 62 млрд долл.

Таким образом, движение монополистического кредитного капитала органически вплетено в интернационализацию всех других форм капитала.

Отличие ТНБ от крупного национального банка заключается прежде всего в наличии у него зарубежной институциональной сети. Кроме того, в отличие от национального банка, деятельно участвующего в международных операциях, ТНБ переносит за границу не только активные операции, но и часть собственного капитала и формирование депозитной базы, в связи с чем его зарубежная сеть используется для получения банковской прибыли.

Из 20 крупнейших банков мира 11 приходится на Японию, 4 — на Францию, 2 — на Великобританию, 1 — на США, 1 — на Германию, 1 — на Нидерланды. ТНБ США, длительное время лидировавшие на рынке кредитных капиталов, оказались оттесненными японскими банками, и лишь один из них — Ситикорп — вошел в число 20 крупнейших банков мира, хотя в 1977 г. занимал второе место. Все это свидетельствует об острой конкурентной борьбе на мировом рынке кредитных капиталов между банками.

Однако несмотря на острейшую конкуренцию между ТНБ, для них характерны тесная взаимозависимость, переплетение капиталов. Весьма типичной становится тенденция к усилению картелизации международной банковской деятельности, к фактическому разделу мирового рынка кредитных капиталов между десятками крупнейших транснациональных банков. На сегодняшний день рынок среднесрочных кредитов — это преимущественно рынок банковских консорциумов и синдикатов, или рынок синдицированных кредитов. Коллективная организация кредитов на данном рынке позволяет, во-первых, распределять риск неуплаты между многими кредиторами и, во-вторых, укрупнять размеры кредитов до огромных сумм — на десятки и сотни миллионов долларов, а иногда и свыше 1 млрд долл.

Банковские синдикаты, как правило, включают до 50—60 банков, а порой и больше. В настоящее время свыше 80% всех синдицированных кредитов организуется крупнейшими коммерческими банками, которые существенно потеснили торговые и инвестиционные банки, лидировавшие в данной сфере в 1960-х — начале 1970-х гг. (табл. 4.5).

Таблица 4.5

Предоставленные отдельным странам синдицированные займы (1992 — I квартал 2000 г.), млрд долл.

Страны	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Все страны	194,0	279,4	477,1	697,8	900,9	1136,3	902,0	957,1	239,0
Развитые страны:	159,6	243,6	422,0	609,4	796,9	973,1	823,4	893,2	226,9
США	115,5	195,0	311,0	398,4	552,6	676,1	592,2	575,6	125,0
Япония	0,8	0,6	2,6	4,9	6,7	6,0	11,9	14,8	7,7
Германия	0,3	0,9	1,2	12,6	9,1	13,3	12,4	48,3	2,0
Франция	1,4	5,2	6,8	18,1	21,3	38,7	16,1	38,6	13,4
Италия	3,2	2,0	5, 3	15,1	5,7	11,4	6,3	15,4	1,3
Великобритания	17,7	12,9	28,4	56,2	75,0	103,9	75,7	81,8	49,7
Канада	4,4	7,3	16,5	24,7	27,3	45,2	41,1	23,6	5,0

Таким образом, ТНБ стали важным элементом сравнительно нового феномена — международного финансового капитала, выполняя в то же время функции регулирования в сфере международных экономических отношений.

12. Роль финансовых центров

Выполнение международной перераспределительной функции и перемещение кредитного капитала в большей степени присущи странам, территориям, где созданы льготные режимы регулирования финансовой деятельности нерезидентов для привлечения капитала иностранных банков и компаний.

Кредитные учреждения, специализирующиеся на операциях с иностранными юридическими и физическими лицами, осуществляют их на базе особых (внешних) счетов, отделенных от счетов резидентов внутреннего рынка и предоставляющих держателям налоговые скидки, освобождение от валютного контроля и другие льготы. Таким образом, внутренний рынок кредитных капиталов изолируется от внешнего, международного, а кредитные учреждения, находящиеся на территории страны и занимающиеся международными операциями, не

являются составной частью ее экономики. Пребывая на ее территории, они проводят внешние по отношению к данной территории операции с нерезидентами, а в отдельных случаях и с резидентами, если это допускается правилами валютного контроля. Поэтому центры международного кредита иногда называют офшорными, т.е. экстерриториальными.

Мировые финансовые центры — одна из составных частей мирового капиталистического хозяйства. Они представляют собой элементы, составляющие международный рынок кредитных капиталов: денежный рынок, рынок банковских кредитов и ценных бумаг. Сегодня в мире насчитывается огромное количество финансовых центров; одни их них возникли на базе национальных рынков капитала, другие — на базе международных рынков капитала.

Раньше для возникновения международного финансового центра необходимы были развитая национальная банковская система, крупная фондовая биржа и стабильная валюта. Образование финансовых центров было связано с уровнем экономического развития той или иной страны.

В настоящее время чаще всего достаточно наличия гибкого финансового законодательства, права открывать иностранные банковские отделения и филиалы; отсутствия налога на доходы или его льготного характера, упрощения процедуры для проведения биржевых и банковских операций и т.п. Современные финансовые центры не изолированы друг от друга, а являются частью единого мирового рынка капиталов. Теперь наряду с такими традиционными экстерриториальными финансовыми центрами, как Лондон, Париж, Цюрих, важную роль на международном рынке кредитных капиталов стали играть Сингапур, Гонконг, Бахрейн, Кипр, Панама и др.

Формирование современных центров происходило в 1960-х гг. под влиянием ряда факторов: относительного избытка капитала в отдельных звеньях мирового хозяйства; появления международных денег, развития институциональных основ этих центров. Наличие относительного избытка капитала в отдельных звеньях мирового хозяйства тесно связано с вывозом капитала, который особенно интенсивно осуществлялся в последние годы. Так, если за первые послевоенные годы он вырос на 72 млрд долл., то за 1960—1970-е гг. — на 222 млрд долл., к середине 1980-х гг. накопленная сумма частных прямых зарубежных инвестиций промышленно развитых стран составляла 667,9 млрд долл.

Быстрый рост вывоза капитала привел к возникновению нового явления — аккумуляции его в международной сфере, т.е. к появлению относительного избытка капитала в масштабе не только национального капиталистического, но и всего мирового хозяйства.

Важную роль сыграла и неравномерность распределения экспорта капитала на мировом рынке, что выразилось в изменении его направления: происходит интенсивное движение частного капитала между экономически развитыми странами. Это объясняется их большей по сравнению с развивающимися странами политической стабильностью и предоставлением государственных гарантий на репатриацию капиталов и прибылей.

Избыток капитала на мировых рынках связан также с положением в валютно-финансовой сфере: неустойчивость валютных курсов, вводимые ограничения на движение капитала сделали наиболее предпочтительной формой хранения денежных средств краткосрочные вклады. В результате этого рынок оказался перенасыщенным краткосрочными капиталами в ущерб долгосрочным, что привело к появлению так называемых горячих денег, блуждающих по миру в поисках спекулятивной наживы.

Быстрому росту вывоза капитала в значительной степени способствовало и интенсивное развитие государственного стимулирования экспорта капитала, причем поощрение спроса на кредитный капитал осуществлялось как на государственной, так и на межгосударственной основе, в частности, через Международный банк реконструкции и развития.

Благодаря весьма развитой банковской системе и либеральному финансовому законодательству Лондон быстро превратился в главный центр рынка евровалют и остается им по сей день. Постепенно такие центры распространились по всем населенным континентам и большинству часовых поясов. В настоящее время их насчитывается свыше 35. Наиболее крупные из них — Лондон, Токио (свыше 20% объема сделок рынка), Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майне (по 10%), Париж (7%), Цюрих, Женева (6%), Люксембург (4%), Амстердам, Брюссель (по 3%), Милан (2%), Торонто (1%). К другим центрам относятся Мадрид, Дублин, Гибралтар, Монако, Сент-Хелиер (о. Джерси, Нормандские о-ва), Валетта (Мальта), Никосия (Кипр), Лос-Анджелес, Сан-Франциско, Чикаго, Майами, Нассау, о-ва Кайман, Нидерландские Антилы, Панама, Гамильтон (Бермуды), Бриджтаун (Барбадос), Сент-Джонс (Антигуа), Сингапур, Сянган (бывший Гонконг), Манила, Тайбэй, Порт-Вила (Вануату), Бахрейн, Абу-Даби, Дубай, Бейрут, Кейптаун, Монровия (Либерия), Порт-Луи (о. Маврикий).

Развитие вненациональных финансовых центров неразрывно связано с созданием рынка евродолларов, обусловленного хронической пассивностью платежного баланса США, которая покрывалась долларами, оседавшими на депозитах в банках вне Соединенных Штатов. Еврорынок возник в Западной Европе в крупнейших мировых финан-

совых центрах (Лондон, Цюрих, Париж). Вместе с тем в 1960-е гг. начали действовать рынок латиноамериканских долларов, в основном в финансовых центрах Карибского моря — на Багамах, Каймановых островах, в Панаме, а также рынок азиатских долларов — в финансовых центрах Юго-Восточной Азии: Сингапуре и Гонконге. С 1970-х гг. функционирует рынок ближневосточных долларов с центром в Бахрейне.

Согласно данным информационного агентства «Рейтер», оборот фондовых рынков крупнейших мировых финансовых центров в 1996 г. составлял:

- Великобритания (Лондон): 6000 млрд долл. (облигации), 2300 млрд долл. (иностранные акции), 400 млрд долл. (национальные акции);
- Германия (Франкфурт-на-Майне): 6000 млрд долл. (облигации), по 1700 млрд долл. (иностранные и национальные акции);
- США (Нью-Йорк): 4200 млрд долл. (иностранные акции), 4000 млрд долл. (национальные акции);
- Франция (Париж): 1800 млрд долл. (облигации), 200 млрд долл. (национальные акции);
- Япония (Токио): 1700 млрд долл. (облигации), 300 млрд долл. (национальные акции);
- Швейцария (Цюрих): 400 млрд долл. (облигации), 300 млрд долл. (национальные акции);
- Россия (Москва): 200 млрд долл. (облигации);
- Гонконг: 100 млрд долл. (национальные акции).

13. Этапы развития рынка

Современный мировой рынок кредитных капиталов возродился в начале 1960-х гг. До этого в течение 40 лет он был парализован в результате мирового экономического кризиса 1929—1933 гг., Второй мировой войны, валютных ограничений. В первоначальный период этот рынок развивался медленно и преимущественно как мировой денежный рынок, где с конца 1950-х гг. осуществлялись краткосрочные операции (сроком до года) при спросе на долгосрочные ссуды. Пролонгация ссуд иногда до 15 лет способствовала активизации мирового рынка кредитных капиталов.

В послевоенные годы на мировом рынке валют и кредитных капиталов возникли сразу две новые структуры: международные валютно-финансовые организации, носящие государственный характер, и мировой частный рынок валют и кредитных капиталов. К первой относятся валютные фонды и инвестиционные институты как глобального

(МВФ, МБРР), так и регионального характера: Арабский валютный фонд, Центральноамериканский и Азиатский клиринговые союзы и т.п., а также соответственно ЕБРР, ЕИБ, Азиатский, Межамериканский, Исламский, Африканский и другие банки развития. Вторая представлена рынком евровалют, который по объемам операций значительно превосходит все остальные. Так, если (по состоянию на середину 1990-х гг.) национальные институты кредитования экспорта за весь послевоенный период предоставили займов на суммы свыше 1 трлн долл., а международные валютно-финансовые организации — на сумму 0,5 трлн, то годовой объем ссуд, выдаваемых рынком евровалют, достигал почти 20 трлн долл.

В 1950—1960-х гг. при наличии строгих валютных ограничений и существенных различий между национальными финансово-кредитными системами обращение транснационального финансового капитала могло опосредоваться функционированием лишь наднационального рынка кредитных капиталов, свободного от национального регулирования. Таким наднациональным рынком, операции которого не регулировались национальными государствами, и стал рынок евровалют, являющийся своего рода посредником между национальными рынками кредитных капиталов. В конце 1960-х гг. темпы его развития увеличились, а в 1970—1990-х гг. масштабы рынка кредитных капиталов стали огромными. Атрибутом мирового рынка кредитных капиталов является направление национального кредитного капитала за границу, в распоряжение иностранного банка или привлечение иностранного капитала.

В 1980—1990-х гг. в связи с дальнейшим углублением интернационализации хозяйственной жизни наступил новый этап в развитии мирового рынка кредитных капиталов. Развитие интеграционных процессов в экономике обусловило необходимость соответствующих изменений в финансово-кредитной сфере. В данный период обозначилась тенденция к укреплению финансовых связей между отдельными национальными хозяйствами, к значительному уменьшению различий между национальными рынками кредитных капиталов и еврорынком. Постепенно обособленность еврорынка от национальных рынков заменяется их переплетением и интегрированием в единый взаимосвязанный мировой рынок кредитных капиталов. К началу 1990 г. объем заимствований на этом рынке достигал 3,5 трлн долл., причем доля евровалютных операций, по различным оценкам, колебалась в пределах от 50—70 до 90% операций на региональных рынках.

Важнейшая особенность развития рынка кредитных капиталов в 70—80-е гг. — углубление его интернационализации, которая проявляется прежде всего в увеличении масштабов международной миграции

капитала, опережающем развитии международного кредита по сравнению с национальным, а также в интеграции региональных и национальных рынков кредитных капиталов.

Важнейшая черта современности — усиливающийся процесс интернационализации (глобализации) мировой экономики, приведший к качественной трансформации характера и структуры международного рынка валют и кредитных капиталов, который ранее представлял собой совокупность отдельных национальных рынков. Операторами этого конгломерата являлись крупнейшие банки промышленно развитых держав, осуществлявшие валютно-конверсионные и кредитно-финансовые операции в национальных валютах и на условиях, сложившихся на внутренних рынках денег и капиталов.

В настоящее время эти рынки продолжают сохранять монопольное положение (с помощью создания при участии бюджетных средств национальных экспортно-импортных банков и специальных страховых институтов) в области осуществления льготного финансирования внешней торговли, прежде всего машинами и оборудованием и сопутствующими товарами и услугами. Они также играют важную роль в валютном и кредитном обслуживании международных операторов, а также в таких коммерческих видах кредитования экспортно-импортных сделок, как лизинг, форфейтинг и факторинг.

Интенсификация процессов производства, углубление экономической и политической взаимозависимости государств изменяют и качественно преобразуют валютно-кредитные отношения между ними, приводят к переплетению и взаимодополнению национальных рынков кредитных капиталов и фондовых ценностей. Интернационализация рынков капитала связана прежде всего с приграничным объединением международных финансовых рынков и в меньшей степени — денежных рынков, рынков банковских займов и депозитов. Она измеряется непосредственно объемом операций на международных рынках и относительно соответствующих операций на внутренних рынках.

Объем и изменение операций в стоимостном отношении показывают доступ на международные рынки капиталов. Этот показатель растет по всем секторам рынка капиталов. Так, выпуск ценных бумаг все больше осуществляется на международных рынках. Сумма международных облигаций поднялась с 574 млрд долл. в 1985 г. до 2 трлн в июне 1994 г., а объем международных банковских займов за этот период утроился, достигнув 4 трлн долл. Приведенные данные отражают не только рост эмиссии, кредитов, но и повышение курса ценных бумаг, учетных ставок. Поэтому физическое увеличение сделок несколько меньше.

Оборот вторичного рынка ценных бумаг растет еще быстрее. Продажи валюты на мировом рынке увеличиваются параллельно с объе-

мом сделок с ценными бумагами — свыше 1 трлн долл. в день, т.е. рост в 25 раз с 1980 г., а с учетом внешнеторговых сделок еще выше. Соотношение стоимости валютных и торговых операций возросло с 10 : 1 в 1980 г. до 60 : 1 в 1992 г.

Относительные показатели международных операций на рынках капиталов также быстро растут. Финансовые операции, пересекающие границы, в большинстве промышленно развитых стран поднялись с 10% в 1980 г. до более 100% ВВП в 1992 г.

Ведущей силой активизации международных операций выступает процесс институционализации сбережений, сосредоточения их в руках небанковских кредитных учреждений. Общие активы 300 крупнейших американских институциональных инвесторов поднялись с 30% ВВП в 1975 г. до более 110% ВВП в 1993 г. Подобный рост активов произошел и других странах. Процесс институционализации сбережений способствует международной диверсификации портфельных вложений, интернационализации рынков капитала.

Помимо указанных существуют и другие подходы к выявлению тенденций и уровней интернационализации рынков капитала. Один из них исходит из наличия барьеров на пути движения капитала; при другом изучается размер выравнивания прибыли на соответствующие активы, реализуемые на различных рынках; третий подход исходит из сравнения внутренних инвестиционных портфелей ценных бумаг с высоко интернационализированными портфелями подобных ценных бумаг, которые обычно относят к мировым, глобальным рынкам капитала. Соотношение операций, пересекающих границы, и держание портфелей иностранных ценных бумаг подтверждают наличие тенденции к интернационализации рынков капитала.

Исследования показывают, что инвесторы в ведущих промышленно развитых странах до сих пор привязаны к своей стране, позволяя ограниченную международную диверсификацию активов. Американские инвесторы, например, держат 94% пакетов активов в форме американских ценных бумаг, в Японии, Германии, Британии эта доля превышает 85%. 300 крупнейших пенсионных фондов мира в 1991 г. имели только 7% активов в иностранных ценных бумагах. Об этом говорит и доля иностранного владения государственным долгом западных стран: во Франции она не превышает 32%, в США, Канаде, Германии — 20—28, Великобритании — 12,5, Японии — 5,6% в 1992 г. Национальное владение ценными бумагами также является высоким на фондовых биржах: 96% — в США, 92 — в Японии, 76 — в Германии, 89% — во Франции. На это влияют многие факторы, включая высокую стоимость международных операций, неуверенность в отношении ожидаемых прибылей, незнание иностранных рынков и законов о на-

логообложении. Но остается фактом, что процесс интеграции рынков капитала развивается.

Кредитные капиталы ведущих промышленно развитых стран все больше становятся интегрированной частью мирового рынка кредитных капиталов, т.е. национальные рынки кредитных капиталов все теснее сращиваются с региональными. Таким образом, происходит интеграция их в единый мировой рынок кредитных капиталов, на котором концентрируются спрос и предложение на этот капитал в рамках всего мирового хозяйства. Следовательно, мировой рынок кредитных капиталов — это рынок, на котором осуществляется движение кредитного капитала между странами. С функциональной точки зрения он представляет собой систему рыночных отношений, обеспечивающих аккумуляцию и перераспределение кредитного капитала между странами, с институциональной — совокупность институтов, через которые осуществляется движение кредитных капиталов между странами.

14. Воздействие на экономику

Взаимодействие между национальными, региональными и мировым рынками кредитных капиталов меняется в зависимости от стадии развития мировой экономики, степени интернационализации производства и капитала.

Постоянное перемещение капитала через национальные границы, обусловленное углубленной интернационализацией производства, превратило международные кредитные отношения в неотъемлемую часть мирохозяйственных связей. Начиная с последней трети нынешнего столетия кредитные рынки стали функционировать как не локальные структуры, а совокупности, объединенные общими закономерностями развития, что позволяет говорить о формировании мировой кредитно-финансовой системы, включающей движение облигационных, банковских займов, портфельных, прямых капиталовложений, а также экономическую помощь.

Мировой кредитный и финансовый рынок, в том числе еврорынок, играют и позитивную, и негативную роль. С одной стороны, аккумуляция и перераспределение денежных средств в мировом масштабе стимулирует развитие производительных сил, мирохозяйственных связей, концентрации, централизации капитала, интернационализации внешнеэкономической деятельности стран. С другой — деятельность еврорынка способствует обострению противоречий воспроизводства. Особенности международных валютных, кредитных, финансовых операций (автономность, быстрота оформления, неподконтрольность нацио-

нальным органам) делают их фактором нестабильности валютной и денежно-кредитной систем, экономики в целом.

Во-первых, межстрановое перемещение евровалют и капиталов, которое зависит от фазы цикла, колебаний процентных ставок, направления экономической политики страны, влияет на национальную экономику и часто противоречит денежно-кредитной политике страны. Спекулятивные потоки евровалют и капиталов усугубляют нестабильность национальной экономики, затрудняют ее выход из кризиса. Во-вторых, обмен евровалют на национальные валюты способствует расширению кредитной экспансии внутри страны. В-третьих, мировой кредитный и финансовый рынок оказывает влияние на платежный баланс. Например, отлив долларов из США на еврорынок увеличивает объем иностранных требований к американским банкам, усиливая дефицит платежного баланса страны по текущим операциям. В-четвертых, межстрановое перемещение огромных масс краткосрочных капиталов оказывает давление на динамику валютных курсов и процентных ставок. В-пятых, международные кредитные и финансовые операции, особенно евровалютные, служат своеобразным передаточным механизмом влияния изменений денежно-кредитной и валютной политики одной страны на другую. Так, политика высоких процентных ставок в США в начале 1980-х гг. вынудила страны Западной Европы повысить свои процентные ставки для сдерживания отлива капиталов и затруднила проведение ими денежно-кредитной политики, стимулирующей их выход из экономического кризиса. С середины 80-х гг. по решению пяти ведущих держав проводится согласованное снижение процентных ставок, однако сохраняется разница в их уровнях.

Уже с 1970-х гг. развитые страны предприняли различные меры для отграничения национальных рынков капиталов от еврорынка в целях контроля над его деятельностью. Большинство стран пытались контролировать выход национальных кредиторов и заемщиков на мировой рынок кредитных капиталов, а также доступ иностранных заемщиков на местный рынок, регламентировать участие национальных банков в еврорынке. После переговоров «группы десяти» весной 1979 г. достигнута договоренность о введении умеренного контроля над еврорынком в следующих формах:

• коммерческие банки обязаны представлять в национальные органы банковского контроля консолидированные балансы, включая данные по заграничным отделениям и расширенные сведения о кредитах на еврорынке;

• США и ФРГ предложили ввести минимальные резервные требования по еврооперациям, но другие страны отвергли это предложение, так как не во всех странах применяется данный метод кредитного регу-

лирования. США в октябре 1979 г. ввели 8%-ные минимальные резервные требования по евродолларовым депозитам в национальных банках;

• поставлен вопрос об улучшении сбора информации о еврорынке;

• создан пул из сотни банков Западной Европы для регулирования операций ТНБ на еврорынке и т.д.

В связи с банкротствами и потерями банков от спекулятивных операций на еврорынке в середине 1970-х гг. был создан Комитет по банковскому регулированию и практике контроля при БМР из представителей национальных органов банковского контроля 12 стран. В целях обеспечения ликвидности и платежеспособности зарубежных отделений банков и их дочерних компаний в 1975 г. подписан Базель-конкордат, обновленный в 1983 г. Однако эта мера не повысила ответственность банков за операции на еврорынке. В условиях кризиса платежеспособности развивающихся стран и ухудшения ликвидности банков Комитет подготовил в 1984 г. новые рекомендации, направленные на повышение ответственности банков за свою деятельность, особенно международные операции. Но эти меры не были согласованы, поскольку большинство стран выступили за ограничение вмешательства государства в регулирование банковского риска.

Ежегодные совещания «семерки» направлены на координацию экономической политики ведущих стран, надзор за состоянием экономики, что оказывает определенное влияние на мировой рынок кредитных капиталов.

Попытки введения контроля над еврорынком не дали ожидаемых результатов. Требование предоставления банками консолидированной отчетности по международным операциям натолкнулось на трудности, связанные с различной бухгалтерской практикой, национальным банковским законодательством и банковской тайной. Введение минимальных резервных требований по еврооперациям банков не всегда совместимо с национальным кредитным регулированием отдельных стран и чревато ухудшением положения местных банков по сравнению с иностранными. Возможности центральных банков и национальных органов контроля воздействовать на процентные ставки, размер и условия операций на еврорынке ограничены.

Попытки регулирования еврорынка направлены не столько на установление контроля, сколько на координацию действий национальных банков и их приспособление к еврорынку.

И все же мировой рынок кредитных капиталов, особенно его важнейший сектор — еврорынок, находится вне сферы национального и международного контроля. Особенность еврорынка состоит в отсутствии резервных требований по депозитам и кредитам (за исключением отдельных стран), а также лимитов на размер процентных ставок. Это

способствует неконтролируемому движению огромных масс кредитного капитала, минуя государственные границы и регламентацию, вызывая внезапное вторжение «горячих» денег на национальные рынки кредитных капиталов, или бегство капиталов, увеличение спекулятивных операций.

Наглядный тому пример — крах на Гонконгской фондовой бирже 23 октября 1997 г. Он ознаменовал начало мирового финансового кризиса, охватившего страны не только Азиатско-Тихоокеанского региона, но и Западной Европы, США, Латинскую Америку, Россию и др. Падение индекса корпоративных бумаг на 14% в Гонконге привело к падению курсов валют Малайзии, Сингапура, Филиппин, Индонезии и других стран, на Нью-Йоркской фондовой бирже индекс Доу—Джонса упал на 554 пункта.

В качестве причин кризиса выделяют:

• спекулятивные атаки, направленные на получение прибыли из-за резких колебаний финансовых рынков;

• переоцененность фондовых рынков, их «перегрев», а так как за фазой подъема всегда следует фаза спада, многие менеджеры инвестиционных компаний переводят свои средства на другие рынки;

• высокая степень взаимосвязи национальных экономик в системе мирового хозяйства;

• интернационализация финансовых рынков, начавшаяся еще с 1970-х гг. в рамках промышленно развитых стран, а в 1990-е гг. переместившаяся и на регион развивающихся стран.

Контролируемость мирового рынка капитала еще больше падает по мере его интернационализации.

15. Российские реалии

Стремление России к интеграции в мировое хозяйство предполагает ее активное участие в международных валютно-финансовых и кредитных отношениях. Чтобы стать полноправным участником этих отношений, России предстоит решить немало проблем. При этом стратегическая задача ее валютной политики — введение свободного обмена рубля на конвертируемые валюты. Это предполагает наличие сбалансированного и открытого (в рамках избранной стратегии) для нерезидентов внутреннего рынка товаров, услуг, капитала, валют, отмену валютных ограничений. Курс рубля к конвертируемым валютам обеспечивает связь экономики России с мировым рынком.

В России фактически уже поддерживается возможность конверсии рубля при наличии ряда валютных ограничений. Для полной отмены ва-

лютных ограничений потребуется политическая, экономическая и финансовая стабилизация, накопление существенных золотовалютных резервов, отработка валютного механизма сотрудничества со странами СНГ. Следует указать, что еще в 1996 г. Россия подписала статью VII Устава МВФ, в результате чего рубль стал конвертируемой валютой в платежах и переводах.

Важным шагом для российского рубля как валюты, признаваемой мировым экономическим сообществом, стала торговля срочными контрактами (фьючерсами) на рубль на Чикагской товарной бирже (ЧТБ) в США. В апреле 1998 г. ЧТБ стала использовать российский рубль как двенадцатую валюту, с которой Биржа проводит срочные сделки. Сумма контракта составила 500 тыс. руб., срок исполнения — шесть месяцев. Российские банки получили возможность участвовать в торгах на ЧТБ. Для нерезидентов это явилось дополнительной возможностью хеджироваться при вхождении на российский рынок. Вместе с тем после открытия торгов на американской бирже возросло воздействие на российский рынок со стороны мировых спекулянтов. Центральному банку России, который до начала 1998 г. был крупнейшим игроком на рынке фьючерсных валютных сделок, стало сложнее регулировать рынок, особенно в случае очередного мирового финансового кризиса.

Еще до открытия торгов по российскому рублю на ЧТБ Россия стала пятой по счету восточноевропейской страной после Чехии, Венгрии, Польши и Словакии, чьи производные ценные бумаги — фьючерсы и опционы — стали обращаться на Австрийской бирже деривативов, являющейся отделением Венской фондовой биржи. Для торговли российскими фьючерсами и опционами Австрийской биржей разработан специальный страновый индекс, в качестве его базовой основы использован индекс РТС (официальный индикатор Российской торговой системы).

Для скорейшей интеграции России с европейскими фондовыми рынками Венская биржа планирует предоставить российским инвесторам, эмитентам и брокерским компаниями доступ к торговым площадкам Европы через терминалы биржи. Положительным эффектом присутствия Венской фондовой биржи в России станет повышение ликвидности российского фондового рынка, появление новых каналов торговли и экономия затрат членов биржи за счет «эффекта масштаба». Интеграция российского фондового рынка с его европейскими аналогами посредством Венской фондовой биржи отражает не только объективную реальность географического положения, но и тенденцию к глобализации и интеграции европейских рынков.

Интеграция России в мировые финансовые рынки дает возможность участия в международном рынке прямых и портфельных инве-

стиций, а также кредитного капитала. В 1990-е гг. деятельность России на мировом кредитно-финансовом рынке выглядит весьма плодотворной. В мае 1992 г. Россия вступила в Международный валютный фонд. В тот же период начинается ее сотрудничество с группой Мирового банка, включающего ряд международных финансовых организаций (МБРР, МФК, МАР, МАГИ).

Мировые финансы являются важным фактором финансовой стабилизации России. За счет внешних заимствований во второй половине 1990-х гг. Россия покрывала до 50% бюджетного дефицита страны.

Наиболее крупные кредиты Россия получает от МВФ. Предоставление их связано с соблюдением ряда требований, а именно:

- наличием прогнозируемой, последовательной экономической политики;
- наличием утвержденного до начала нового финансового года федерального бюджета;
- сохранением стабильного налогового режима.

Выделение кредитов осуществляется на основе ежегодного заключаемых соглашений об экономической политике между Правительством и Центробанком РФ, с одной стороны, и МВФ — с другой. В этих соглашениях определяются основные параметры макроэкономической политики России на период кредитования.

С 1992 по 1996 г. включительно Россия получила от МВФ 10,5 млрд долл. Наиболее значительными шагами сотрудничества России с МВФ стало предоставление ей резервного кредита «стенд бай» № 1 в 1992 г., программа кредитования системной трансформации в 1993 г. и резервный кредит «стенд бай» № 2 в 1995 г. Из трех перечисленных программ Россия выполнила лишь последнюю. Целью этой программы было достижение финансовой стабилизации — соблюдение ограничений на рост индикаторов и бюджетного дефицита, обеспечивающих снижение инфляции и стабилизацию курса рубля.

В 1996 г. вступило в силу четвертое соглашение с МВФ — программа расширенного кредитования сроком на три года. В связи с этим Правительством РФ принят ряд решений во внешнеэкономической области, прежде всего отказ от количественных ограничений на экспорт и импорт.

Взаимодействие России с МБРР строится в зависимости от отношений, складывающихся с МВФ. Если эти отношения благоприятны и МВФ удовлетворен ходом реформ в России, МБРР, как правило, в свою очередь предоставляет кредиты России на весьма льготных условиях. Банк предоставляет России кредиты двух видов: необусловленные и обусловленные определенными действиями Правительства РФ по коррекции своей структурной экономической политики.

Основная масса предоставленных России кредитов либо привязана к поставкам товаров, либо обусловлена определенными нормами (уровень инфляции, бюджетного дефицита и др.), либо выделена на кредитование инвестиционных проектов. Такие кредиты не реализуются, а некоторые из них могут оказаться и не востребованными.

Набирает темпы сотрудничество России с другими влиятельными финансовыми структурами. Россия, имея статус наблюдателя в Азиатском банке развития (АзБР), в 1997 г. стала его полноправным членом, приобретя широкие возможности для расширения своего экспорта в рамках программы помощи АзБР странам СНГ и Вьетнаму. В перспективе — налаживание взаимодействия с Черноморским банком торговли и развития, Ближневосточным и Североафриканским банком, Межамериканским банком развития.

При всей важности помощи международных финансовых организаций России их роль и значение в развитии российской экономики, влияние на экономические реформы достаточно ограниченны.

С середины 1990-х гг. наша страна активно осваивает европейский рынок капиталов. За три года Россия разместила четыре транша еврооблигаций.

Выпуск российских евробондов номинирован в американских долларах, немецких марках, итальянских лирах.

Заимствования на внешнем рынке обходятся России значительно дешевле, чем на внутреннем. Привлекательность еврооблигаций обусловлена большой емкостью данного рынка и отсутствием ограничений, которые, как правило, имеются в кредитах международных организаций или правительств других стран. Кроме государственных российских евробондов облигации на европейском рынке размещают Москва и Санкт-Петербург, ряд других субъектов Федерации (например, Татарстан, Московская область, Нижегородская область, Красноярский край и др.). Стали популярными заимствования через вклады еврооблигаций для крупных российских предприятий, банков.

На рынке еврооблигаций до сих пор обращаются облигации, выпущенные в конце 1980-х гг. Внешэкономбанком СССР. Их сумма оценивается примерно в 1 млрд долл. Обслуживание долга и погашение по нему производятся точно в срок.

Осуществляя те или иные заимствования за рубежом, в 1990-е гг. Россия стала одним из крупнейших должников в мире. По размеру внешнего долга, оцениваемого на начало 1998 г. в 130,8 млрд долл., Россия заняла третье место в мире, уступая лишь Мексике (165,7 млрд долл.) и Бразилии (159,1 млрд долл.). Основная часть российского внешнего долга перешла по наследству от бывшего СССР — 97,8 млрд долл., а долги самой России составляют лишь 33,8 млрд долл.

Для улучшения платежной ситуации и обеспечения бюджета по части долговых обязательств Россия в 1982 г. пыталась заключить соглашения с кредиторами о реструктуризации задолженности и отсрочке выплат. В 1996 г. подписано первое такое соглашение рамочного типа со странами Парижского клуба, объединяющего страны-кредиторы, о 25-летней реструктуризации бывшей советской задолженности государствам — членам этого клуба в размере 42 млрд долл. Условия соглашения предоставили России шестилетний льготный период, в течение которого должны выплачиваться только проценты по долгу. Сам долг начнет выплачиваться после 2002 г. в течение 20 лет. В соответствии с этим документом заключены конкретные соглашения со многими странами — членами клуба.

В октябре 1997 г. подписано соглашение о реструктуризации долга с Лондонским клубом банков-кредиторов (долг — 32,3 млрд долл.), которое предусматривает 25-летнюю отсрочку по выплате основного долга (24 млрд долл.). Накопившиеся проценты по долгу (8,3 млрд долл.) будут обслужены путем выпуска облигаций с 20-летним сроком погашения.

Национальное богатство России оценивается почти в 400 трлн долл. Хотя российские чиновники ежегодно берут взятки в размере свыше 6 млрд долл., а граждане вывозят из страны, как минимум, 20 млрд долл. в год, по мнению некоторых оптимистично настроенных экономистов, такое положение дел не катастрофично.

Россия не только должник, но и солидный кредитор для многих стран. Так, долг развивающихся стран России в 1993 г., по разным оценкам, составил 140—176 млрд долл. Как видим, эти цифры значительно превышают долг России Западу.

В сентябре 1997 г. Россия стала полноправным членом Парижского клуба стран-кредиторов. Членство в клубе существенно расширяет возможности возвращения долгов. Участие в клубе предполагает дисконтирование долгов до примерно 12 млрд долл. Но это реальные деньги. По некоторым оценкам, речь может идти о 300—500 млн долл. ежегодных выплат России ее должниками.

Ниже приведены суммы долгов (на конец 1997 г.) крупнейших должников России (млрд долл.):

- Куба — 20;
- Монголия —8,5;
- Индия — 7,9;
- Алжир — 4;
- Сирия — 13;
- Афганистан — 8,2;
- Йемен — 6,7;

- Мозамбик — 3;
- Вьетнам — 9,5;
- Ирак — 8;
- Эфиопия — 5,5.

Россия является также кредитором стран СНГ, и их долг в последние годы возрастает. Текущая задолженность стран СНГ России составляет 9 млрд долл. Основные должники — Украина, Казахстан, Узбекистан и Белоруссия. Исходя из того, что финансово-кредитная система стран СНГ находится на стадии становления и многие страны — члены Содружества не в состоянии рассчитаться с долгами, целесообразнее проводить зачет долгов поставками товаров, которые можно было бы выгодно продать на российском рынке.

Быстро растущий мировой рынок кредитных капиталов стал важным фактором международных экономических отношений.

Международная миграция капитала объективно ведет к укреплению внешнеэкономических и политических связей стран в мировом хозяйстве, к росту их взаимосвязи и взаимозависимости, а также к увеличению экономического и технического потенциала стран, к росту благосостояния отдельных национальных экономик и мирового хозяйства в целом.

К сожалению, международные рынки нестабильны, и эта нестабильность может еще больше возрасти в ближайшем будущем, если не будут приняты насущные меры по усилению контроля над рынками.

Главная проблема заключается здесь в том, что глобализация мировой экономики и хозяйства произошла, но соответствующего усиления мирового сообщества не произошло. Такие международные организации, как ООН, оказались неспособны подняться до уровня интернационального правительства, а финансовые организации (МВФ) сами подвергаются жесткой критике.

Роль объединяющего лидера на международной арене могли бы взять США, но они прекрасно себя чувствуют, действую по принципу «разделяй и властвуй».

Поэтому следя за событиями у нас в стране, невольно начинаешь думать, что Россия находится на поворотном моменте своего пути, когда так дорого время. Очевидно, что без инвестиций, которые должны прийти с мирового рынка кредитных капиталов, нам придется очень сложно. До тех пор пока не создана необходимая для этого инфраструктура, категория свободы, в том числе и экономической, отходит на задний план.

Нам сейчас нужны кредиты, но только для того, чтобы выплатить уже существующие долги. В то же время, по самым скромным оценкам, сбережения населения России, не положенные даже в банк, рав-

ны 40 млрд долл. Если прибавить к этому как минимум 20 млрд долл., которые ежегодно утекают за ее пределы, то выплата государственного долга и процентов по нему не являлась бы неразрешимой проблемой.

16. Долгосрочный кредитный капитал

Общий объем долгосрочного кредитного капитала, привлекаемого из-за рубежа, составлял в начале 1990-х гг. 450—650 млрд долл. в год, в 1994 и в 1995 гг., соответственно, 865 и 975 млрд долл. За пятилетие объем заимствований на внешнем рынке увеличился более чем вдвое.

В 1990-е гг. во всем мире на долю международных облигационных займов (или международных облигаций) приходилось примерно 70—75% всех привлекаемых извне кредитных капиталов (остальные 25—30% — кредиты банков). Причем особую роль играет рынок еврооблигаций (более 60% всех привлеченных ресурсов или свыше 80% всех международных займов, оформленных долговыми ценными бумагами).

Стоимость заимствования на внешнем рынке зависит от общего состояния мировой экономики и рынков капитала в ведущих финансовых центрах мира, прежде всего США, а также рейтинга эмитента. В январе — марте 1997 г. купонная ставка по среднесрочным (35 лет) облигациям первоклассных заемщиков, имеющих наивысший рейтинг, составляла 6,25—6,35%, а доходность (с учетом того, что облигации редко размещаются по номиналу) — 6,3—6,4%. В тот же период доходность по государственным облигациям США с теми же сроками погашения составляла 6,00—6,26% годовых.

Чем ниже рейтинг, тем выше процентная ставка и ее доходность.

С позиции заемщика следует учитывать также понесенные им расходы при эмиссии и размещении своих долговых обязательств, основным из которых является вознаграждение профессиональным участникам рынка (менеджерам займа, агентам по размещению и т.п.). Его величина опять-таки зависит от рейтинга эмитента и колеблется от 0,2 до 2,5% стоимости размещаемых ценных бумаг. В последние же годы в связи с усилением конкуренции на рынке наблюдается снижение стоимости вознаграждения, которая уже редко превышает 1%. Кроме того, сюда следует добавить расходы рейтинговому агентству и плату за листинг на фондовой бирже.

Еврооблигации выпускаются крупными, в основном транснациональными корпорациями, международными организациями (например, Мировым банком) и государственными органами для продажи

инвесторам во всем мире. При выпуске облигаций правительственными агентами или местными органами власти обычно требуются правительственные гарантии.

От половины до двух третьих всех еврооблигационных займов приходится на корпорации, оставшаяся часть (примерно поровну) — на правительства, правительственные органы и международные организации.

Среди эмитентов — муниципальных органов власти наибольшую активность на рынке еврооблигаций проявляют правительства германских земель, провинций Канады и штатов Австралии. Из последних примеров выхода муниципальных органов власти на рынок еврооблигаций — выпуск среднесрочных облигаций городом Нью-Йорк в январе 1997 г. на сумму 300 млн долл.

В 1990-е гг. на рынок еврооблигаций вышли правительства ряда восточноевропейских стран. России удалось впервые разместить собственные еврооблигации (не считая еврооблигаций Внешэкономбанка СССР) в ноябре 1996 г.

Обычно эмитенты рынка еврооблигаций имеют высокий рейтинг. Корпорации с высшим рейтингом (*Triple A*) имеют возможность выйти на рынок евродолларовых облигаций, установив процентную ставку на уровне, превышающем ставки по облигациям Правительства США лишь на 2555 базисных пунктов. В тоже время известны случаи размещения займов эмитентами из Южной Америки (Бразилии) на 600 базисных пунктов выше процентной ставки по федеральным облигациям США. То есть высокий кредитный рейтинг не является абсолютно обязательным условием размещения займа. Более высокий рейтинг просто позволяет удешевить заем, установив более низкую процентную ставку.

Основными операторами на рынке еврооблигаций выступают крупнейшие банки и компании по ценным бумагам.

Изначально рынок еврооблигаций был рынком нерегулируемым. Необходимость выработки правил игры привела к созданию *ISMA* и связанной с ней группы Международной ассоциации первичных дилеров (*International Primary Market Association*). В начале 1990-х гг. в *ISMA* насчитывалось 866 членов, в том числе 166 из Великобритании, 138 — из Швейцарии, 57 — из Германии, 60 — из Люксембурга. Штабквартира *ISMA* находится в Швейцарии, однако бóльшая часть работы проводится в Лондоне, где расположен секретариат.

ISMA предоставляет всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг, а также проводит образовательные семинары с выдачей дипломов для работы на международных фондовых рынках.

Поскольку основным центром торговли еврооблигациями был и остается Лондон, деятельность *ISMA* в основном осуществляется в Сити. Согласно законодательству Великобритании *ISMA*, с одной стороны, имеет статус специальной биржи, а с другой — признается Советом по ценным бумагам и фьючерсам (*SFA*) — международной саморегулируемой организацией, в ведении которой находится рынок евробумаг.

Профессиональные участники рынка евробумаг, действующие в Лондоне, обязаны соответствовать всем требованиям регулирующих органов этой страны, в первую очередь Управления по ценным бумагам и инвестициям (*SIB — Securities and Investment Board*) и Совета по ценным бумагам и фьючерсам (*SFA — Securities and Futures Authority*).

Глава 5

ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Проектное финансирование — это финансирование долгосрочных проектов развития инфраструктуры, промышленности, а также оказания коммунальных услуг с использованием специфических финансовых инструментов с отсутствующим или ограниченным регрессом. В результате заемные и собственные средства, используемые для финансирования проекта, возвращаются за счет денежных потоков, обеспеченных реализацией проекта. Другими словами, проектное финансирование — это структура заимствований, возврат средств при которой базируется на первоочередном использовании генерируемых проектом денежных потоков. При этом все активы, права и выгоды выступают в качестве ценных бумаг вторичного рынка и в свою очередь используются в качестве обеспечения. Проектное финансирование особенно привлекательно для частного сектора экономики, поскольку дает возможность забалансового финансирования крупных проектов.

Таким образом, проектное финансирование подразумевает развитие финансовых структур и реализацию капиталоемких проектов, в первую очередь инфраструктуры, в условиях ограниченного регресса. Данный способ финансирования проектов предполагает, что в случае неудачи кредиторы имеют ограниченное право перевода на заемщика ответственности за погашение кредита (обычно данное право ограничено стоимостью имущества, созданного за счет заемных средств в ходе реализации проекта).

В международных экономических отношениях проектное финансирование вызывает глобальный интерес. На развивающихся рынках, например, проектное финансирование дает возможность хорошо структурированным и экономически обоснованным проектам быть реализованными даже в случае, когда организаторы проекта не в состоянии предоставить необходимый объем финансирования и взять на себя все риски, связанные с реализацией проекта. Разработанный механизм разделения инвестиционных затрат, рисков и вознаграждения между заинтересованными сторонами позволяет повысить вероятность привлечения необходимых средств и, соответственно, реализацию проекта.

Проектное финансирование как вид финансирования и с помощью заемных средств, и через продажу пакетов акций отличается высокой эффективностью и отчасти поэтому является универсальным инструментом, необходимым для развития, как правило, конкретного проекта материнской компании-спонсора. Выплаты процентов и основной части долга осуществляются из денежных потоков данного проекта. Риски, как и доход от проекта, спонсор делит с привлеченными инвесторами — держателями акций и кредиторами различных уровней. Поэтому при вложении средств в проект инвесторы смотрят прежде всего на доходность проекта, а не на способность спонсора возместить ущерб в случае, если проект провалится.

Основное отличие проектного финансирования от обычного привлечения заемного капитала для реализации проекта состоит в источнике средств для погашения долга и убытков по проекту. При простом привлечении заемного капитала таким источником являются средства спонсора, тогда как при проектном финансировании эту роль выполняют только денежные потоки данного проекта.

Проектное финансирование может быть двух видов:

- без права регресса (компания-спонсор не несет обязательства по долгам и убыткам проекта);
- с ограниченным регрессом (компания-спонсор несет определенные оговоренные обязательства по долгам и убыткам проекта).

Проектное финансирование обычно предоставляется крупными международными финансовыми организациями. Наиболее известны в этой области Международная финансовая корпорация (*IFC*) и Европейский банк реконструкции и развития (*EBRD*).

Коммерческое кредитование предполагает, что заемщик отвечает по кредиту всем бизнесом. Проектное финансирование в классическом понимании означает, что единственный источник возврата инвестиций — отдача от конкретного проекта. Таким образом, даже обремененная долгами компания, начавшая перспективный проект, может рассчитывать на проектное финансирование. Риск в этом случае будет поделен между заемщиком и инвестором.

Проектное финансирование в 1970—1980-х гг. стало подлинным спасением для погрязшей в долгах корпоративной Америки. В России с ее нестабильностью и непрозрачностью бизнеса проектное финансирование в чистом виде практически не встречается. Обычно в России распространены различные модификации других кредитных программ: кредит под долю в капитале предприятия, лизинг, синдицированное кредитование, кредитование под залог, инвестиционное кредитование и т.п. Ситуация может измениться по мере появления в стране иностранных финансистов. Стимулом для них является баналь-

ное стремление к большей прибыли при более высоком по сравнению с обычным кредитом риске финансирования проекта.

Итак, в основу проектного финансирования положена идея финансирования за счет доходов, которые принесет проект в будущем. Таким образом, проектное финансирование позволяет компаниям существенно снизить расходы по развитию предприятия за счет получения сравнительно недорогих инвестиционных кредитов.

Второй важный момент. Проектные инвестиции с юридической точки зрения не ведут к увеличению долговой нагрузки непосредственно на компанию. Другими словами, долг «вешается» на сам проект, а компания может привлекать заемные ресурсы на свои текущие нужды, не опасаясь сокращения кредитного лимита. Наоборот, с помощью проектного финансирования компания, уже обремененная долгами, может получить доступ к дополнительным ресурсам, но использовать их не по назначению не получится.

Еще один, технический плюс проектного финансирования в том, что оно подразумевает множество форм предоставления средств. Помимо прямых инвестиций возможно создание различных совместных предприятий, выпуск долговых бумаг или создание синдикатов по финансированию проекта. Это делает возможным, например, создание под проект новой компании, которая формально не будет иметь отношения к уже существующим. Хотя прибегать к проектному финансированию с вхождением инвестора в капитал компании может быть опасно: в случае форс-мажора риск потерять компанию — перспективную, но испытывающую временные трудности, — вполне реален.

При рассмотрении проектов под финансирование банки очень дотошны. Банковские специалисты буквально препарируют бизнес-план, отчетность и бизнес-процессы компании. Если проект представляется банку эффективным, заемщик соблюдает все основные требования и своевременно предоставляет в банк все необходимые документы, рассмотрение заявки на получение финансирования занимает два-три месяца. Хотя известны случаи, когда анализ проекта затягивался на несколько лет.

Бизнес-план — центральный документ при рассмотрении проекта кредитором. В связи с этим очень важно правильно отразить в нем все преимущества проекта, обосновать экономический эффект и осознать проектные риски. Подробный бизнес-план должен содержать описание рынка, суть проекта, его стоимость и предполагаемую структуру финансирования, т.е. соотношение собственных и заемных средств. Также в бизнес-плане прописывается финансовая модель с расчетом потока денежных средств по проекту. Достаточно часто приходится встречаться с непониманием руководителями предприятий важности

разработки бизнес-плана. А ведь именно этот документ иллюстрирует предполагаемый ход развития бизнеса и дает возможность еще на бумаге обнаружить будущие проблемы. Впрочем, значение бизнес-плана не стоит и переоценивать. Ведь все итоговые расчеты специалисты банка будут строить по своим моделям.

Следующий этап прохождения проекта — *анализ денежных потоков*. Экономическая эффективность проекта выражается в способности клиента и проекта обеспечить достаточный приток денежных средств, позволяющий даже при неблагоприятном сценарии обслуживать и погашать кредит. Одной из гарантий такого разделения рисков считается возможность инициатора проекта выступить в качестве одного из соинвесторов проекта. Доля участия компании в капитале должна быть не менее 20—30% стоимости проекта. Если же собственных средств нет, банк, как правило, рекомендует увеличить уставный капитал за счет привлечения новых акционеров в проектную компанию или сам становится акционером, если проект соответствует его инвестиционной политике.

Для масштабного и сложного проекта единовременное принятие решения обычно невозможно, потому что часть необходимой для этого информации и документации вырабатываются в ходе реализации проекта. Для таких проектов характерно наличие предварительных этапов, на которых проводится сбор и анализ информации. Например, банки интересует сектор экономики, где работает клиент, и оценка прозрачности бизнеса компании. Бизнес клиента анализируется не только с точки зрения официальных требований бухгалтерской и других отчетностей. Важно посмотреть на него и сточки зрения элементарной экономической логики. И, естественно, предпочтение отдается компаниям, уже имеющим значительный опыт в финансируемом виде бизнеса.

Если проект одобрен, но у кредитора остались сомнения, их поможет развеять наличие залога. Идеальным залогом является недвижимость, которую можно быстро продать, акции крупных предприятий, права аренды земли. Чем дольше срок кредитования, тем надежнее должно быть обеспечение. Но не стоит рассчитывать на то, что только залог склонит банки к финансированию проекта. Проектное финансирование нельзя проводить лишь под условие реализации залога, так что плохие проекты с хорошим обеспечением заранее обречены на провал.

По некоторым оценкам, до 80% инвестиций в развитие бизнеса российские компании сейчас осуществляют за счет собственных средств. Вместе с тем банки готовы заниматься проектным финансированием. Проблема в том, что подходящих проектов сегодня в России либо нет, либо очень мало. Российские банки готовы потратить на фи-

нансирование проектов в среднем около 15% общей суммы своего кредитного портфеля.

Из 100 проектов не более 10% отбираются для дальнейшего анализа, и лишь 2—3% получают финансирование и доходят до реализации. Банки отдают предпочтение проектам, где есть возможность регресса на текущую деятельность инициатора проекта. Причем текущая деятельность должна позволять возвратить кредит, если реализация проекта по каким-либо причинам срывается или проект не выходит на запланированные показатели. Отсюда и основные требования к клиентам: устойчивое финансовое состояние и возможность за счет текущей деятельности возвратить полученный кредит. Банки отдают предпочтение проектам, связанным с приобретением импортного оборудования, так как под такие проекты можно привлечь дешевые долгосрочные кредиты от западных банков. Также в фаворитах у банков числятся так называемые концевые проекты, когда основной объем инвестиций уже осуществлен за счет собственных средств клиента, а заемщик испытывает потребность в ресурсах лишь для завершения проекта или пуска объекта в эксплуатацию. Венчурное проектное финансирование, т.е. инвестирование в реализацию лишь предложенной компанией идеи — достаточно рискованный вид финансирования. Финансирование расширения действующего бизнеса (например, приобретения современных технологий) более интересно для банков — в таком случае само производство может выступать залогом. Чаще всего венчурные проекты банками вовсе не рассматриваются. Предпочтение отдается проектам краткосрочным (например, жилищное строительство) и с внутренней эффективностью более 25%.

Впрочем, в последние годы российские банки начали оказывать услуги в области среднесрочного корпоративного кредитования, в том числе проектного финансирования. Связано это прежде всего с тем, что существует спрос на инвестирование в проекты со стороны компаний. Кроме того, срочность ресурсов, которые могут предоставить российские банки, увеличивается в основном за счет расширения возможностей банков по привлечению западного финансирования, в то же время стоимость ресурсов снижается. Рост интереса к проектному финансированию вызван также поиском банками выгодного объекта размещения собственных средств. Рост конкуренции ведет к снижению банковской маржи по стандартному клиентскому кредитованию, а маржа по проектному финансированию выше, так как выше риски. С другой стороны, большая группа российских компаний на сегодняшний день уже не может привлекать деньги на свой баланс, например из-за ограничений по заимствованиям, и видит выход в проектном финансировании.

Проектное финансирование появилось в США в 1970-е гг. во время нефтяного бума. Тогда цены на нефть за короткий период многократно выросли. Прибыльность инвестиций в добычу нефти и газа стала исчисляться сотнями и даже тысячами процентов в год, что, естественно, повлияло на поведение банков. Они перестали ждать обращений клиентов и стали самостоятельно искать прибыльные проекты для финансирования. После падения цен на нефть и газ в 1980-е гг. портфель проектного финансирования многих банков обесценился, и перед ними встала задача проникновения в новые отрасли и сферы экономики за счет отбора высококачественных проектов. Таким образом, банки, специализирующиеся на проектном финансировании, стали внедряться в сектор телекоммуникаций, горнодобывающую промышленность, туристический бизнес, индустрию развлечений и т.д. На начальном этапе в сфере проектного финансирования доминировали американские и канадские банки, позже в связи с развитием нефтедобычи в Северном море на арену вышли банки Великобритании. Затем на рынке проектного финансирования появился ряд крупных банков Японии, Германии и Франции.

Источниками средств для осуществления проектного финансирования являются кредиты международных финансовых организаций. Серьезным подспорьем для проектного финансирования считаются также среднесрочные или долгосрочные еврокредиты с плавающей процентной ставкой (ролловер-кредиты), предоставляемые международными синдикатами банков. Подключаются к этой услуге и государственные агентства экспортных кредитов: Американская корпорация по зарубежным частным инвестициям, Министерство международной торговли и промышленности Японии, Департамент гарантий по экспортным кредитам Великобритании.

В основе проектного финансирования как деятельности по обеспечению обособленной компании финансовыми ресурсами лежат специфические отношения между участниками инвестиционных проектов. Проектное финансирование характеризуется такими чертами, как:

- юридическая обособленность проектной компании;
- применение комплекса инвестиционных инструментов;
- распределение специфических рисков в соответствии с функциями участников проекта;
- тесное сотрудничество между участниками и координация их действий.

Проектное финансирование невозможно без наличия конкретного проекта, достижение заданных показателей эффективности которого является конечной целью данной операции. При этом юридическое и организационное обособление проекта определяет характер отношений между его участниками. В частности, как правило, обеспечивается самостоя-

тельность проектной компании. Это может быть как вновь создаваемое юридическое лицо, так и подразделение другой, отличной от инициатора проекта фирмы. Таким образом, проект, с одной стороны, предполагает получение запланированной прибыли, а с другой — привлечение и использование финансовых ресурсов. При этом инициатор проекта ограничивает свое участие в его реализации, стремясь к минимизации своей ответственности и упрощению отношений с партнерами.

Следующим признаком проектного финансирования является применение комплекса инвестиционных инструментов, необходимых для проектной компании. Речь идет об объединении в рамках проекта ряда кредитно-финансовых операций с различными участниками. Окупаемость проекта рассматривается как способность генерировать выручку, достаточную для своевременного погашения задолженности, за счет комплекса производственных активов и технологий, приобретенных в кредит, в форме лизинга или выпуска долговых ценных бумаг. Атрибутом проектного финансирования является применение многообразных способов распределения рисков. Для компенсации дополнительных рисков, связанных с отсутствием полного права регресса в отношении инициатора, кредиторы принимают активное участие в формировании стратегии финансирования проекта, что позволяет приблизить характеристики долга к плановым показателям, в том числе путем секъюритизации задолженности, продажи части прав требований на вторичном рынке и привлечения специализированных посредников. Проведение таких мероприятий предполагает проведение участниками проекта всестороннего анализа рисков и формирование единой стратегии управления ими для обеспечения самоокупаемости проекта без резервирования излишних средств. Наличие совокупности объективно обусловленных рисков, которые не могут быть приняты одним участником проекта, — принципиально важное отличие проектного финансирования от привлечения обеспеченных страхованием или гарантией средств, при котором не возникает потребность разделения кредитного риска на ряд специфических проектных рисков для оценки эффективности всего проекта.

Проблема недостаточной инвестиционной привлекательности проектов с точки зрения традиционных методов финансирования, в том числе из-за высокого уровня рисков неэкономического характера, решается путем координации действий всех прямых или косвенных участников проекта, рассматривающих его жизнеспособность как основной источник возврата вложенных средств. Выработка единой стратегии финансирования проекта предполагает оценку потребности в дополнительных инвестициях и сопоставление с аналогичными по риску и доходности инструментами мирового рынка кредитных капиталов. В отличие от венчурных инвестиций, при которых инвестор

предвидит высокую вероятность неудачи и заблаговременно создает специальные фонды для компенсации возможных убытков, проектное финансирование не носит спекулятивный характер и нацелено на полную реализацию проекта в установленные сроки.

В целом проектное финансирование — многоплановое явление современной экономической жизни, развитие которого связано с глобальными тенденциями специализации и кооперирования в международных экономических отношениях. Масштабы проектного финансирования и совокупность определяющих его специфику характерных черт обусловливают тесную взаимосвязь данного явления с основными мирохозяйственными процессами.

С учетом выявленных признаков проектного финансирования можно определить его как деятельность по перераспределению капитала при помощи комплекса инвестиционных инструментов, направленную на организацию сотрудничества в целях финансирования экономически обособленного проекта, при которой инвесторы принимают на себя основную долю рисков, связанных со способностью самого проекта генерировать денежные потоки в будущем.

Применение проектного финансирования повышает доступность ресурсов с международных рынков кредитных капиталов. Активному применению проектного финансирования в различных отраслях способствовало развитие не только рынка среднесрочных и долгосрочных кредитов, но и мирового финансового рынка. Выход организаторов проектного финансирования на рынки долговых бумаг, обеспечивающих удовлетворение потребности в заемных средствах без изменения структуры контроля над компанией, стал объективным следствием опережающего роста новых секторов мирового рынка кредитных капиталов по мере развития мировой финансовой инфраструктуры.

Свойства кредита находят отражение в требованиях к основным характеристикам проекта: целевое назначение привлекаемых заемных средств должно соответствовать предусмотренному в бизнес-плане развитию проектной компании, платность обеспечивается за счет соблюдения финансовых характеристик проекта, степень риска при его осуществлении напрямую связана с возвратностью средств. В свою очередь, срок участия каждого инвестора в проекте определяется его ролью в общей структуре инвестирования. В зависимости от целей инвесторов проектное финансирование может выступать как специализированный финансовый инструмент, применяемый в недостаточно освоенных отраслях, а также как один из способов диверсификации рисков для крупной компании, сочетающей выделение новых проектов за баланс.

Общей чертой проектов с точки зрения кредиторов является отсутствие отличных от ожидаемой выручки источников покрытия издер-

жек и получения прибыли, что обусловливает необходимость дополнительных затрат на создание системы гарантий для компенсации кредитных рисков. Результат от реализации проекта представляет собой суммарный доход инвесторов за вычетом организационных затрат, связанных прежде всего с выходом на финансовые рынки, участники которых готовы принять специфические проектные риски. Иными словами, рынок проектного финансирования развивается при наличии долгосрочных отношений с надежными партнерами, с одной стороны, и развитой национальной финансовой инфраструктуры, а также свободного доступа к инструментам мирового рынка кредитных капиталов — с другой.

Реализация проектов за счет объединения усилий участников международных экономических отношений выглядит многообещающей. Возможность интеграции в международные экономические связи, приобретения управленческого опыта и доступа к новейшим технологиям — зачастую основная причина для участия в проекте резидентов страны его реализации, что соответствует современным тенденциям развития международного кредита. Проектное финансирование, возникшее как особая форма операций кредитования на основе детального планирования взаимоотношений внутри синдиката банков для управления специфическими рисками по проекту, получило дальнейшее развитие как инструмент выхода корпоративных инвестиций из-под государственного контроля по мере секъюритизации и дерегулирования мирового рынка кредитных капиталов. Важным фактором расширения проектного финансирования является потребность в нем многих отдельных отраслей национальной экономики.

Возникновение и развитие проектного финансирования обусловлено объективными закономерностями эволюции мирового финансового рынка. Современные тенденции развития международного кредита способствуют снятию существующих барьеров при реализации проектов в процессе глобализации.

Механизм согласования интересов и обязанностей инвесторов в проектном финансировании основан на обособлении производственной и торговой деятельности проектной компании от инициатора проекта, прежде всего за счет диверсификации структуры ее капитала. Финансовое участие в капитале проектной компании может носить долевой и долговой характер, что оформляется соответственно в виде приобретения доли в собственном капитале или предоставления срочного займа с отказом от участия в управлении. Наряду с инициатором проекта и спонсорами могут быть и другие участники: осуществляющие строительные работы подрядчики, оператор проекта, поставщики товаров и услуг. Как правило, акционерный капитал компании специ-

ального назначения в несколько раз ниже ее заемных средств, ввиду чего реализация крупномасштабных проектов требует получения прав на операции со специфическими активами за счет предоставления органами власти концессии на проведение конкретных работ в течение определенного периода времени. Концессия, или проектный договор, лежит в основе всех договорных отношений компании специального назначения, поскольку юридическое закрепление за ней прав на строительство, финансирование проекта и управление им формирует контрактную базу для заключения других договоров. Поэтому еще одним фактором расширения состава участников может быть привлечение помощи международных банков развития для выполнения требований, необходимых для получения концессионных прав.

Мировой рынок проектного финансирования характеризуется большим числом разнородных участников: андеррайтеры на рынках долговых ценных бумаг, крупные банки. Стабильным выглядит состав компаний, осуществляющих правовую и организационную поддержку инвестиционных проектов. Для рынка характерен рост популярности инструментов еврорынка, независимость которых от национальной валютной политики позволяет сдерживать уровень специфических рисков без значительных затрат на создание системы договорных гарантий. Актуальность применения таких инструментов возросла по мере отраслевой диверсификации проектного финансирования, связанной со снижением цен на энергоносители в 1980-е гг., тогда как на начальном этапе его развития в данной сфере доминировали кредиты американских и английских банков, сотрудничавших со специализированными нефтяными фондами. Наряду с ростом активности институциональных инвесторов эти изменения обусловили необходимость более тесного сотрудничества между финансовыми посредниками и конечными получателями средств, что может быть сравнительно легко реализовано в рамках проектного финансирования. Для кредитной организации наличие крупного портфеля инвестиционных проектов является показателем развитости операций и финансовой устойчивости, поскольку успешная реализация проектов требует не только применения надежных финансовых инноваций, но и особого подхода к рассмотрению каждой бизнес-идеи. Сложившаяся отраслевая структура проектного финансирования отражает сочетание обеих тенденций — диверсификации кредитного портфеля для снижения рисков банка и концентрации проектов в освоенных отраслях с высокой рентабельностью долгосрочных проектов, в числе которых топливно-энергетический комплекс и телекоммуникации.

Расширение практики применения проектного финансирования сопровождалось изменением отношения к нему со стороны государст-

венных и международных органов, контролирующих движение иностранных инвестиций в рамках макроэкономического регулирования. Способ закрепления интересов государства путем выдачи лицензий и заключения соглашений о разделе продукции, освобождающих инвестора от значительной доли политических и налоговых рисков в обмен на установленные соглашением отчисления, не считается надежной защитой от любых изменений в инвестиционном законодательстве как части внешнеэкономической политики государства, в которой либерализация сочетается с протекционизмом. Возможность повышения эффективности иностранных инвестиций за счет использования опыта частного сектора предопределила заинтересованность государства в расширении практики проектного финансирования в социально-культурном и иных малоприбыльных секторах экономики. Перенос рисков на негосударственных участников такого партнерства при условии возврата активов компании специального назначения в собственность органов власти по завершении проекта правительство компенсирует предоставлением гарантий, налоговых льгот или кредитов за счет выпуска государственных облигаций. Сохранение возможности выхода на иностранные рынки в случае недостаточной квалификации местных контрагентов или при низком спросе на предлагаемую продукцию остается условием создания эффективной хозяйственной структуры проекта, учитывающей текущую рыночную конъюнктуру наряду с перспективами ее изменения. В реализации подобных проектов принимают участие такие организации, как Международная финансовая корпорация, Европейский банк реконструкции и развития, Европейский инвестиционный банк и ряд других банков развития, обеспечивающих доступ к ресурсам мирового рынка кредитных капиталов за счет собственных кредитных механизмов или выдачи гарантий коммерческого рефинансирования политических рисков, что позволяет им обеспечить взаимодействие частных капиталов и органов власти, представляющих интересы общества.

В число основных принципов, на которых строится проектное финансирование, входят следующие:

- ограниченная ответственность клиента;
- пессимистичность прогноза;
- анализ динамики показателей бизнес-плана;
- компенсация повышенного риска за счет увеличения размера маржи;
- увязка механизма финансирования с отраслевыми особенностями проекта;
- сочетание основного и дополнительного обеспечения;
- тщательная оценка запаса прочности проекта.

Перечисленные принципы отражают основные аспекты анализа проектной документации, осуществляемого при разработке мероприятий по обеспечению самостоятельности компании специального назначения и соблюдению требований кредиторов к обеспечению, процентным платежам и иным условиям сделок. Финансовая прозрачность проектной компании достигается за счет ее обособления от инициатора, что позволяет рассматривать конкурентную среду страны реализации проекта как основной фактор, определяющий нормативы резервирования средств и порядок принятия управленческих решений при необходимости перехода к альтернативным вариантам достижения целевых показателей бизнес-плана. Гибкость сотрудничества сторон обеспечивается за счет проводимой организатором финансирования политики по формированию единой процентной ставки, каждая из составляющих которой соотнесена с условиями заимствований из различных источников и целями их привлечения. Сюда включаются затраты на строительство и оплату факторов производства, страхование рыночных рисков, консультационные и оценочные расходы. Для снижения итоговой процентной ставки в ее структуре выделяется фиксированная маржа и переменная часть, снижающаяся по мере накопления проектной компанией собственных активов; их залог снимает необходимость пролонгации поручительств, полученных на этапе осуществления первоначальных инвестиций. Основной проблемой при организации проектного финансирования является выбор способов снижения рисков, возникающих на различных этапах реализации проекта. Решение этой проблемы позволяет оценить финансовую прозрачность проекта и достаточность ожидаемых денежных потоков для погашения задолженности в соответствии с ее временной структурой, что необходимо для оценки запаса прочности проекта, т.е. внутреннего потенциала, обеспечивающего выполнение намеченной программы деятельности.

Соблюдение данных принципов создает предпосылки для осуществления обособленного проекта с достаточной для кредиторов прибыльностью при условии своевременного решения возникающих управленческих проблем. Программа инвестиционного проекта — не только отражение структуры сотрудничества его участников, но и инвестиционный механизм, где наряду с текущими отношениями сторон находят отражение перспективы реализации проекта. В структуру любой программы финансирования входят следующие элементы:

- участники проекта, т.е. сама проектная компания, ее контрагенты и спонсоры, а также формирующие инвестиционный климат субъекты;
- производственные и финансовые отношения между участниками, характеризующие направления сотрудничества на различных этапах реализации проекта;

• способы закрепления этих отношений (договоры и соглашения в рамках проекта).

Соотношение этих элементов динамично меняется под воздействием развития отдельных секторов мирового финансового рынка, инструменты которого использует организатор проекта. Так, банк может заключить серию фьючерсных контрактов или товарных свопов с покупателями и поставщиками с одновременным размещением на долговом рынке обязательств по этим договорам.

Традиционно программа проектного финансирования, построенная с учетом его основных принципов, основана на контроле организатора проекта над финансовыми потоками и соблюдением обязательств контрагентов, тогда как его инициатор сохраняет возможности для воздействия на производственный процесс и сбытовую политику. Поскольку для национальных банков и органов власти характерно консервативное отношение к условиям выхода проектной компании на запланированный уровень выпуска, то порядок поставок и платежей должен быть адаптирован к нормам местного законодательства (тогда как иностранные участники предъявляют требования прежде всего к предоставляемой отчетности). В зависимости от роли организатора проекта в предоставлении кредитных ресурсов и обеспечении их возвратности проектное финансирование разделяется на две разновидности, а именно схемы с параллельным (совместным) и последовательным финансированием. В случае *параллельного финансирования* средства для реализации проекта выделяют несколько кредитных организаций, одна из которых дополнительно осуществляет оформление правоотношений с должником и контроль над целевым использованием средств, что актуально в случае привлечения инвестиций агентств экспортного кредитования или организаций нефинансового сектора, чьи интересы ограничены отдельными аспектами проекта. *Последовательное финансирование* не накладывает на организатора обязанности по участию в кредитовании, хотя в отдельных случаях он гарантирует открытие кредитной линии или организацию выпуска облигаций в случае временной нехватки средств синдиката банков.

Заключаемые при этом договоры также можно разделить на две группы: предшествующие инвестированию (формирование концепции проекта, финансовый анализ, разработка бизнес-плана и документации и т.п.) и инвестиционные (выполнение производственной, коммерческой и финансовой программы до полного возврата заемных средств и обеспечение внешнего контроля). С учетом временной структуры специфических рисков, связанных с осуществлением капитальных затрат, собственно инвестиционная стадия реализации проекта должна быть отделена от производственной, на которой вложения

в целом соответствуют потребности проектной компании в оборотном капитале, и стадии выхода из проекта, т.е. завершения формирования финансового результата. За счет дополнительных предпроектных затрат по согласованию интересов сторон и их юридическому оформлению достигается экономия на процентных платежах и комиссиях специалистов в дальнейшем.

Для управления экономическими рисками гарантии и поручительства используются в основном при наличии особых требований со стороны контрагентов, поскольку стандартные риски могут быть перенесены на участников финансовых рынков при помощи производных финансовых инструментов или распределены между сторонами с помощью защитных оговорок.

Организатор может включать в договоры с контрагентами условия, допускающие отказ от договорных обязательств за оговоренную плату. Наличие временных рамок реализации проекта облегчает управление рисками рефинансирования за счет создания особых механизмов долевого участия, препятствующих досрочной продаже акций, и заключения соглашений внутри синдиката кредиторов в отношении права регресса при взыскании задолженности.

Объединение инструментов управления рисками в единую стратегию осуществляется организатором проекта с учетом необходимости определения премии за риск по конечному кредитному продукту.

История развития мирового рынка проектного финансирования, его современная отраслевая и географическая структура отражают расширение сфер применения международного кредита, опосредующего перераспределение капиталов для оптимизации издержек обращения субъектов рынка.

Несомненным достоинством проектного финансирования является наличие внутренних механизмов, обеспечивающих справедливое распределение рисков и доходов между сторонами.

Рынок проектного финансирования в последние годы характеризуется существенной емкостью. Так, по данным ТНК *Thomson Financial*, объем займов на мировом рынке проектного финансирования вырос за 2005 г. на 20,2% и достиг 140,3 млрд долл. В 2004 г. объем заимствований на указанные цели составлял 116,7 млрд долл. В распределении по основным участникам рынка на первое место по объемам заимствований для целей проектного финансирования в 2005 г. выдвинулся *Royal Bank of Scotland*. На его долю пришлось 8,9 млрд долл. таких заимствований. *Royal Bank of Scotland* значительно опередил занимавший ранее первую позицию банк *Citigroup*, скатившийся на 17-е место. Вторую позицию с 2004 г. сохранил за собой *BNP Paribas* с объемом 7,6 млрд долл. Это соответствует 5,5% емкости мирового

рынка. Третьим стал банк *Societe Generale*. В 2004 г. он занимал восьмое место с долей на рынке 2,8%. В 2005 г. его доля возросла до 5,1%. На четвертом и пятом местах оказались *Calyon* и *Mizuho Financial Group*, занимавшие в 2004 г. 14-е и 13-е места.

Географическая структура рынка в 2005 г. выглядела следующим образом. На долю стран Европы, Ближнего Востока и Африки приходилось 94,4 млрд долл. заимствований для проектного финансирования, или 67,3% мирового рынка. На долю Азиатско-Тихоокеанского региона, включая Японию и Австралию, — 25 млрд долл., а обеих Америк — 21 млрд долл.

С точки зрения отраслевой структуры наибольшая доля заимствований для проектного финансирования приходилась на энергетику, транспорт и нефтегазовый сектор. В частности, в энергетике было реализовано 44,4 млрд долл. заимствований. При этом доля сектора на мировом рынке возросла на 3,8 процентных пункта (до 31,5%). Транспорт заменил нефтегазовую отрасль в 2005 г. на втором месте с объемом заимствований 28,7 млрд долл. Его доля составила 20,5%. В свою очередь нефтегазовая отрасль откатилась на третье место, потеряв 4,2 процентных пункта мирового рынка.

Объем заимствований для проектного финансирования в Америке (Северной, Центральной и Южной) в 2005 г. составил 21 млрд долл. Это на 28,6% меньше, чем в предшествовавшем году, когда этот показатель достигал 29,4 млрд долл. Первую строчку уполномоченных организаторов при этом занял *Credit Suisse*, сместивший на третье место *Citigroup*, доля которого на рынке, в свою очередь, снизилась на 6,7 процентных пункта. В течение трех предшествовавших лет доля *Citigroup* достигала 14%. Созданная недавно в результате слияния компаний *Mitsubishi Tokyo Financial Group* и *UFJ Holdings* фирма *Mitsubishi UFJ Financial Group* буквально откатилась на 10-е место с показателем в 788,5 млн долл. Ее доля на рынке снизилась на 1 процентный пункт.

Credit Suisse также можно было номинировать на звание самого крупного главного андеррайтера в Америке. *Главный андеррайтер* — это ведущий член гарантийного синдиката, выступающий представителем или агентом других андеррайтеров при заимствованиях, покупке и размещении ценных бумаг и отвечающий за все формальности. Это стало возможно в результате восьми операций на сумму 2,6 млрд долл. Второй стала *Mizuho Financial Group* с объемом 2,1 млрд долл. и долей на рынке 6,5%. В первую тройку также попал *Citigroup*, несмотря на то, что его доля на рынке снизилась на 7,2 процентных пункта. *Mitsubishi UFJ Financial Group* откатилась назад на пять позиций, оказавшись в 2005 г. на восьмом месте. Показатели ее работы снизились с 1,5 млрд долл. в 2004 г. до 907,6 млн долл. в 2005 г.

На долю заемщиков в США в 2005 г. пришлось 13 млрд долл. заимствований для проектного финансирования, или 62% панамериканского рынка. По сравнению с 2004 г. доля рынка США выросла на 13,6 процентных пункта. На второе место по объему заимствований для проектного кредитования вышла Бразилия (3,1 млрд долл., или 14,6% рынка). Заимствования Мексики снизились на 87% (до 675,2 млн долл. в 2005 г.). Доля этой страны на рынке сократилась на 14,4 процентных пункта.

В 2005 г. на рынке проектного финансирования Америки попрежнему, даже несмотря на спад на 21,7% по сравнению с 2004 г., самой активной являлась отрасль энергетики. На ее долю пришлось 49,4% общего объема заимствований, или 10,4 млрд долл. Второй была нефтегазовая отрасль (4,1 млрд долл., или 19,5% рынка).

Весьма резкий рост проектного финансирования был отмечен в 2005 г. в странах Европы, Ближнего Востока и Африки. Объем заимствований на рассматриваемом рынке вырос по сравнению с предшествовавшим годом на 83,6% и составил 94,4 млрд долл. В 2004 г. этот показатель равнялся 51,4 млрд долл.

Верхнюю позицию на рынке проектного финансирования стран Европы, Ближнего Востока и Африки в 2005 г. занимал *Royal Bank of Scotland*. Масштабы предоставленных им средств утроились по сравнению с предшествующим годом и достигли 7,5 млрд долл. Доля на рынке возросла при этом на 3,1 процентных пункта. Лидирующее положение банка на рынке в значительной степени обусловлено его участием в 2005 г. в крупнейших контрактах, в том числе в энергетическом проекте *Dolphin* (стоимостью 3,5 млрд долл.) и проекте *Qatargas* (стоимостью 2,8 млрд долл.). Занимавшие второе и третье место банки *BNP Paribas* и *Societe Generale* сумели увеличить свою долю на рынке на 2,9 и 2,3% соответственно.

На рынке рассматриваемого региона самые большие заимствования были осуществлены заемщиками из Великобритании. При этом их заимствования возросли с 10,7 млрд долл. в 2004 г. на 58,1% и составили 16,9 млрд долл. в 2005 г. Идущие следом заемщики из Испании и Катара увеличили объемы заимствований на 177,7 и 60,2% соответственно. В целом при возросших масштабах рынка заметно увеличилась диверсификация заемщиков по контрактам проектного финансирования. В 2005 г. на рынке среди них появились такие страны, как Гвинея, Кот-д'Ивуар, Казахстан и Литва. В России масштабы заимствований для проектного финансирования выросли с 213,3 млн долл. в 2004 г. до 998 млн долл. в 2005 г. При этом доля на региональном рынке выросла с 0,4 до 1,1%.

В 2005 г. наиболее высокой была активность в секторе энергетики. Объем заимствований в течение указанного года более чем удвоился с

11,2 до 23,7 млрд долл. За исключением сельского и лесного хозяйства, где заимствования на рынке проектного финансирования сократились на 84,2%, все остальные отрасли в 2005 г. масштабы проектного финансирования увеличили.

Масштабы проектного финансирования в странах Азиатско-Тихоокеанского региона, включая Японию и Австралию, снизились в 2005 г. на 30,5% и составили менее 25 млрд долл. В 2004 г. был достигнут рекордный уровень (35,9 млрд долл. по 118 контрактам).

Впервые на первую позицию на рынке в регионе вышел *State Bank of India*. Государственный банк Индии выступил менеджером при заключении 16 сделок на сумму 2,1 млрд долл. Его деятельность была сконцентрирована, что вполне объяснимо, исключительно в Индии. Вторым на рынке стал *Commonwealth Bank of Australia*. Его результат в 2005 г. — 15 сделок на сумму 1,6 млрд долл. *Australia & NZ Banking Group* стала третьей (1,4 млрд долл. от 21 сделки).

Самыми активными заемщиками на рынке проектного финансирования региона стали австралийские компании. Ими было привлечено на указанные цели 8,9 млрд долл., что позволило обеспечить 35,7% операций регионального рынка в целом. Несмотря на значительное отставание от лидера, обеспечившие себе второе место южнокорейские фирмы заимствовали на рынке проектного кредитования 4,6 млрд долл., что на 27,8% меньше, чем в 2004 г. Тогда объем их заимствований достигал 6,3 млрд долл.

С точки зрения отраслевой структуры львиная доля активности приходилась на долю энергетики — 41,6% рынка. При этом объем заимствований составил 10,4 млрд долл. В 2004 г. данный показатель был равен 8,1 млрд долл. Занявший второе место транспорт обеспечил 7,3 млрд долл. заимствований. На третьем месте — предприятия и центры досуга, а также объекты недвижимости (2,6 млрд долл.).

Таблица 5.1

Крупнейшие финансовые консультанты в сфере организации инвестиционных проектов в 2002—2004 гг.

Название	Место в рейтинге		Число проектов на реализации		
	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2002 г.
Ernst & Young	2	1	102	143	105
KPMG	3	4	71	46	38
Macquarie	4	3	59	51	120
IXIS CIB	5	—	23	15	—

Окончание табл. 5.1

Название	Место в рейтинге		Число проектов на реализации		
	2004 г.	2003 г.	2004 г.	2003 г.	2002 г.
ABN AMRO	6	5	23	27	25
HSBC	7	—	22	14	—
Royal Bank of Canada	8	—	22	12	—
Dexia	9	6	21	24	13
Grant Thornton	10	7	20	23	36
Taylor de Jongh	—	8	—	21	15
Mizuho	—	9	—	20	8
David Wylde Project Fin	—	10	—	19	42
Всего по рынку	—	—	676	678	787

Таблица 5.2

Крупнейшие юридические консультанты на рынке проектного финансирования в 1998—2004 гг.

Название	Страна происхождения	Место в рейтинге		Число завершенных проектов[1]	
		2004 г.	2003 г.	с 1998 по 2004 г.	из них в 2004 г.
Allen & Overy	Великобритания	1	1	65	11
Clifford Chance	Великобритания	2	2	56	8
Millbank Tweed	США	3	5	40	9
Shearman & Sterling	Великобритания	4	3	40	6
Latham & Watkins	США	5	4	39	6
Linklaters	Международный	6	6	36	8
Skadden Arps	США	7	7	28	3
White & Case	Великобритания	8	10	22	5
Allens Arthur Robinson	Австралия	9	8	21	1
Sullivan & Cromwell	США	10	9	18	1

[1] Только сделки свыше 500 млн долл. США, по которым организация выступала основным консультантом.

Таблица 5.3

Основные стадии реализации проекта и классификация инструментов управления рисками в соответствии с их содержанием

Стадии реализации проекта	Предынвестиционная	Инвестиционная	Производственная	Закрытие проекта
Содержание	проектный замысел (проектная идея)	создание проектной компании, приобретение лицензий	введение объекта в эксплуатацию, выход на проектную мощность	демонтаж, консервация, продажа объекта
	анализ инвестиционных возможностей	конкурсный отбор контрагентов и заключение контрактов	техническое обслуживание и управление проектом	ликвидация экологических и иных последствий проекта
	подготовка обоснования и оценка проекта	закупка товаров, обучение персонала, строительно-монтажные работы	реализация проектного продукта	
	принятие решения о финансировании	испытание и сдача-приемка объекта	погашение кредитов и выплата дивидендов	
Риски	страновые, административные, юридические, форс-мажор			
		финансирование и рефинансирование (кредитный, процентный, валютный и др.)		финансирование закрытия проекта
		низкое качество работ по проекту	производственный: технологический, снабжение, транспортный	экологический и гражданской ответственности
		превышение сметной стоимости	управленческий	
		задержка в сдаче объекта	коммерческий	

Окончание табл. 5.3

Стадии реализации проекта	Предынвестиционная	Инвестиционная	Производственная	Закрытие проекта
Инструменты управления рисками	государственные гарантии; проектные накопительные счета за границей (*escrow*); услуги страховых компаний и экспортных агентств; залог внеоборотных активов проектной компании			
		хеджирование валютных рисков; ограничение выплаты дивидендов		
		штрафные санкции подрядчикам и поставщикам	техническая экспертиза; долгосрочные договоры снабжения; страхование перебоев в производстве	создание резервного фонда
		установление фиксированной стоимости строительства	согласование со спонсорами штата управляющего персонала	
		обязанность заемщика покрыть из собственных средств дополнительные расходы	долгосрочные контракты с покупателями; хеджирование ценовых рисков	

Проектное финансирование играет важную роль в финансировании экспорта.

Когда речь идет о крупных проектах, единственного источника финансирования, как правило, бывает недостаточно. Для финансирования инвестиционного проекта западные банки обычно создают возглавляемый банком-менеджером банковский консорциум, участники которого распределяют между собой риски. В результате становится возможным увеличить не только размеры кредитов и распределить риски, но и создать объединение кредитных институтов, в наибольшей степени выгодное для кредитования того или иного крупного объекта.

Важное место в проектном финансировании принадлежит государству. Оно не только активно участвует в финансировании и страхо-

вании инвестиционных проектов, но и осуществляет рефинансирование экспортных кредитов, участвует в смешанном кредитовании, в субсидировании льготных процентных ставок. Значительную роль в этом играют государственные и полугосударственные кредитно-финансовые институты «ДГЭК» (Великобритания), Экспортно-импортный банк (США), КОФАСЕ (Франция) и др. Эти институты выдают гарантии в пользу банков-кредиторов, покрывающие коммерческие и политические риски.

Значительную роль в проектном финансировании играют фирмы-консультанты, принимающие участие в проекте на стороне импортеров. Эти специализированные компании помогают не только находить источники финансирования, но и разрабатывают адекватную модель кредитования инвестиционного проекта. В свою очередь, в банках, активно осуществляющих проектное финансирование, работают специалисты-инженеры, отвечающие за технико-экономическую оценку инвестиционного проекта.

При предпроектном анализе кредитуемого объекта банк рассматривает, будет ли проект эффективен, его технико-экономические параметры, учитывает политическую ситуацию в стране дебитора, правовые вопросы, целесообразность принятия участия в заключении контрактов на поставку продукции с предполагаемого объекта после его введения в эксплуатацию и поставок товаров, в частности, на внешний рынок. При данном способе кредитования, как правило, предполагается, что часть кредита предоставляется национальным компаниям стран заказчика для финансирования некоторых местных расходов, связанных, например, с технической подготовкой местного персонала, с созданием инфраструктуры.

При выборе импортером источников финансирования приоритетное значение имеют условия предоставления заемных средств. Система кредитования проектного финансирования зависит от размера, типа проекта, финансовой мощи кредитора, валютно-финансового положения покупателя, экономического положения в его стране, конкуренции, валюты. Однако так как для большинства фирм из развивающихся стран получить средства для проектного финансирования по низкой ставке, на длительный срок и на полную стоимость проекта весьма проблематично, они заинтересованы в первую очередь в долгосрочном кредитовании, а его стоимость в ряде случаев уже отходит на второй план.

Важным моментом является сведение до минимума валютного риска. Импортер заинтересован в кредитовании в таких валютах, как, например, японская иена и швейцарский франк (учитывая низкие процентные ставки по ним и большой срок кредитов, выплачивается меньше процентных платежей).

Стоимость финансирования, как правило, определяется заранее, часто по фиксированным ставкам. Это обусловлено в первую очередь возможными колебаниями процентных ставок на рынке кредитного капитала. Одновременно оговаривается возможность досрочного погашения, но так, чтобы это не привело к дополнительным издержкам импортера. Если стоимость финансирования определена по плавающей ставке, отклонение устанавливается в пределах определенного лимита.

Проектное финансирование применяется в настоящее время в энергетике, добыче полезных ископаемых, металлургии, нефте- и газопереработке, некоторых видах химических производств, при реализации инфраструктурных проектов. За пределами проектного финансирования до сих пор оказывается производство товаров народного потребления, наукоемкие отрасли промышленности.

К преимуществам использования проектного финансирования можно отнести прежде всего ограниченную ответственность перед кредитором и достаточно длительный срок использования заемных средств.

К недостаткам же относятся повышенный процент по кредиту в связи со значительными рисками, а также всевозможные комиссионные сборы с клиента; высокие затраты на исследования и подготовку технико-экономической документации; достаточно сложная и длительная процедура принятия решения о финансировании, связанная с тщательной оценкой возможных рисков; чрезвычайно жесткий контроль над реализацией проекта со стороны банка-кредитора.

Солидные российские банки активно участвуют в организации финансирования инвестиционных проектов, стремясь привлекать более дешевые среднесрочные кредиты с международных рынков и развивать проектное финансирование. Банки не только осуществляют всю необходимую работу в рамках экспертизы проектов, но и прилагают усилия по обеспечению дальнейшего сопровождения принятых к финансированию проектов.

В России существуют определенные возможности для развития проектного кредитования. Как свидетельствует мировая практика, данной формой кредита занимаются в основном крупные банки. При проектном кредитовании кредиторы также активно участвуют в более качественной проработке всех основных вопросов по проекту, несут большую ответственность и риск. В российских условиях именно такая форма тесного сотрудничества более приемлема для кредитора, так как при обычных формах кредита существуют ограничения в контроле над заемщиком и получении достоверной информации.

Финансовые расчеты по проекту проводятся на основании потоков денежных средств методом дисконтирования с учетом корректировок, учитывающих особенности отечественной экономики.

В то же время следует отметить следующее.

Недостаточно полно используются имеющиеся возможности для эффективного применения в отечественной практике механизма проектного финансирования, который предусматривает финансирование проекта не только за счет заемных источников. Следует более полно задействовать различные фонды (как бюджетные, так и внебюджетные) по поддержке предпринимательства в реализации инвестиционных проектов. На базе государственных и частных структур (Государственная инвестиционная корпорация, Центр проектного финансирования при Минэкономразвития России, различного рода финансово-промышленные группы) может широко применяться механизм проектного кредитования.

Причиной того, что проектное кредитование до последнего времени было не так популярно в России, как на Западе, является отсутствие навыков и опыта в анализе инвестиционных проектов, а также оценке финансового состояния предприятия-заемщика. Это обусловлено неразвитостью системы подготовки специалистов и отсутствием теоретической базы. В настоящее время ситуация начинает понемногу исправляться.

Большую роль играет анализ финансового состояния (положения) предприятия-заемщика. Он должен быть проведен банками-кредиторами наиболее тщательно по причине имеющихся проблем, связанных с неплатежами российских предприятий.

В связи с этим необходимо:

а) усилить как практические, так и теоретические исследования в освоении нового вида финансовых услуг — проектного кредитования;

б) совершенствовать законодательную и нормативную базу для более широкого внедрения проектного кредитования в России, в частности:

- освободить от НДС инвестиции;
- предусмотреть механизм включения в себестоимость выплат по долгосрочным и среднесрочным кредитам;
- стимулировать банки, участвующие в проектах, путем предоставления налоговых льгот.

Глава 6

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Первая группа проблем в исследовании всего комплекса вопросов валютного регулирования связана с определением места, роли и сущности валютного регулирования в государственном регулировании экономики в современном мире, теоретическими и методологическими основами валютного регулирования, закономерностями и особенностями моделирования валютного регулирования в стратегии экономического развития.

Традиционными ориентирами действий государственных органов по управлению валютным рынком выступают:

- уровень и динамика курса национальной денежной единицы;
- структура и сальдо внешнеторгового баланса;
- состояние основных сегментов финансового рынка, прежде всего движение капиталов;
- борьба с отмыванием денег, неуплатой налогов и т.д.

Но необходимо помнить: каждый из вышеупомянутых ориентиров, как правило, не используется как самоцель.

Обменный курс валюты является ключевым фактором, связывающим экономику страны с остальным миром. Различают два вида обменных курсов: номинальный и реальный. *Номинальный обменный курс* — это относительная цена валют двух стран. *Реальный* — относительная цена товаров, произведенных в двух странах. Реальный обменный курс зависит от номинального курса и цен товаров национальных валют.

В экономической науке проблема определения валютного курса была формально возведена в ранг теории только в 70-е гг. XX в. До этого времени отсутствовали объективные предпосылки формирования данной области знаний. Причиной возросшего интереса к проблематике валютных курсов явились постепенная либерализация рынков товаров и капиталов и, как следствие, переход от анализа замкнутых экономических систем к открытым экономическим системам в 60—70-х гг. XX в., а также введение системы плавающих валютных курсов с 1971 г.

Несмотря на то что теории валютных курсов в их формальном виде являются достаточно новыми, динамично развивающимися и разрозненными, в их основе очевидны глубокие теоретические предпосылки.

Объектом теории валютного курса является прежде всего определение гибкого равновесного курса как экономической категории. Исходной системой кейнсианской теории является модель *IS — LM*, расширенная включением предпосылок малой открытой экономики. В данном случае учитывается равновесие как на товарном и денежном, так и на валютном рынке. Основателями первоначального варианта данной модели были Р.А. Манделл и Дж. М. Флеминг.

На базе модели Манделла — Флеминга (М—Ф) выводится общеизвестная модель платежного баланса, один из самых распространенных подходов к определению валютного курса.

Российская экономика встречает XXI столетие в условиях тяжелейшего трансформационного кризиса. На современном этапе трансформации доминирующее направление деятельности государства в экономике — это кропотливая работа по созданию различного рода институтов (как правовых, этических, так и организационных), необходимых для функционирования рыночной экономики. Роль государственного регулирования состоит в том, чтобы сбалансировать эту систему в зависимости от условий и особенностей современного состояния экономики в целях создания эффективной модели развития, направленной на получение долгосрочных результатов.

Необходимость государственного воздействия определяется требованиями охраны интересов общества. Мера государственного воздействия и его пределы определяются необходимостью и достаточностью сохранения рыночного регулирования экономики в сочетании с корректировкой экономического развития в нужном обществу направлении.

Валютное регулирование представляет собой комплекс мер в сфере международных экономических отношений, направленных на упорядочение движения валютных потоков как внутри страны, так и на мировом валютном рынке. Валютное регулирование интегрировано в систему денежно-кредитного регулирования и наряду с другими мерами государственного регулирования должно способствовать реализации приоритетных направлений экономической политики государств.

По своей сути валютное регулирование выступает в качестве важного связующего звена национальной экономики с мировой[1]. Валютное регулирование играет важную роль в реализации политики оптимального участия любой страны в международном разделении труда. Проводимые меры валютного регулирования непосредственно связаны с обеспечением экономической безопасности национальных государств.

---

[1] См.: *Платонова И.Н.* Валютное регулирование в современной мировой экономике. М.: ФА, 1999. С. 114.

Составной частью государственной политики валютного регулирования являются валютные ограничения.

Под *валютными ограничениями* понимается совокупность мероприятий и нормативных правил, установленных в законодательном или в административном порядке и направленных на ограничение операций с валютой, золотом и другими валютными ценностями.

Валютные ограничения используются в мировой практике в целях уравновешивания платежных балансов, поддержания курса национальных валют и концентрации валютных ресурсов в руках государства.

Согласно экономической теории к валютным ограничениям относят:

- обязательную продажу экспортерами государству иностранной валюты (в обмен на национальную валюту по официальному курсу);
- запрещение свободной продажи и купли иностранной валюты;
- регулирование переводов и платежей за границу, вывоза капитала, репатриации прибылей, золота, денежных знаков и ценных бумаг;
- ограничение прав физических лиц владеть и распоряжаться иностранной валютой;
- регулирование получения внешних займов.

Валютные ограничения, используемые в развивающихся странах (в отличие от развитых стран), охватывают более широкий круг внешнеэкономических операций и отличаются большей жесткостью.

Используемые в мировой практике валютные ограничения распространяются на операции, связанные с движением капиталов (первая группа), и текущие операции платежного баланса (вторая группа).

К *первой группе* относятся такие ограничения, как:

- государственный контроль над иностранными инвестициями и вывозом капитала и прибылей;
- централизованное привлечение внешних займов национальными компаниями (государственными и частными);
- обязательное получение разрешения валютных органов для привлечения внешних займов (где это разрешено самостоятельно хозяйствующим субъектам);
- депонирование определенной части полученных заемщиками иностранных кредитов на специальные счета в центральном банке. Иногда размеры таких депозитов дифференцируются в зависимости от назначения займов, что дает возможность государству воспрепятствовать вложению полученных средств в проекты, не соответствующие общему направлению экономической стратегии в данной стране;
- предоставление определенных льгот иностранным инвесторам в целях стимулирования притока в страну иностранного капитала: гарантии перевода за границу всей или части прибыли в течение установ-

ленного периода, привлечения внешних займов без специального разрешения валютных органов и т.д.

Ко *второй группе* ограничений (по текущим операциям платежного баланса) следует отнести:

- продажу всей (или части) валютной выручки уполномоченным банкам по официальному курсу;
- запрет ввоза и вывоза валютных ценностей без специальных разрешений;
- ограничение прав физических лиц владеть и распоряжаться средствами в иностранной валюте, переводить за границу личные доходы, осуществлять платежи;
- лимитирование обмена национальной валюты на иностранную при поездках за границу.

Многие модели валютного регулирования построены на основе фиксированных курсов обмена.

К *преимуществам* вариантов регулирования, основанных на фиксированных курсах, следует отнести:

- высокую степень предсказуемости экономической ситуации для экспортеров и импортеров;
- низкий уровень риска валютных операций;
- возможность достижения основных целей валютного регулирования наиболее простым путем.

К основным *недостаткам* — постоянно и органично присущий дисбаланс между спросом и предложением валюты и противоречие между операциями, осуществляемыми на основе и не на основе фиксированного курса.

В качестве примеров применения политики фиксированных курсов можно выделить монетарный союз Ганзы, валютную систему плановой экономики и мягкую систему валютных курсов (Бреттон-Вудская система).

Вторая группа проблем охватывает анализ закономерностей развития процессов регулирования в валютной сфере.

За все время развития общества валютные системы стран с рыночной экономикой испытали на себе практически все методы регулирования со стороны государства.

На протяжении большей части XIX в. и в начале XX в. действовал золотой стандарт. Его действие приостанавливалось лишь при наступлении чрезвычайных обстоятельств. В США, например, это был период Гражданской войны, а в Великобритании — Первая мировая война.

В отличие от теории на практике данная система была не идеальна, но действительно работала автоматически. Кроме того, в период золо-

того стандарта не было высокой инфляции, за исключением военного времени.

После Второй мировой войны в мировой практике существовали две основные системы валютных курсов: регулируемых фиксированных курсов в 50—60-е гг. и управляемого флоатинга в 70—80-е гг.

Современные тенденции валютного регулирования складываются под воздействием целого ряда факторов: различия в уровне экономического развития отдельных стран, особенности развития стран с переходной экономикой, дальнейшая эволюция наднациональных структур, последствия финансового кризиса конца 90-х гг., наличие существенных региональных экономических проблем и многое другое. Действие указанных факторов имеет свою специфику на уровне отдельных стран, региональном и глобальном уровнях. Далеко не последнюю роль в мировой валютной системе играют процессы валютного регулирования в рамках Европейского союза.

Весьма интересным и перспективным представляется такой инструмент валютного регулирования, как валютный совет (*currency board*) — система, при которой денежная масса в обращении строго соответствует золотовалютным резервам страны. Это очень жесткая система, способная вызвать сильные потрясения в экономике. Валютный совет лучше всего работает в маленьких странах (например, Гонконге или Эстонии). Аргентина — самая большая страна из тех, кому удалось удержать стабильный курс валюты.

С введением валютного совета страна теряет независимость в таких важных вопросах, как регулирование денежной массы и процентных ставок. Самое главное условие для введения валютного совета — наличие больших валютных резервов в стране.

Основная цель валютного совета заключается в создании гарантированных возможностей для денежно-финансовой стабилизации при фиксированном валютном курсе. Все средства в валютном совете направляются на то, чтобы дать импульс экономическому росту, который подавит потребность в печатании необходимых на финансирование бюджетного дефицита денег.

Основная особенность режима валютного совета по сравнению с другими формами фиксации курсов национальных валют — четкие, законодательно оформленные ограничения государственной кредитно-денежной политики и функций центрального банка[1].

Реально существующие валютные советы не являются совершенно последовательным воплощением принципов *currency board*.

---

[1] См.: *Balino T.J., Enoch Ch.* et al. Currency board arrangements: Issues and experiences. Washington: IMF, 1997. P. 52.

Можно утверждать, что власти в странах с валютным советом начинали его вводить, действуя не в соответствии с рекомендациями специалистов, получивших образование в рамках экономической науки, а вопреки им.

В последнее время система мер валютного совета (МВС) введена или предложена в целом ряде стран. Хотя эти меры отличаются рядом особенностей, они имеют много общего с обычными мерами фиксации валютных курсов.

На практике вводимые МВС, как правило, отличаются теми или иными модификациями, отражающими местные условия. Так, в Аргентине и Брунее необходимый резерв иностранной валюты установлен на уровне ниже 100% денежной, или монетарной, базы (массы денег в обращении), что открывает возможности для предоставления валютным советом ограниченного кредита под свои денежные обязательства. Гонконг, напротив, поддерживал некоторый излишек валютных резервов, который мог быть использован для проведения валютных операций или предоставления поддержки кредитором в последней инстанции.

Также различаются институциональные рамки МВС, в значительной мере определяющиеся ролью институтов в момент введения МВС. В Аргентине, Эстонии и Литве система МВС сохранила существующие центральные банки, выполняющие некоторые или все традиционные функции. При этом в Эстонии и Литве балансы центральных банков модифицированы в целях выделения операций валютного совета; в Аргентине, Джибути, Гонконге такое формальное разделение не проведено.

В системе МВС процентные ставки играют важнейшую роль. В открытых экономиках свободное движение капиталов оказывает балансирующее воздействие на кредитно-денежную сферу и способствует приближению местных процентных ставок к ставкам в стране резервной валюты. Этот механизм действует при всех формах фиксации валютных курсов, но в рамках МВС он получает дополнительный импульс за счет снижения валютного риска, что облегчает арбитраж.

Мобильность капитальных средств также расширяет возможности *торговой и финансовой интеграции*. Позволяя банкам пользоваться зарубежным кредитом, она уменьшает необходимость в существовании внутреннего конечного кредитора. Однако не следует забывать: мобильность капиталов может в ряде случаев усложнить проблемы функционирования системы МВС.

Система создает условия для развития доверия к кредитно-денежной и бюджетной политике. Такое доверие достигается благодаря исключению или строгому лимитированию возможности финансовых

органов финансировать бюджетный дефицит за счет выпуска денег в обращение или кредитовать банки.

Система МВС обеспечивает прозрачность политических намерений властей и независимость кредитно-денежной политики от правительства и тем самым способствует коррекции ожиданий и укреплению дисциплины заработной платы и цен, противодействуя, таким образом, инфляционным тенденциям.

МВС внесли важный вклад в реализацию стабилизационных программ в Аргентине, Эстонии и Литве. Во всех случаях они играли центральную роль в обеспечении финансовой дисциплины. После стабилизации в этих странах начался экономический подъем. Этому способствовали низкие затраты на выплату процентов при быстром сближении (конвергенции) процентных ставок со среднемировым уровнем. Фактор доверия помог привлечь крупные инвестиции. В то же время результаты снижения инфляции оказались не везде одинаковыми.

Двумя важными и взаимосвязанными аспектами введения МВС являются уровень валютного курса и размер обеспечения. Если курс был завышенным, он должен быть снижен, по крайней мере, до уровня, отражающего действие рыночных сил. Труднее определить, целесообразно ли девальвировать курс еще ниже, с тем чтобы сократить требуемый объем резервного обеспечения или создать амортизатор для возможного последующего повышения реального валютного курса.

В некоторых странах, извлекающих явные торговые и другие выгоды от вхождения в единую валютную зону, МВС могут рассматриваться как постоянно действующая система, в других — как временные меры, направленные на укрепление внутренних институтов или действующие до появления новых внешних экономических условий, определяющих переход к иной системе.

При намерении сохранить постоянный или долгосрочный характер системы МВС могут потребоваться защитные меры, снижающие ее подверженность внешним и внутренним потрясениям. Одной из таких мер может служить *долларизация*, позволяющая ослабить риск девальвации. Институциональные и структурные реформы, в частности в бюджетно-налоговой сфере и в области рынка труда, способствуют укреплению системы и снижению связанных с ней издержек.

Что такое долларизация? Несколько стран Америки отказались от национальной валюты и просто пустили в оборот американский доллар. Другие применяют режим валютного совета, где также, по существу, происходит подчинение национальной валюты доллару. И вся мировая экономика в той или иной степени зависит от доллара, потому что доллар стал заменять золото, он играет роль важнейшей резервной валюты.

Нынешний кризис со всей очевидностью показал недостатки промежуточного варианта — привязки местной денежной единицы к стабильной иностранной валюте. Вместе с тем он поставил вопрос о том, какой должна быть новая мировая финансовая система. Поскольку контроль над движением капитала и идея создания наднационального мирового кредитора в последней инстанции в кругах наиболее влиятельных политиков и финансистов популярностью не пользуются; развивающимся странам приходится выбирать между свободно плавающими курсами и жесткими системами типа *currency board*. Учитывая же слабость и малый масштаб их экономик, можно с уверенностью сказать: свободный режим установления обменных курсов способен полностью дестабилизировать экономическое положение в таких странах.

Не случайно в последнее время особую популярность приобрела идея о разделе мира на зоны влияния основных валют. Применительно к Латинской Америке это означает долларизацию. Британская *Financial Times* даже поместила посвященную латиноамериканскому региону статью под красноречивым заголовком «Долларизация или смерть».

Американское консультационное агентство *Medley Global Advisor* (известное тем, что достаточно точно отражает настроения в официальном Вашингтоне), сославшись на источник в президентской администрации, сообщило, что руководство США склонно рассматривать долларизацию Латинской Америки как единственное лекарство, способное излечить регион от проблем, связанных с нестабильностью валютных курсов. Эта идея находит определенное понимание и у самих латиноамериканцев. Так, президент Аргентины Карлос Менем ориентировал свою экономическую команду на изучение возможных путей замены национальной валюты песо американским долларом (денежная масса в стране равняется 13 млрд долл.). Он предложил ту же модель для всей Латинской Америки. Подобные настроения есть в Мексике и Перу. Эксперты полагают, что зона доллара может даже выйти за пределы Западного полушария.

По мнению экспертов ОЭСР, постепенный отказ от политики государственного регулирования внешнеэкономической деятельности — одна из важнейших особенностей 90-х гг. XX в. В перспективе такое регулирование должно осуществляться одним из двух способов: либо через использование международных принципов и правил регулирования, либо через формирование международной системы регулирования сначала в рамках существующих организаций (например, ВТО), а затем и специально созданного международного института. Таким образом, в будущем предполагается переход от активного вмешательства во внешнеэкономическую сферу национальных государств

к созданию наднациональной системы, построенной на соглашениях и общепринятых правилах.

Мировой опыт показывает, что в равной степени нежелательны как недостаточный, так и чрезмерный приток капитала в национальную экономику. Для успешного регулирования потоков капитала важен учет особенностей форм и инструментов такого регулирования, их возможностей в решении конкретных задач, а также позитивных и негативных последствий их применения.

Большинство стран, испытавших на себе сильный приток капитала в начале 90-х гг., принимали меры по ограничению воздействия этого притока на их экономики. Одним из подходов здесь является реагирование обменного курса национальной валюты на давление со стороны потоков капитала либо путем ревальвации при режиме фиксированных обменных курсов, либо путем удорожания при системе гибких обменных курсов. Альтернативным подходом служит использование монетарной или фискальной политики, что позволяет избежать удорожания валюты, опасного для эффективности политики фиксированного обменного курса. Кроме того, удорожание валюты считается неблагоприятным для международной конкурентоспособности, поэтому следует снимать давление на обменный курс, вызванное притоком капитала. Изменчивая природа международных потоков капитала делает уязвимой финансовую систему, в частности, если банковская система играет доминирующую роль в их обслуживании.

Одним из инструментов монетарной политики, применяемых по отношению к притоку и оттоку капитала, является *интервенция* на рынке иностранной валюты, сопровождающаяся *стерилизацией* денежного рынка. *Стерилизация* в денежной сфере — это меры по удалению избыточной денежной массы. Она позволяет достичь двух целей: во-первых, уменьшить давление на номинальный обменный курс; во-вторых, свести к нулю монетарную экспансию, вызвавшую интервенцию, в ситуации сильного притока капитала. Сфера применения политики стерилизации зависит от международной мобильности капитала. Если капитал мобильный, применимость стерилизации ограничена.

Политика стерилизации влияет на потоки капитала путем воздействия на внутреннюю процентную ставку. Внутренние процентные ставки обычно растут, если внутренние валютные счета инвесторов являются несовершенными субститутами для краткосрочных ценных бумаг центрального банка. Другой причиной, по которой могут расти процентные ставки, является возрастание спроса на деньги благодаря снижению инфляции или повышению уровня дохода, которыми часто сопровождается сильный приток капитала. Однако имеется, по крайней мере, два негативных последствия, связанных с применением сте-

рилизации. Первое состоит в том, что рост внутренних процентных ставок может стимулировать дальнейший краткосрочный приток капитала. Второе — это крупные квазифискальные издержки, вызванные превышением внутренних процентных ставок над международными.

Существуют три главных инструмента *политики стерилизации*: операции на открытом рынке; изменение резервных требований; управление правительственными депозитами.

Стерилизация путем операций на открытом рынке обычно осуществляется через продажу центральным банком своих или правительственных ценных бумаг. Целью этой продажи служит устранение ликвидности, вызванной приобретением центральным банком иностранной валюты. Главная польза стерилизации путем операций на открытом рынке состоит в том, что она ограничивает денежно-кредитную экспансию, вызванную интервенцией, без создания дополнительных ограничений для банковской системы, способствующих появлению других инструментов стерилизации, например резервных требований. Кроме того, стерилизация путем операций на открытом рынке может ограничивать роль отечественных банков как посредников притока капитала. Такие ограничения могут быть желательными, когда банковская система недостаточно гибкая или когда потоки считаются временными.

Главный недостаток стерилизации состоит в том, что она может привести к крупным финансовым потерям центрального банка, даже за относительно короткий отрезок времени. Стерилизация также может увеличить разницу между внутренней и среднемировой ставкой процента и благодаря этому привлечь дополнительный краткосрочный капитал.

Наряду с рассмотренными формами регулирования, применявшимися в странах, являющихся крупными импортерами капитала, существует подход, в рамках которого используются иные меры, получившие название «контроль над капиталом». Их характерная черта — количественное ограничение притока и оттока капитала.

Более общей практической проблемой, связанной с любым типом контроля над капиталом, является то, что он быстро теряет свою эффективность, поскольку индивиды находят способы уклонения от него.

Своеобразный подход к смягчению воздействия крупного притока капитала — ослабление контроля над оттоком.

Ряд положительных сторон имеет такой инструмент привлечения прямых иностранных инвестиций, как политика собственности. Например, Индия всегда рассматривалась как сравнительно непривлекательное место для размещения инвестиций из-за дискриминации иностранцев в вопросах собственности. Именно либерализация собствен-

ности для нерезидентов в 1980-е гг. в Республике Корея привела к неожиданно бурному притоку такого капитала. Интересно, что чувствительность к проблеме собственности была более сильной у американских инвесторов по сравнению с японскими, которые более спокойно относились к совместному владению.

Третья группа проблем связана с перспективами валютного регулирования в Российской Федерации.

Долгое время валютное регулирование как составная часть политики государства обладало признаками государственной монополии.

В настоящее время для решения задач валютного регулирования в России используются следующие основные методы:

- установление порядка проведения валютных операций, предусматривающего определение субъектов и объектов валютных операций, прав и обязанностей субъектов валютных операций, классификацию валютных операций, установление правил обращения (владения, пользования и распоряжения) валютными ценностями и др.;
- введение валютных ограничений — ограничений (запретов) на совершение определенных валютных операций в зависимости от их характера, субъектов, объектов, объема операции и т.д.;
- лицензирование деятельности, связанной с использованием иностранной валюты;
- регистрация валютных операций;
- сбор и анализ отчетности о валютных операциях;
- контроль над соблюдением валютного законодательства, в том числе путем установления процедур паспортизации экспортно-импортных сделок и проведения проверок (инспекций);
- международное сотрудничество по вопросам валютного регулирования.

Установление порядка проведения валютных операций осуществляется путем издания соответствующих нормативных правовых актов Центрального банка РФ по вопросам валютного регулирования.

С 18 июня 2004 г. вступили в силу основные положения Федерального закона от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле». Банк России в его развитие разработал 25 нормативных актов.

Цель Закона — обеспечение реализации единой государственной политики, а также устойчивости валюты Российской Федерации и стабильности внутреннего валютного рынка Российской Федерации как факторов прогрессивного развития национальной экономики и международного экономического сотрудничества.

В качестве основных принципов валютного регулирования и валютного контроля в Законе впервые в современной истории развития

валютного законодательства определены приоритет экономических мер в реализации государственной политики в области валютного регулирования и исключение неоправданного вмешательства государства и его органов в валютные операции резидентов и нерезидентов.

Закон имеет прямое действие, что создает атмосферу стабильности и облегчает восприятие правил субъектами рынка.

Реализуемая в рамках Закона государственная политика предполагает поэтапную либерализацию валютного регулирования.

Вступление Закона в силу положило начало первому этапу, на котором предусматривается переход от административных ограничений валютных операций (выдачи индивидуальных разрешений) к экономическому регулированию. С этой целью органам валютного регулирования (Правительству РФ и Банку России) предоставлено право установления требования о резервировании денежных средств при проведении резидентами и нерезидентами отдельных видов операций. При выполнении отмеченного требования юридические и физические лица до проведения валютной операции или при наступлении установленного законом срока обязаны перечислить через кредитную организацию, определенную органом валютного регулирования, сумму денежных средств в рублях (рассчитываемую в процентах от суммы валютной операции) на отдельный счет в Центральном банке РФ на срок, регламентированный органом валютного регулирования. Порядок резервирования и возврата суммы резервирования Центральный банк РФ установил в Инструкции от 1 июня 2004 г. № 114-И «О порядке резервирования и возврата суммы резервирования при осуществлении валютных операций».

Перечень регулируемых резервированием валютных операций определялся неоднократно. В основном он включает операции, связанные с движением капитала (предоставление резидентом нерезиденту отсрочки платежа или коммерческих кредитов в виде предварительной оплаты при осуществлении внешнеторговой деятельности, приобретение резидентами у нерезидентов долей (вкладов, паев) в имуществе, предоставление и получение резидентами кредитов и займов от нерезидентов, операции с внутренними и внешними ценными бумагами) и куплей-продажей иностранной валюты и чеков, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте (за исключением операций купли-продажи указанных валютных ценностей уполномоченными банками и физическими лицами). Законом предоставлено право органам валютного регулирования требовать от резидентов и нерезидентов осуществления отмеченных операций через специальные счета в целях получения оперативной информации о движении средств и реализации механизма резервирования. Виды, режимы, порядок от-

крытия и ведения специальных счетов установлены Банком России в Инструкции от 7 июня 2004 г. № 116-И «О видах специальных счетов резидентов и нерезидентов».

Закон обязывает резидентов репатриировать иностранную валюту и валюту Российской Федерации при осуществлении ими внешнеторговой деятельности. Вместе с тем с 18 июня 2004 г. сроки репатриации средств определяются исходя из условий заключенного между резидентом и нерезидентом внешнеторгового договора, а не устанавливаются правовыми актами, как это было ранее. В данном случае возможные проявления оттока капитала при реализации внешнеторговых договоров законодатель предлагает регулировать экономическими мерами, т.е. введением требования о резервировании (ст. 7 Закона № 173-ФЗ).

Наряду с резервированием на первом этапе Закон предусматривает использование и других ограничительных мер.

Так, до 18 июня 2005 г. для юридических лиц — резидентов действовал прежний порядок открытия валютных счетов в банках за пределами Российской Федерации, установленный Законом РФ от 9 октября 1992 г. № 3615-1 «О валютном регулировании и валютном контроле». Указанный порядок предусматривает получение разрешения Банка России, за исключением случаев открытия счетов для обслуживания деятельности заграничных представительств юридических лиц — резидентов и открытия счетов для расчетов по договорам международного строительного подряда.

Разрешения выдаются в соответствии с Положением Банка России от 28 апреля 2004 г. № 256-П «О временном порядке выдачи Банком России юридическим лицам — резидентам, не являющимся кредитными организациями и валютными биржами, разрешений на открытие и использование счетов в банках за пределами территории Российской Федерации».

Порядок открытия физическими лицами — резидентами счетов за границей в соответствии с Федеральным законом № 173-ФЗ зависит от страны местонахождения банка, в котором открывается счет, и валюты счета. Так, открытие валютных счетов в странах, являющихся членами Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) или Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ), осуществляется в свободном порядке с условием последующего уведомления налоговых органов об открытии счета. Открытие валютных счетов в других странах и счетов в рублях во всех зарубежных банках осуществляется согласно Закону в порядке, устанавливаемом Банком России. Указанием от 30 марта 2004 г. № 1411-У «Об открытии физическими лицами — резидентами счетов в банках за пределами

территории Российской Федерации» Банк России установил требование о предварительной регистрации открываемого счета в налоговых органах в порядке, определяемом Правительством РФ.

Закон также предусматривает прямые количественные ограничения суммы проводимых операций или возможность установления таких ограничений органом валютного регулирования. Так, сохранено положение старого закона о том, что единовременный вывоз из Российской Федерации физическими лицами наличной иностранной валюты в сумме, превышающей в эквиваленте 10 тыс. долл. США, не допускается. Ограничение не распространяется на ранее ввезенную, пересланную или переведенную физическим лицом иностранную валюту.

Центральному банку РФ, как и прежде, разрешено устанавливать ограничение суммы переводов физических лиц — резидентов из Российской Федерации и в Российскую Федерацию без открытия банковских счетов. Указанием от 30 марта 2004 г. № 1412-У «Об установлении сумы перевода физическим лицом — резидентом из Российской Федерации без открытия банковских счетов» Банк России с 18 июня 2004 г. ограничил возможность перевода физическими лицами — резидентами денежных средств из Российской Федерации суммой, эквивалентной 5 тыс. долл. США, что больше ранее установленного предела в 2,5 раза.

На *первом этапе* либерализации валютного регулирования продолжит действовать институт обязательной продажи валютной выручки резидентов на внутреннем валютном рынке Российской Федерации. Размер обязательной продажи части валютной выручки в новом законе не изменен — не свыше 30% суммы выручки. Однако в отличие от ранее установленного порядка теперь обязательной продаже подлежит валютная выручка не только юридических лиц-резидентов, но и индивидуальных предпринимателей. Порядок обязательной продажи валютной выручки в соответствии со статьей 21 закона установлен Банком России в Инструкции от 30 марта 2004 г. № 111-И «Об обязательной продаже валютной выручки на внутреннем валютном рынке Российской Федерации». Инструкция предусматривает обязательную продажу в размере 25% суммы валютной выручки.

Второй этап либерализации валютного регулирования начался с 1 января 2007 г. С этого момента согласно статье 26 закона утрачивают силу положения, устанавливающие следующие ограничения:

- требования о резервировании (определенные в статьях 7, 8, 11, 12, 13, 14, 16);
- требования о проведении операций через специальные счета (определенные в статьях 7, 8, 11);
- требование об осуществлении обязательной продажи валютной выручки (определенное в статье 21);

• требование о предварительной регистрации счета, открываемого резидентом в банках, расположенных на территориях иностранных государств, не являющихся членами ОЭСР и ФАТФ (определенное в статье 12).

Таким образом, с 1 января 2007 г. все валютные операции между резидентами и нерезидентами согласно закону будут осуществляться без ограничений.

Вместе с тем с целью защиты национальной валюты Российской Федерации законом установлен запрет на проведение валютных операций между резидентами, за исключением случаев, перечисленных в статье 9 закона. К числу исключений отнесены в том числе валютные операции между резидентами и уполномоченными банками, а также между уполномоченными банками.

Организация валютного контроля в Российской Федерации после вступления в силу Федерального закона № 173-ФЗ принципиально не изменилась. Нововведением явилось установление в статье 23 закона конкретного перечня документов, которые агенты валютного контроля имеют право запрашивать и получать от резидентов и нерезидентов при осуществлении ими валютных операций, открытии и ведении счетов. В этой же статье решена ранее имевшая место проблема обмена информацией о нарушениях валютного законодательства и актов органов валютного регулирования между органами валютного контроля для применения санкций в рамках своей компетенции.

В связи с либерализацией и последующей отменой валютных ограничений возрастает роль мониторинга валютных операций. Наличие системы их учета необходимо для своевременного реагирования на негативные ситуации на внутренних финансовых рынках и неблагоприятные (с точки зрения национальных интересов) изменения трансграничных финансовых потоков.

Основным информационным источником по-прежнему остается банковский сектор. Кредитные организации в рамках нового закона сохранили статус агентов валютного контроля, в обязанности которых в соответствии со статьей 23 входит осуществление контроля над соблюдением резидентами и нерезидентами валютного законодательства и представление органу валютного контроля (Банку России) информации о валютных операциях, проводимых с их участием, в порядке, установленном валютным законодательством и актами органов валютного регулирования.

С этой целью Банком России разработаны Инструкция от 15 июня 2004 г. № 117-И «О порядке представления резидентами и нерезидентами уполномоченным банкам документов и информации при осуществлении валютных операций, порядке учета уполномоченными бан-

ками валютных операций и оформления паспортов сделок» и Положение от 1 июня 2004 г. № 258-П «О порядке представления резидентами уполномоченным банкам подтверждающих документов и информации, связанных с проведением валютных операций с нерезидентами по внешнеторговым сделкам, и осуществления уполномоченными банками контроля за проведением валютных операций».

В соответствии со статьей 11 закона Центральный банк РФ также устанавливает для кредитных организаций требования к оформлению документов при купле-продаже наличной иностранной валюты и чеков, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте. Во исполнение закона Банком России введена в действие Инструкция от 28 апреля 2004 г. № 113-И «О порядке открытия, закрытия, организации работы обменных пунктов и порядке осуществления уполномоченными банками отдельных видов банковских операций и иных сделок с наличной иностранной валютой и валютой Российской Федерации, чеками (в том числе дорожными чеками), номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, с участием физических лиц». При совершении физическими лицами операций с наличной иностранной валютой новый порядок предусматривает оформление и выдачу клиентам вместо бланка строгой отчетности справки ф. № 0406007 документа произвольной формы, устанавливаемой банком самостоятельно. Требование об осуществлении указанных операций при предъявлении банку документов, удостоверяющих личность, сохранено. Вместе с тем проведение операций с наличной иностранной валютой стало возможно при предъявлении физическим лицом водительского удостоверения. Фиксирование информации о проводимых банком операциях в рамках Инструкции № 113-И должно осуществляться в едином реестре с учетом требований Федерального закона от 7 августа 2003 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма».

Перспективы валютного регулирования сводятся к тому, что данный инструмент государственной политики способен сыграть важную роль в стабилизации финансового рынка в целом, в формировании на нем технологических основ, обеспечивающих максимальное сочетание государственного регулирования и саморегулирующих начал рынка. Организация валютного регулирования на такой основе является не только целесообразной, но и обязательной, поскольку отказ государственных органов от учета мнения деловых кругов может свести эффективность принимаемых мер регулирования к нулю.

1. Принципы и методы работы на валютных рынках

Валютный рынок существует везде, где происходит покупка одной валюты на другую. По объемам торговли это самый большой рынок в мире. В настоящее время среднесуточный объем продаж на валютном рынке превышает 1,9 трлн долл. Уникальность рынка обусловлена большими объемами торговли на нем, высокой ликвидностью рынка, большим числом и разнообразием его участников, широким географическим распространением. Торговля при этом ведется круглосуточно — 24 часа в сутки, правда, с перерывами на выходные. Рынок отличается значительным разнообразием воздействующих на курсы валют факторов.

По данным обзора деятельности центральных банков мира 2004 г., публикуемого раз в три года Банком международных расчетов, в течение нескольких лет в апреле среднесуточные продажи на мировом валютном рынке составляли 621 млрд долл. — по сделкам спот, 1,26 трлн долл. — по производным валютным инструментам, в частности, 208 млрд долл. — по прямым форвардным сделкам, 944 млрд долл. — по сделкам своп и 107 млрд долл. — по опционам.

Валютный рынок характеризуется быстрым ростом торговли фьючерсными контрактами. В 2006 г. на их долю приходилось 7% мирового валютного рынка.

В апреле 2006 г. среднесуточный объем продаж на мировом валютном рынке с использованием традиционных инструментов достиг 2,7 трлн долл. Если сюда добавить нетрадиционные инструменты, то объем продаж был фактически равен 2,9 трлн в сутки. Для сравнения можно указать, что данный показатель в 10 раз больше среднесуточных объемов торговли на всех рынках ценных бумаг мира.

Впечатляет динамика развития валютного рынка. За период с апреля 2005 г. по апрель 2006 г. объем операций на валютном рынке увеличился на 38%. Удвоение объема операций отмечено по сравнению с 2001 г.

Такое расширение рынка вызвано ростом значимости иностранной валюты как объекта инвестиций, а также увеличением числа операций различных фондов управления активами (например, хедж-фондов и пенсионных фондов). Важным фактором стало также появление торговых платформ в Интернете.

Валютный рынок является внебиржевым. Крупнейший торговый центр валютного рынка с точки зрения географического положения — Великобритания, в частности Лондон. На долю последнего приходится примерно треть всех традиционных валютных операций. За 2004—2006 гг. этот показатель вырос с 31,3 до 32,4%. На долю второго по значимости рынка — США — приходится 18,2%, Японии — 7,6%, Сингапура — 5,7%. Далее следуют Германия, Швейцария, Австралия, Канада, Франция и Гонконг.

На долю первых 10 наиболее активных трейдеров приходится 73% торгового объема.

Обычно разница между курсом продавца и курсом покупателя по активно торгуемым парам валют минимальна. Она находится в пределах 0—3 пипса. Пипс — это обозначение валютным дилером минимального изменения курса в виде одной десятитысячной валютного курса (например, разница между 1,7814 и 1,7815 равна одному пипсу). Минимальный объем сделки обычно равен 100 тыс. долл.

Перечислим крупнейших трейдеров на валютном рынке (доля продаж — в %):

1) *Deutsche Bank* (19,26);
2) *UBS* (11,86);
3) *Citigroup* (10,39);
4) *Barclays Capital* (6,61);
5) *Royal Bank of Scotland* (6,43);
6) *Goldman Sachs* (5,25);
7) *HSBC* (5,04);
8) *Bank of America* (3,97);
9) *JPMorgan Chase* (3,89);
10) *Merrill Lynch* (3,68).

Современный валютный рынок представляет собой сложную и динамичную экономическую систему, функционирующую в рамках всего мирового хозяйства. Валютный рынок, непрерывно развивался, усложнялся и приспосабливался к новым условиям, прошел путь от локальных центров торговли векселями в иностранных валютах до фактически единственного, подлинно международного рынка, экономическую роль которого трудно переоценить. Вместе с развитием и совершенствованием валютного рынка развивались и совершенствовались валютные операции, появлялись новые их виды, улучшалась техника их проведения.

Банки и небанковские учреждения осуществляют свою деятельность на валютном рынке путем проведения валютных операций. Валютные операции в зависимости от сроков подразделяются на наличные и срочные операции с иностранной валютой.

Срочные сделки принято подразделять на конверсионные, страховые и спекулятивные. Это деление выглядит достаточно условно, поскольку на практике одна и та же сделка может иметь в своей основе и конверсионные, и страховые, и почти всегда спекулятивные цели.

Среди наличных валютных операций выделяют операции «спот» (*spot*), «овернайт» (*overnight*), «тумороу/некст» (*tomorrow/next*) и «дей-то-дей своп» (*day-to-day swap*), применяемые банками для создания и управления текущими валютными позициями. К срочным сделкам относятся «форвард» (*forward*), «опцион» (*option*) и «своп» (*swap*).

Международная торговля требует появления и развития срочных сделок с иностранной валютой в силу того, что при совершении коммерческой операции возникает необходимость застраховаться от валютного риска. Поэтому такие валютные операции, как «форвард», «опцион» и «своп», широко используются для целей хеджирования. В зависимости от типа используемой валютной операции различаются стоимость страхования от валютного риска и полнота его покрытия в результате проведения срочной валютной сделки. Следовательно, возникает необходимость в подсчете стоимости и эффективности страхования, а также в оценке полноты покрытия валютного риска. Срочные сделки — удобное средство для проведения спекулятивных операций. Такие операции не требуют наличия каких-либо ликвидных средств, и при умелом использовании могут приносить значительную прибыль банку.

Валютный рынок существует и развивается в тесной связи с другими рынками: рынком ссудных капиталов, рынком ценных бумаг и мировым рынком товаров и услуг. Таким образом, участники валютного рынка оказываются подверженными не только валютному, но и другим видам риска, среди которых выделяют кредитный риск и риск изменения процентной ставки, или процентный риск.

В банках и небанковских институтах, являющихся участниками валютного рынка, ведется учет проводимых валютных операций и осуществляется текущее и перспективное управление ими.

2. Наличные операции

Валютная позиция

Крупнейшие банки все время котируют курсы покупателя и продавца, по которым они готовы вступить в сделку на крупные суммы (обычно 1—5 млрд долл.). В большинстве стран применяется прямая котировка валют, т.е. определенное количество национальной валюты за единицу иностранной. Но для некоторых валют применяют косвенные котировки (определенное количество иностранной валюты за единицу национальной). Так, для фунта стерлингов на рынке Лондона применяется косвенная котировка. Это объясняется его былой международной ролью, введением в Великобритании только в 1971 г. десятичной системы (до этого косвенная котировка фунта стерлингов позволяла упростить расчеты, а также обусловливалась относительной «дороговизной» британской валюты). В США, по крайней мере для внутренних целей, используется принцип прямой котировки, т.е. единицы иностранных валют выражаются в долларах США, хотя в международной сфере американские банки применяют принцип косвенной

котировки для всех валют, кроме фунта стерлингов. Обычно все валюты котируются относительно доллара США, что отражает его роль в международном обороте.

Полная котировка включает курс покупателя и курс продавца, в соответствии с которым банк купит или продаст иностранную валюту на национальную. Разница между курсами продавца и покупателя (маржа) является для банка источником дохода, за счет которого он покрывает расходы по осуществлению сделки и в определенной степени служит для страхования валютного риска. Рассмотрим условный **пример**. Здесь и далее курсы валют имеют гипотетический характер и не отражают реальное положение дел на рынке.

Нью-Йорк на Франкфурт-на-Майне (косвенная котировка):

1 долл. — 0,9260 евро (курс продавца);

1 долл. — 0, 9270 евро (курс покупателя).

Нью-Йоркский банк, продавая евро, стремится заплатить за каждый доллар меньше евро (0,9260) и получить их больше, покупая евро (0,9270).

Нью-Йорк на Лондон (прямая котировка):

1 ф. ст. — 1,5630 долл. (курс покупателя);

1 ф. ст. — 1,5640 долл. (курс продавца).

Нью-Йоркский банк, продавая фунты стерлингов, стремится получить за каждый фунт больше долларов (1,5640), чем он платит при покупке фунта стерлингов (1,5630).

Между двумя любыми валютами курс определяется через их соотношение к третьей валюте, как правило, к доллару США. Это часто бывает необходимо для торгово-промышленной клиентуры, интересующейся котировкой иностранных валют по отношению к национальной. Банки, участвующие в операциях на валютном рынке, вынуждены держать достаточное количество резервов во всех основных валютах для проведения международных расчетов. Для открытия счетов у иностранных корреспондентов в иностранной валюте банку необходимо определенное количество национальной валюты, чтобы купить иностранную.

Таким образом, у банка автоматически возникает длинная позиция в иностранной валюте, а в национальной — короткая, т.е. часть ресурсов банка в валюте, которую он продает, вкладывается в полученную валюту. Это создает так называемую валютную позицию (соотношение требований и обязательств в иностранной валюте). Если требования и обязательства совпадают, образуется закрытая валютная позиция; если существует неравенство требований и обязательств, у банка образуется открытая позиция. *Открытая валютная позиция* может быть длинной, в случае если требования превышают обязательства по продаже валюты, и короткой, если обязательства превышают требования. Открытая валютная позиция связана с валютным риском и мо-

жет вести как к дополнительным доходам, так и к убыткам банков или фирм. Для страхования от валютного риска банк получает валюту на условиях наличной сделки и одновременно продает ее на срок. Например, банку необходимы «рабочие» остатки на счете в евро. Вместо того чтобы только купить за национальную валюту на условиях наличной сделки 100 млн евро, банк одновременно продает евро на срок. На его счете «ностро» у иностранного банка-корреспондента будет ограничен кредитный остаток в 100 млн евро как результат наличной сделки, но валютная позиция остается при этом закрытой.

Валютные операции также приводят к возникновению коротких и длинных позиций, отличных от тех, что получены по «рабочим» балансам на счетах. Предположим, счет банка у его парижского корреспондента имеет кредитовое сальдо 10 млн евро. Банк получил трехмесячный депозит 100 млн евро от своего клиента и решил перевести эту сумму в доллары и поместить ее на соответствующий трехмесячный долларовый депозит. Валютная позиция банка в евро будет короткая и составит:

100 млн евро – 10 млн евро = 90 млн евро

(хотя рабочий остаток на счете у банка, как и прежде, равен 10 млн евро).

Валютный отдел банка осуществляет постоянный контроль позиций в различных валютах путем немедленного введения всех совершаемых валютных операций в ЭВМ, которая постоянно дает данные о валютных позициях (как длинных, так и коротких) в разных валютах. Если банк имеет длинные или короткие позиции в нескольких иностранных валютах, ему необходим какой-то общий знаменатель для измерения и оценки общего валютного риска. Обычно для этого используется пересчет позиций в национальную валюту. Но так как все валюты котируются относительно доллара США, удобнее оценивать текущую валютную позицию на базе доллара США. Если доллар будет являться общим знаменателем для измерения общего валютного риска, текущая валютная позиция будет выглядеть следующим образом (табл. 6.1).

Таблица 6.1

Текущая валютная позиция банка в зависимости от доллара

	Длинная позиция	Короткая позиция	Курс к доллару США
Фунт стерлингов	3 127 000 долл.	2 000 000	1,5635
Евро	4 632 500 долл.	5 000 000	0,9265
Швейц. франк	4 000 000	2 816 901 долл.	1,4200
Японская иена	300 000 000	2 581 756 долл.	116,2

Итого общий долларовый риск равен 2 360 843 долл.

Валютный рынок в Европе начинает работать в 9 часов утра, но рабочий день дилера начинается, по крайней мере, на час раньше. Каждый дилер должен выработать стратегию и тактику своих действий при проведении валютных операций в течение дня. Для этого ему необходимо знать, во-первых, курсы валют при закрытии рынков в Нью-Йорке и на Дальнем Востоке. Из-за разницы во времени банки в Нью-Йорке будут еще в течение нескольких часов открыты после закрытия европейских банков, и одновременно уже закончится новый день на Дальнем Востоке, когда в Европе будет только 9 часов утра. Валютный рынок в Нью-Йорке оказывает огромное влияние на мировой валютный рынок. Оно усилилось с открытием Интернешнл Манетари Маркета (ИММ) (*International Monetary Market*) в Чикаго в 1972 г. Кроме того, американская внешняя торговля оказывает сильное влияние на европейские валюты, а также Нью-Йорк является основным рынком, где обращаются валюты латиноамериканских государств. Поэтому курсы закрытия Нью-Йоркского рынка могут сигнализировать об усилении или ослаблении тех или иных тенденций в валютной сфере. Это верно и для курсов закрытия рынков на Дальнем Востоке.

Во-вторых, динамика валютного курса зависит от событий в экономической и политической жизни. Основными факторами, определяющими валютные курсы в условиях «плавающих» курсов (не столько в краткосрочном, сколько в долгосрочном плане), являются экономические, финансовые показатели и процентные ставки. Такие политические факторы, как социальная напряженность, падение правительств, выступления ведущих политических деятелей и т.д., также оказывают сильное влияние на рынок валют и иногда даже доминируют над остальными.

В-третьих, дилеру необходимо знать собственную валютную позицию банка. После анализа всех факторов дилер определяет курс открытия рынка в долларах, необходимый для проведения банком первых операций с валютой, и анализирует возможные изменения в валютной позиции банка.

Сущность и техника проведения наличных сделок

Наличные валютные операции осуществляются, в основном, на условиях «спот», что подразумевает расчет на второй рабочий день после заключения сделки. Это позволяет перевести средства в любую страну и завершить оформление. По договоренности в ряде стран можно производить расчеты в тот же день или на следующий день, но при этом котируются только курсы «спот». Базой для проведения таких операций служат корреспондентские отношения между банками. Валютные операции с немедленной поставкой («спот») составляют примерно 90% всех валютных сделок. Основные цели при проведении операций на услови-

ях «спот» — обеспечение потребности клиентов банка в иностранной валюте, перелив капитала из одной валюты в другую, проведение арбитражных сделок и спекулятивных операций. Банки используют эти сделки для поддержания минимально необходимых рабочих остатков в иностранных банках на счетах «ностро» в целях уменьшения излишков в одной валюте и покрытия потребностей в другой. С помощью этого банки регулируют свою рабочую валютную позицию в целях избежания образования «овердрафта», т.е. непокрытых остатков на счетах. Чтобы быстро продать или купить валюту, проводятся сделки «спот». Несмотря на короткий срок поставки иностранной валюты, контрагенты несут валютный риск и по этой сделке, т.е. в условиях «плавающих» валютных курсов курс может измениться и за два рабочих дня.

Пусть, например, у банка образуется открытая валютная позиция в фунтах стерлингов против долларов США в результате продажи фунтов на условиях «спот», а сделка должна быть исполнена через два рабочих дня после ее заключения. Для закрытия своей валютной позиции банк должен будет занять проданную валюту (фунты) и также разместить купленную валюту (доллары). Разница в процентной ставке по депозиту в долларах, которую получает банк, и ставки по депозиту в фунтах стерлингов, которую банк платит, составит его издержки на поддержание открытой валютной позиции, возникшей в результате операции «спот». Но так как банк не знает, как долго он будет поддерживать открытую позицию в валюте, предложенный выше метод является достаточно неудобным. В то же время сделка «дэй-ту-дэй своп» или ежедневная сделка «своп» дает возможность банку каждый день решать, будет сохранена открытая валютная позиция или нет.

Например, банк в пятницу продал фунты стерлингов на доллары на условиях «спот» по курсу 1,5630. День исполнения сделки — вторник следующей недели. Затем банк в понедельник проводит операцию «своп» на один день с поставкой во вторник, известную под названием «тумороу/некст», т.е. банк получает фунты с поставкой во вторник и одновременно продает их с поставкой в среду, проводя обе операции против долларов США. Осуществляя эти операции, банк поддерживает короткую позицию в фунтах и длинную в долларах, отодвигает расчет по ним на один день вперед (табл. 6.2).

Таблица 6.2

Короткая и длинная позиции банка при осуществлении сделок «спот» и «дэй-ту-дэй-своп»

Тип операции	День производства операции	День поставки валюты	Позиции	
			фунт	доллар
«Спот»	Пятница	Вторник	–	+
«Дэй-ту-дэй своп»	Понедельник	Вторник	+	–
«Дэй-ту-дэй своп»	Вторник	Среда	+	–
		Четверг	–	+

Если в понедельник, например, дисконт по операции «томороу/некст» составит 0,00015—0,00013, курс «спот» будет, предположим, 1,5690 и контрагент выкупит фунты в среду с дисконтом 0,00015, то это обойдется банку в год:

$$\frac{0{,}00015 \times 365 \times 100}{1{,}5690} = 3{,}49\% \text{ годовых.}$$

Сделки между банками осуществляются через доллар США. Если немецкий банк покупает швейцарские франки в Швейцарии или в другом месте, он должен платить долларами США. Если английский банк продает немецкому банку фунты, немецкий банк платит долларами. Но иногда клиенты хотят осуществить сделку «валюта на валюту» без участия доллара, тогда необходимо определить кросс-курс валют через доллар.

Например:

доллар/швейц. франк = 1,4200/1,4220;

доллар/евро = 0,9250/0,9270.

Клиент хочет приобрести у банка в ФРГ швейцарские франки. Следовательно, банк должен предварительно купить их в Швейцарии по курсу покупателя у швейцарского банка на доллары, т.е. по курсу 1 долл. = = 1,420 швейц. франков. Для того чтобы получить доллары, которые банк уплатит швейцарскому банку, ему необходимо продать евро, полученные от клиента, на доллары по курсу продавца: 1 долл. = 0,9270 евро. Итак,

X евро — 1 швейц. фр.;

1,4200 швейц. фр. — 1 долл.;

1 долл. — 0,9270 евро.

$X = (1 \times 0{,}9270) / 1{,}4200 = 0{,}6528$ (курс продавца).

В случае если клиент хочет продать швейцарские франки немецкому банку, имеем:

X евро — 1 швейц. фр.;

1,4220 швейц. фр. — 1 долл.;

1 долл. — 0,9250 евро.

$X = (1 \times 0{,}9250) / 1{,}4220 = 0{,}6505$ (курс покупателя).

Рассмотрим еще один пример.

Клиент во Франкфурте-на-Майне хочет купить фунты стерлингов на евро. Валютные курсы:

ф. ст./долл. = 1,5630/1,5640;

долл./евро = 0,9250/0,9270.

Немецкий банк продает во Франкфурте-на-Майне евро на доллары по курсу продавца 0,9270 и покупает в Лондоне фунты на доллары США по курсу покупателя 1,5640:

X евро — 1 ф. ст.;

1 ф. ст. — 1,5640 долл.;

1 долл. — 0,9270 евро.

$X = 1{,}5640 \times 0{,}9270 = 1{,}4498$ (курс продавца).

Если клиент хочет продать фунты стерлингов немецкому банку, то мы имеем:

X евро — 1 ф. ст.;

1 ф. ст. — 1,5630 долл. США;

1 долл. США — 0,9250 евро.

$X = 1{,}5630 \times 0{,}9250 = 1{,}4458$ (курс покупателя).

Например, на Лондонском валютном рынке большая часть операций проводится в долларах против фунтов стерлингов, в частности по сделкам на срок — до 70—75%, все активные банки котируют этот курс. На втором месте стоят операции в евро и швейцарских франках. Роль фунта стерлингов на рынке значительно выше, чем можно заключить из его удельного веса в торговых платежах и резервах. Это объясняется тем, что он привлекателен для спекулятивных операций, так как изменение его курса труднее предсказать, чем курсов других валют.

Большинство операций на межбанковском рынке совершается в виде устного соглашения по телефону, а затем подтверждается с помощью телекса. Телефонные разговоры у брокеров и крупных банков записываются на пленку во избежание недоразумений. Воспользоваться явной ошибкой партнера считается недопустимым на валютном рынке, так как репутация учреждения имеет очень большое значение. Все участники котируют курсы продавца и покупателя. Маржа между этими курсами является источником прибыли. Кроме того, все котировки действительны только в течение определенного срока и на определенную сумму. Для круглых и дробных сумм могут быть разные курсы. Обычно по контрактам доллар/евро курсы котируются для круглых сумм от 0,5 до 10 млн долл. Стандартной суммой сделки считается 0,5 млн долл.

Основными курсами валютного рынка являются курсы «спот». На их основе уже рассчитываются курсы по всем остальным операциям.

Определение валютного курса — непосредственный результат функционирования валютного рынка. С точки зрения рынка это происходит путем стихийного сравнения рыночного спроса и предложения, зависящих, в свою очередь, от целого ряда экономических и других факторов. Две широкие группы факторов лежат в основе спроса и предложения на валютном рынке: фундаментальные (или макроэкономические) и технические (или состояние рынка). Также велико значение субъективных, неэкономических факторов.

Валютные операции совершаются для обеспечения торговых и финансовых отношений и для получения прибыли. Эта последняя причина сегодня имеет преобладающее значение и во многом определяет движение валютной конъюнктуры. Как свидетельствует практика, спекулятивный элемент в функционировании валютного рынка уве-

личивается с каждым годом. Свыше 90% всех сделок не связано с конкретными торговыми и финансовыми операциями. В краткосрочном плане спекулятивные операции вносят хаотичность и нервозность на рынок, ведут к повышению неустойчивости валютных курсов. Несмотря на это, в конце концов начинают преобладать фундаментальные экономические факторы: состояние платежного баланса, уровень инфляции, движение процентных ставок.

Важнейшее значение в долгосрочном плане имеет состояние текущего баланса страны, баланса кредитной деятельности, прямых инвестиций и т.д. Прямые инвестиции, покупки иностранных ценных бумаг, операции на международном денежном рынке оказывают все возрастающее влияние на состояние валютного курса.

При оценке коммерческого и инвестиционного спроса учитывают соотношение темпов роста цен в двух странах (при более высоком уровне инфляции курс данной валюты будет потенциально слабее). Спрос и предложение на валютном рынке определяются в краткосрочной перспективе движением «горячих денег», балансом портфельных инвестиций, состоянием совокупной чистой банковской позиции и т.д. Движение краткосрочных капиталов, в свою очередь, зависит от уровня процентных ставок по соответствующим валютам: капиталы стремятся уйти в ту валюту, процентные ставки по депозитам в которой больше.

Рыночные факторы формирования валютного курса включают показатели функционирования самого валютного рынка: обороты, количество участников, размеры уже открытых позиций, особенности каждой операции (размер, важность и срочность), искусство дилеров и т.д. Большое значение имеет ожидание рынка, зависящее как от экономических факторов, так и от различных политических событий, слухов и т.п. Кроме того, состояние одного валютного рынка непосредственно связано с положением на других валютных рынках.

Так как рынок постоянно находится в движении, то даже при наличии самой исчерпывающей информации прогнозирование валютного курса является чрезвычайно трудным, если не невозможным.

Операции «форвард». Сущность и техника их проведения

Срочными операциями называются валютные сделки, расчет по которым производится более чем через два рабочих дня после их заключения. Они обычно применяются для страхования от изменения курсов или для извлечения спекулятивной прибыли. Межбанковские срочные сделки получили название «форвардные». В момент заключения сделки фиксируются срок, курс и сумма, но до наступления срока

(обычно один — шесть месяцев) никакие суммы по счетам не проводятся. Как правило, большинство предпочитает, чтобы партнер имел у них на счете определенную сумму, хотя денежное обеспечение не требуется, и размеры сделки могут быть любыми.

К особенностям срочных сделок можно отнести то, что существует интервал во времени между моментом заключения и исполнения сделки и при этом курс валюты определяется в момент заключения сделки.

В биржевых котировочных бюллетенях публикуется курс для сделок «спот», обычно для телеграфного перевода и премии или скидки для определения курса по сделкам «форвард» на разные сроки, как правило, один, три или шесть месяцев. Если валюта по сделке «форвард» котируется дороже, чем при немедленной поставке на условиях «спот», эта инвалюта котируется с премией. Скидка или дисконт означает обратное. Срочный курс, в котором учтена премия или скидка, именуется курсом «аутрайт». При премии валюта на срок дороже, чем наличный курс, при скидке — дешевле.

Если покупка долларов на фунты стерлингов сроком на один месяц обходится дешевле наличных долларов, то это говорит о том, что участники валютного рынка предпочитают держать вклады в долларах вместо фунтов стерлингов. Дисконт долларов на срок измеряет степень такого предложения.

Основная причина дисконта или премии по форвардному курсу — разница в процентных ставках по краткосрочным депозитам, а размер премии или дисконта соответствует разнице в процентных ставках по срочным депозитам в соответствующих валютах на срок, равный сроку «форвардной» сделки.

Графически зависимость величины дисконта (премии) от разницы в уровнях ставок по депозитам в соответствующих валютах на евровалютном рынке может быть представлена следующим образом (рис. 6.1 и 6.2).

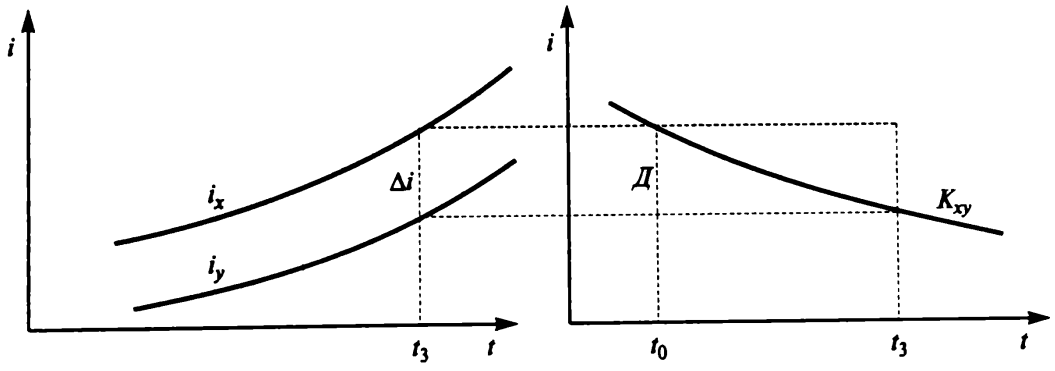


Рис. 6.1. Зависимость величины дисконта от разницы в уровнях ставок по депозитам

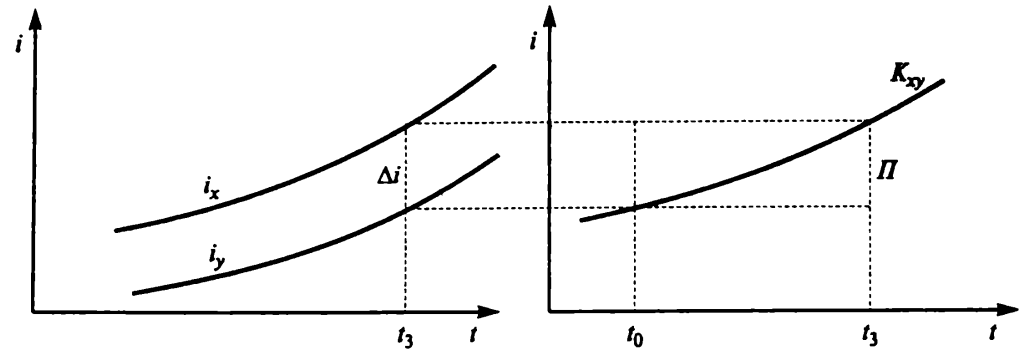


Рис. 6.2. Зависимость величины премии от разницы в уровнях ставок по депозитам

i — ставка процента; Δi — разница в ставках процента по депозитам в валютах x и y; t — срок; t_0 — срок наличной сделки; t_3 — срок срочной сделки (три месяца); k — валютный курс; i_x — график зависимости процентной ставки по евродепозитам в валюте x от его срока; i_y — график зависимости процентной ставки по евродепозитам в валюте y от его срока; K_{xy} — график зависимости валютного курса валюты x в валюте y от срока сделки; *Д* — дисконт; *П* — премия.

В данном случае особо важную роль играет не сам уровень процента по данной валюте, а разница в процентных ставках по двум валютам на международном денежном рынке. Это имеет отношение к открытой валютной позиции, которая возникает у банка при проведении «форвардной» операции. Если банк хочет покрыть их в целях нейтрализации валютного риска, ему необходимо произвести следующие операции, которые либо только покроют его издержки, либо кроме этого принесут прибыль.

Рассмотрим **пример**.

Немецкий экспортер хочет продать 1 млн долл. США на евро на условиях «форвардной» сделки на срок три месяца.

Пусть «спот» долл./евро = 1,8410/1,8425;

ставка по трехмесячным евродолларовым депозитам = 7% — $7\frac{1}{8}$%;

ставка по трехмесячным евродепозитам в евро = $4\frac{5}{8}$% — $4\frac{7}{8}$%;

срок сделки — 94 дня.

Бухгалтерские счета и проводки операций будут следующие:

«Спот» (через 2 дня)

Доллар

Д	К
	1 000 000 (б)
1 000 000 (в)	
1 000 000	1 000 000

Евро

Д	К
1 841 000 (б)	
	1 841 000 (в)
1 841 000	1 841 000

«Форвард» (через 94 дня)

Доллар			Евро	
Д	К		Д	К
1 000 000 (а)	1 000 000 (г) +18 604,17 (начисленный процент за три месяца к выплате)		1 841 000 (г) +22 232,63 (начисленный процент за три месяца) −34 027,03	1 829 205,6 (а)
1 000 000	1 018 604,17		1 829 205,6	1 829 205,6

1) *операция «а»*. Немецкий банк получает у клиента 1 млн долл. США с поставкой через 94 дня за евро по курсу, который предстоит определить;

2) *операция «б»*. Для нейтрализации валютного риска банк тут же продает доллары на евро на условиях «спот» по рыночному курсу 1,8410 евро в Нью-Йорке;

3) *операция «в»*. Для исключения риска неплатежеспособности банк, исходя из сроков платежа:

- занимает 1 млн долл. США на срок три месяца под $7\frac{1}{8}\%$ годовых, например, у того же клиента;
- помещает ту же сумму в евро на трехмесячный депозит под $4\frac{5}{8}\%$ годовых.

Эти операции обойдутся банку в год

$[(4\frac{5}{8} - 7\frac{1}{8}) \times 1{,}8410] / 100\% = -0{,}0460$ евро на каждый доллар США; а в расчете на три месяца это составит $(-0{,}0460 \times 94) / 360 = -0{,}0120$ евро.

Итак, разница в процентах по долларовой ссуде, полученной банком, и по его депозиту в евро, которую ему необходимо выплатить, составит 0,0120 евро на каждый доллар за три месяца.

4) *операция «г»*. Погашение долларового займа на 94-й день производится долларами, полученными от клиента по «форвардной» сделке, а получение евро осуществляется с депозита, по которому подошел срок.

Проценты, которые необходимо выплатить по долларовому займу, составят:

$$(1\,000\,000 \times 7\frac{1}{8}\% \times 94) / (100\% \times 360) = 18\,604{,}17 \text{ долл.}$$

Проценты, начисленные по депозиту в евро, составят:

$$(1\,841\,000 \times 4\frac{5}{8}\% \times 94) / (100\% \times 360) = 22\,232{,}63 \text{ евро.}$$

Так как банк в результате операции «в» будет иметь с каждого доллара на 0,0120 евро меньше в расчете за три месяца, курс, по которому необходимо перевести проценты по долларовому займу в евро, составит 1,8410 – – 0,0120 = 1,8290. Это будет приближенный «форвард». Итак, 18 604,17 × × 1,8290 = 34 027,03 евро.

Определим, какую же действительно сумму евро выплатит банк экспортеру при получении у него на срок три месяца 1 млн долл. США.

Кредитуя счет евро по «форвардным» операциям на сумму процентов по долларовому займу, но уже в евро, и дебетуя его же на сумму процентов, начисленных по депозиту в евро, т.е. на 22 232,63 евро, получим:

1 841 000 + 22 232,63 – 34 027, 03 = 1 829 205,6 евро.

Как видно из приведенных счетов, после проведения операций по хеджированию банк за 1 млн долл. США дает только 1 829 205,60 евро, а не 1 841 000,00 евро по курсу «спот» с 1,8410 при наличной сделке. Это и представляет собой курс «форвард» — 1 долл. США = 1,8292 евро. Разница между курсами «спот» 1,8410 и «форвард» 1,8292 составляет дисконт 0,0118.

В данном случае курс по сделке «форвард», равный 1,8292, будет курсом покупателя, а дисконт 0,0118 — дисконтом покупателя.

Если рассмотреть случай, когда клиент хочет купить у немецкого банка 1 млн долл. США за евро с поставкой через три месяца, получим следующие бухгалтерские счета и проводки:

«Спот» (через 2 дня)

Доллар

Д	К
1 000 000 (б)	
	1 000 000 (в)
1 000 000	1 000 000

Евро

Д	К
	1 842 500 (б)
1 842 500 (в)	
1 842 500	1 842 500

«Форвард» (через 94 дня)

Доллар

Д	К
	1 000 000 (а)
1 000 000 (г) +18 277,78 (начисленный процент за три месяца к выплате)	
1 018 277,78	1 000 000

Евро

Д	К
1 832 463,11 (а)	1 842 500 (г) +23 453,49 (начисленный процент за три месяца к выплате) –33 490,38
1 832 463,11	1 832 463,11

1) *операция «а»*. Отражение сделки «форвард»;

2) *операция «б»*. Нейтрализация валютного риска и сделка на условиях «спот» по курсу продавца (1,8425 евро);

3) *операция «в»*. Исходя из сроков платежа:

- банк занимает 1 842 500 евро под $4\frac{7}{8}\%$ годовых на три месяца;
- помещает 1 млн долл. США на евродолларовый депозит под 7% годовых на три месяца.

В результате этих операций в расчете на три месяца банк имеет:

$$[(4\frac{7}{8}\% - 7\%) \times 1{,}8425 \times 94] / (100\% \times 360) = -0{,}0102 \text{ евро};$$

4) *операция «г»*. Проценты, начисленные по евродепозиту, составят:

$$(1\,000\,000 \times 7\% \times 94) / (100\% \times 360) = 18\,277{,}78 \text{ долл.}$$

Проценты, выплачиваемые банком по займу в евро, составят:

$$(1\,842\,500 \times 4\frac{7}{8}\% \times 94) / (100\% \times 360) = 23\,453{,}49 \text{ евро.}$$

Приближенный курс «форвард» составит:

$$1{,}8425 - 0{,}0102 = 1{,}8323 \text{ евро.}$$

Проценты, начисленные по долларовому депозиту, выраженные в евро, будут равняться:

$$18\,277{,}78 \times 1{,}8323 = 33\,490{,}38 \text{ евро.}$$

Сумма в евро, необходимая для покупки на условиях «форвард» 1 млн долл. США, равна:

$$1\,842\,500 + 23\,453{,}49 - 33\,490{,}38 = 1\,832\,463{,}11 \text{ евро.}$$

При этом уточненный курс «форвард» (в данном случае курс продавца) составит 1,8325 евро, а дисконт продавца будет равен 0,0100.

Итак, иностранные валюты, ставка процента по депозитам которых выше, котируются на срок дешевле, чем по наличным сделкам, т.е. с дисконтом, а валюты, ставка процента по депозитам которых ниже, — на срок дороже, т.е. с премией.

Премия (или дисконт) может быть рассчитана по следующей формуле:

$$\frac{\text{П}}{\text{Д}} = \frac{(\text{СПДВ} \times \text{КС} - \text{СПДА} \times \text{ПКФ}) \times \text{СР}}{100 \times 360},$$

где П/Д — премия (при знаке «+»), дисконт (при знаке «–»); СПДВ — ставка процента по депозитам в валюте *В* (*В* — котирующаяся валюта);

СПДА — ставка процента по депозитам в валюте *А* (*А* — котируемая валюта); КС — курс «спот»; ПКФ — приближенный курс «форвард», рассчитываемый по формуле:

$$\text{ПКФ} = \frac{(\text{СПДВ} - \text{СПДА}) \times \text{КС} \times \text{СР}}{100 \times 360};$$

СР — срок сделки «форвард».

Международная торговля создает необходимость существования «форвардных» или срочных сделок, так как нужно застраховаться от возникающего валютного риска при совершении коммерческих операций. Суть страхования или, иными словами, хеджирования по коммерческим операциям состоит в том, что вместе с внешнеторговой, коммерческой сделкой заключается срочная сделка по купле-продаже валюты, имеющая целью исключить риск при неблагоприятных последствиях от движения валютного курса.

Необходимость срочных сделок с иностранной валютой обусловлена также необходимостью хеджирования разнообразных финансовых операций:

- вложения в ценные бумаги, депозиты на денежном рынке, займы, предоставленные филиалами за границей, прямые инвестиции и прочие, произведенные в иностранной валюте, представляют собой валютные активы и должны быть хеджированы путем продажи соответствующих валют на срок;
- займы, полученные на рынках капиталов за границей в иностранной валюте, составляют пассивы в иностранной валюте, и страхование валютного риска производится покупкой соответствующих валют на срок.

Хеджирование по средствам «форвардных» операций относится не только к краткосрочным, но и к среднесрочным и долгосрочным сделкам. «Форвардные» сделки, как правило, заключаются на срок до 12 месяцев, но при помощи регулярного обновления срочной сделки по истечении ее срока возможно пролонгирование страхования на коммерческую или финансовую сделку с более длительным сроком. Как правило, расходы банка на страхование сделки или ее «форвардное» покрытие определяются в течение первого периода, в то время как по последующим периодам оно заранее неизвестно.

«Форвардное» покрытие может быть исчислено как в абсолютном, так и в относительном выражении.

Например, европейский импортер оплачивает долларами через шесть месяцев после подписания контракта на американские товары. Банк дает следующие курсы:

- «спот» доллар США/евро — 1,8410—1,8425;
- дисконт: 6 месяцев — 0,0285—0,0270, 12 месяцев — 0,0575—0,0550.

Импортер знает, что он может заключить срочную сделку на шесть месяцев по покупке долларов с дисконтом в 0,0270 к курсу «спот» 1,8425, т.е. по курсу «форвард» 1,8155. Для сравнения он определяет «форвардное» покрытие или свои расходы на хеджирование в процентном отношении за 12 месяцев следующим образом:

$$(0{,}0270 \times 2 \times 100\%) / 1{,}8425 = 2{,}93\% \text{ годовых.}$$

Если бы, например, импортер купил доллары на евро с поставкой через 12 месяцев, «форвардный» курс был бы ниже, чем при шестимесячной срочной сделке, и составил бы:

$$1{,}8425 - 0{,}0550 = 1{,}7875,$$

но «форвардное» покрытие сделки в процентах было бы выше:

$$(0{,}0550 \times 1 \times 100\%) / 1{,}8425 = 2{,}99\% \text{ годовых.}$$

В данном случае при использовании «форвардной» сделки с поставкой через шесть месяцев в целях страхования от валютного риска экономия составит:

- при курсе 1,8425 — +0,0270 ;
- при курсе 1,8555 — +0,0130;
- при курсе 1,8155 — 0;
- при курсе 1,6425 — –0,2000 (убыток).

Если бы срочная сделка была заключена на 12 месяцев, экономия составила бы:

- при курсе 1,8425 — +0,0550;
- при курсе 1,8015 — +0,0410;
- при курсе 1,8145 — +0,0280;
- при курсе 1,6705 — –0,1720 (убыток).

Как видно из примера, неправильная оценка перспектив движения курса и использования «форвардного» рынка может приносить дополнительные убытки.

Напомним, что срочные сделки принято подразделять на конверсионные, страховые и спекулятивные. Вместе с тем такая классификация не лишена условности, поскольку почти в каждой из сделок присутствует элемент спекуляции.

При заключении контракта учитываются возможные изменения валютного курса национальной и иностранной валюты, валюты платежа. Иными словами, учитываются валютные риски. Если курс валюты платежа повышается, то для экспортера выгодно выписать счет с рассрочкой платежа в иностранной валюте, потому что при конверсии выручки в национальную валюту курс будет более выгодным. Если экспортер продал товар с рассрочкой платежа и опасается снижения курса

валюты платежа, он страхует себя от возможных потерь при помощи срочной сделки с иностранной валютой. Тогда экспортер продает инвалюту на условиях «форвард» с поставкой в тот же срок, что и получение ее от импортера. В этом случае конверсия иностранной валюты в национальную происходит по курсу «форвард» на день заключения валютной сделки, т.е. курс, действующий при получении экспортером выручки от импортера, не сказывается на сумме, которую получит экспортер. Аналогично импортер использует «форвардную» сделку для страхования от валютного риска при покупке товаров с рассрочкой платежа в инвалюте, курс которой повышается.

«Форвардные» сделки — удобное средство для проведения спекулятивных операций, так как для таких операций не обязательно иметь какие-либо ликвидные средства. Покупатель заключает срочную сделку о покупке валюты *X* на валюту *Y* без намерения купить ее в срок. Он собирается покрыть «форвардную» сделку по истечении срока продажи валюты *X* на условиях наличной сделки, надеясь на то, что курс валюты *X* повысится к этому времени. Данный вид срочной сделки спекулятивного характера с иностранной валютой получил название *игры на повышение* курса валюты.

Рассмотрим **пример**.

Клиент, играя на повышение, заключает срочную сделку о покупке фунтов стерлингов на евро с поставкой через 12 месяцев:

«спот» ф. ст./долл. США = 1,5060/1,5070;

«форвард» на 12 месяцев;

дисконт = (0,0270 – 0,0240) / 1,4830;

«спот» долл./евро = 1,8410/1,8425;

«форвард» на 12 месяцев;

дисконт = (0,0495 – 0,0470) / 1,7955.

Европейский банк продает ему фунты по курсу:

$$1{,}7955 \times 1{,}4830 = 2{,}6630 \text{ евро.}$$

Если через год курс фунта вырастет до 3,0000 евро, то, продавая фунты по наличной сделке на евро, клиент получит прибыль:

3,0000 – 2,6630 = 0,3370 евро за каждый фунт стерлингов.

Аналогично игре на повышение существует *игра на понижение* курса валюты, когда продавец заключает срочную сделку на продажу валюты *X* на валюту *Y* с поставкой ее через некоторый срок, надеясь, что курс валюты *X* к тому времени упадет, и он сможет купить ее дешевле на условиях наличной сделки. Если в предыдущем примере курс фунта упадет до 2,6000, то прибыль получит банк, т.е. продавец, игравший на понижение курса валюты. Она составит 2,6630 – 2,6000 = 0,0630 евро за каждый фунт стерлингов. Клиент понесет убыток в том же размере.

Таким образом, срочные спекулятивные сделки могут приносить как большие прибыли, так и большие убытки, ведущие в ряде случаев даже к банкротствам банков или фирм.

Рассмотрим **пример** исчисления «форвардного» кросс-курса.

Клиент хочет продать немецкому банку швейцарские франки с поставкой через один месяц на евро. Банк дает следующие курсы:

«спот» долл./швейц. фр. = 1,5307/1,5317;

премия за один месяц = (0,0050 + 0,0065) / 1,5382:

«спот» долл./евро = 1,8410/1,8425;

дисконт за один месяц = (–0,0033 – 0,0028) / 1,8377.

Немецкий банк продает банку в Женеве швейцарские франки на срок за доллары по курсу продавца 1,5382 швейц. фр.

Банк покупает евро у другого банка в Германии за доллары США по курсу покупателя 1,8377 евро.

X евро = 1 швейц. фр.

1,5382 швейц. фр. = 1 доллар.

1 доллар = 1,8377 евро.

$$X = (1 \times 1{,}8377) / 1{,}5382 = 1{,}1947 \text{ евро.}$$

Итак, курс покупателя по срочной сделке на месяц составит 1,1947 евро. Для сравнения — курс «спот»:

$$(1 \times 1{,}8410) / 1{,}5317 = 1{,}2019 \text{ евро,}$$

а дисконт будет равен 0,0072 евро, или

$$(0{,}0072 \times 12 \times 100\%) / 1{,}2019 = 7{,}2\%.$$

Многие срочные сделки на условиях «аутрайт», т.е. с поставкой валюты на определенную дату, имеют сроки, не соответствующие стандартным (один, два, три, шесть и 12 месяцев) срокам поставки валюты. В общем случае банки пытаются закрыть «форвардную» позицию путем сделки с подходящим сроком. Но часто бывает достаточно тяжело найти на рынке подходящую для такого зачета сделку. Поэтому необходимо рассчитать дисконт или премию по сделке с нестандартными сроками поставки валюты.

Например, пусть 3 марта необходимо рассчитать дисконт (премию) на 25 апреля:

дисконт (премия) за один месяц — 0,0101;

дисконт (премия) за два месяца — 0,0203;

дата поставки по «спот» 3 марта — 7 марта;

дата поставки со сроком один месяц — 7 апреля;

дата поставки со сроком два месяца — 9 мая;

25 апреля – 9 мая = 14 дней;

7 апреля – 9 мая = 32 дня;

(0,0203 – 0,0101) / 32 = 0,00032 за день;

$14 \times 0{,}00032 = 0{,}0045$ за 14 дней;

$0{,}0203 - 0{,}0045 = 0{,}0158$ — рассчитанный дисконт (премия) на срок с 3 марта по 25 апреля, т.е. за 54 дня.

Для некоторых валют, например для швейцарских франков, в последний день месяца банки устанавливают более высокий процент, чем в обычные дни месяца, что усложняет расчет дисконта (премии) по сделкам с нестандартным сроком поставки валюты.

Пусть необходимо рассчитать дисконт (премию) с 24 марта (дата поставки 28 марта) на 29 апреля:

дисконт за один месяц (31 день) — $-0{,}0097$;

премия за последний день месяца (один день) — $+ 0{,}0015$;

дисконт за 30 обычных дней — $0{,}0112$.

За один обычный день дисконт составит: $-0{,}0112 / 30 = -0{,}00037$.

Дисконт за период с 28 марта по 29 апреля равен:

$0{,}0097$ (28 марта — 28 апреля) + $(-0{,}00037) = -0{,}01007$ (28—29 апреля).

Фьючерс

Срочные биржевые («фьючерсные») операции практикуются с валютой с 1972 г. Основная их особенность заключается в том, что торгуют стандартными контрактами с детально регламентированными условиями — сумма, сроки, метод расчета и т.д. Главная цель «фьючерсных» операций — хеджирование и спекуляция. Теоретически «фьючерсные» операции аналогичны операциям «форвард». В отличие от «форвардных» операций при заключении «фьючерсных» сделок наличными вносится определенный гарантийный депозит в качестве гарантии исполнения заключенной сделки. Этот гарантийный депозит обеспечивает покрытие любого убытка, возникшего из-за неблагоприятного движения курсов. Для каждой валюты в каждой сделке на бирже устанавливаются начальный гарантийный депозит и депозит для его поддержания. Первоначальный депозит составляет около 2,5% стоимости сделки. Если исходный гарантийный взнос по «фьючерсной» сделке в фунтах стерлингов равен 1500 долл., а депозит для его поддержания составляет 1000 долл., и если клиент хочет заключить «фьючерсную» сделку на продажу или покупку контракта в фунтах стерлингов, он должен поместить на счет брокера сумму в 1500 долл. в качестве гарантии. Но если чистая стоимость контракта клиента по «фьючерсной» сделке сократится до 1000 долл., брокер потребует перевести на его счет сумму в 500 долл. в поддержание гарантийного депозита. Если в этом случае «фьючерсный» контракт продается, то дополнительный взнос становится действительным убытком. Аналогично при повышении цены контракта появляется действительная прибыль. «Фьючерсные» курсы котируются как курсы «аутрайт» без выделения премии или дисконта.

Операции с опционом. Сущность, виды и техника их проведения

Среди срочных сделок с иностранной валютой выделяют сделки с «аутрайтом» («форвард») — с условием поставки валюты на определенную дату, и сделки с опционом (*option*) — с условием нефиксированной даты поставки. Одна из сторон по опционной сделке имеет право выбирать для себя наиболее выгодные условия исполнения обязательств. За это право вторая сторона получает премию, зависящую от длительности опциона, от разницы курсов при заключении сделки, оговоренных в данной операции. Их цель — ограничить потери от колебания курсов валют, т.е. страхование поступлений и платежей в валюте от валютного риска.

В зависимости от того, кто из участников и каким образом имеет право на изменение условий сделки, различают опцион покупателя (или сделку с предварительной премией), опцион продавца (или сделку с обратной премией), а также временной опцион.

В случае опциона покупателя или сделки с предварительной премией держатель опциона имеет право получить валюту в определенный день по обусловленному курсу. Покупатель сохраняет за собой право отказаться от приема валюты, уплатив за это продавцу премию в качестве отступного. К таким сделкам покупатель прибегает, когда сомневается в повышении курсов валюты, хотя и рассчитывает на это, и опасается понести большие убытки.

Пример. Пусть клиент приобрел у банка опцион покупателя на покупку долларов США на евро с поставкой через три месяца. Банк дает:

«спот» долл./евро = 1,8410/1,8425;

дисконт на три месяца = (0,0118 – 0,0100) / 1,8325.

Покупатель, заключая сделку на условия опциона по курсу 1,8325 евро с премией 0,0100 евро или (0,0100 × 4 × 100%) / 1,8425 = 2,17% годовых, сроком на три месяца, рассчитывает, что курс доллара повысится.

Таблица 6.3

Расчет прибыли (убытка) для продавца валюты по опциону покупателя

Валютный курс $/EURO	Платеж в евро в случае исполнения опциона	Прибыль/ (убыток) при условном исполнении опциона	Исполняется ли опцион	Прибыль/ (убыток) при реальном неисполнении опциона	Выплачиваемая премия	Общая прибыль/ (убыток)
1,8625	1,8325	0,0300	Да	0,0300	0,0100	0,0200
1,8325	1,8325	0	Без разницы	0	0,0100	(0,0100)
1,8125	1,8325	(0,0200)	Нет	0	0,0100	(0,0100)

На графике это будет выглядеть следующим образом (рис. 6.3):

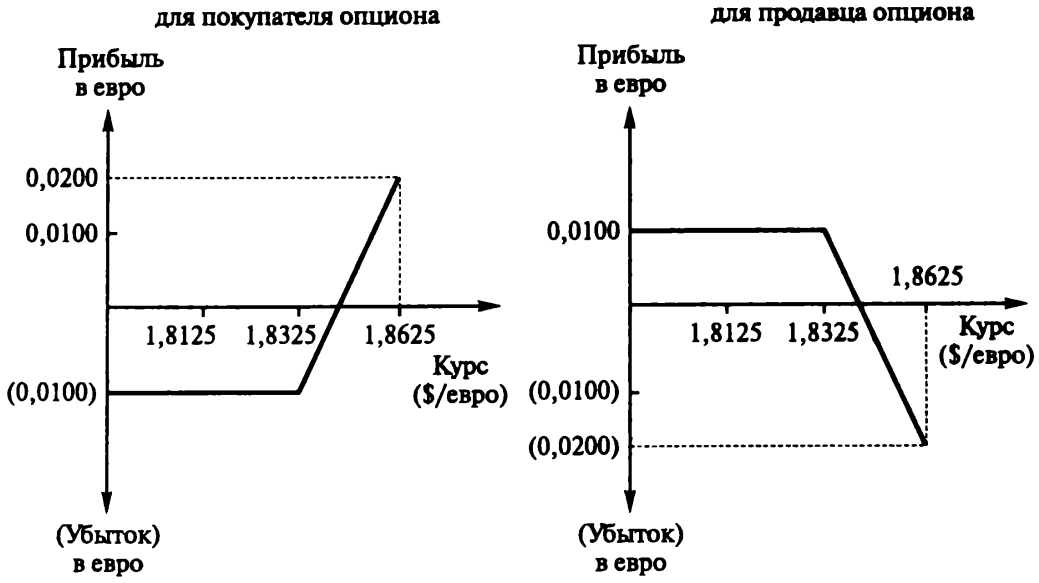


Рис. 6.3. Расчет прибыли (убытка) для продавца валюты по опциону покупателя

Из приведенной таблицы и графиков видно, что при повышении курса доллара в евро покупатель валюты по опциону покупателя, уплатив премию, может иметь неограниченную прибыль. Если курс движется в противоположном направлении, покупатель отказывается от сделки и уплачивает продавцу премию в качестве отступного, ограничивая, таким образом, свои убытки.

По опциону продавца или сделке с обратной премией держатель опциона имеет право поставить валюту в обусловленный день по определенному курсу. Право на отказ от сделки принадлежит продавцу, и он платит премию покупателю в качестве отступного.

Пример. Пусть клиент приобрел у банка опцион продавца на продажу долларов США на евро с поставкой через три месяца. Банк дает следующие курсы:

«спот» долл./евро = 1,8410/1,8425;

дисконт на три месяца = (0,0118 – 0,0100) / 1,8292.

При заключении сделки с опционом продавец рассчитывает на то, что курс доллара по отношению к евро упадет. Сделка заключается по курсу «форвард» (1,8292 евро с премией 0,0118 евро) или:

$$(0{,}0118 \times 4 \times 100\%) / 1{,}8410 = 2{,}56\% \text{ годовых.}$$

Таблица 6.4

Расчет прибыли (убытка) для продавца валюты по опциону продавца

Валютный курс $/EURO	Платеж в евро в случае исполнения опциона	Прибыль/ (убыток) при условном исполнении опциона	Исполняется ли опцион	Прибыль/ (убыток) при реальном неисполнении опциона	Выплачиваемая премия	Общая прибыль/ (убыток)
1,8492	1,8292	0,0200	Да	0,0200	0,0100	0,0200
1,8292	1,8292	0	Без разницы	0	0,0100	(0,0100)
1,7992	1,8292	(0,0300)	Нет	0	0,0100	(0,0100)

На графике это будет выглядеть следующим образом (рис. 6.4):

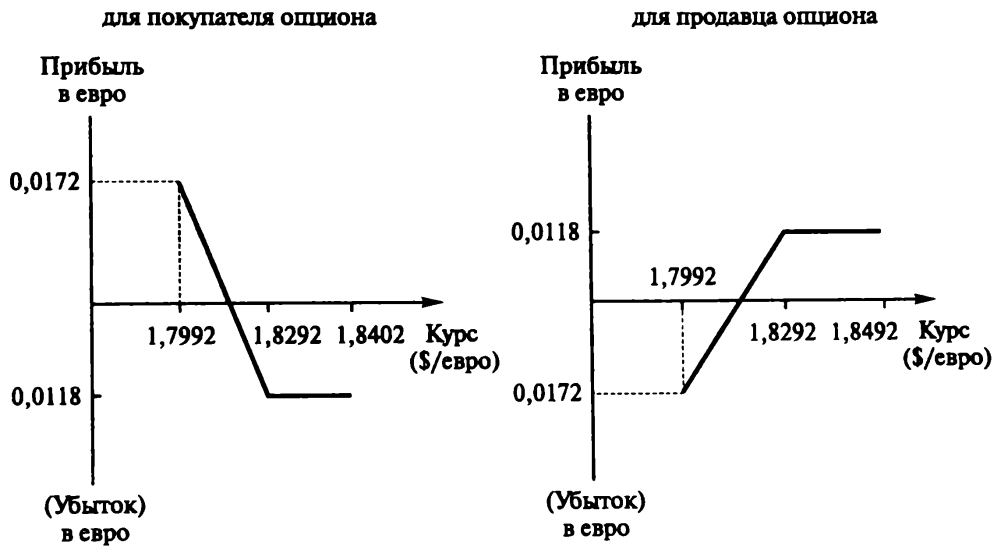


Рис. 6.4. Прибыль (убыток) продавца валюты по опциону продавца

Итак, при снижении курса доллара в евро продавец валюты по опциону продавца, уплатив премию, может иметь неограниченную прибыль. Если же курс двигается в неблагоприятном для него направлении, продавец отказывается от сделки и платит покупателю премию в качестве отступного, ограничивая свои убытки.

Из примеров видно, что держатель опциона решает, будет он получать (в случае опциона продавца) или поставлять (в случае опциона покупателя) валюту по заключенной сделке, и платит премию за это право. Составитель или продавец опциона не имеет выбора в обоих случаях, так как вынужден ждать заявления держателя или покупателя опциона. Это дает ему право на получение премии от покупателя оп-

циона, которую последний должен заплатить в случае отказа от сделки. Как показано на примерах, опцион выгоден при колебаниях курсов валют, превышающих по эффекту премию.

Рассмотрим несколько случаев биржевой игры с использованием опционных контрактов (рис. 6.5—6.7).

Данная операция применяется, если ожидается подъем курса валюты, но в то же время есть необходимость застраховать уже имеющуюся позицию.

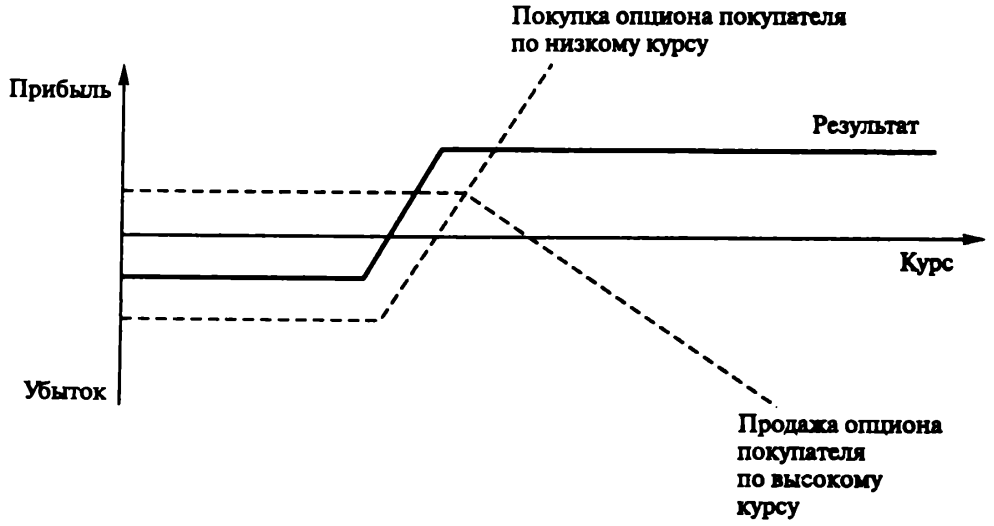


Рис. 6.5. Игра на повышение (*bull spread*)

Эта операция может быть использована, если ожидается снижение курса валюты и необходимо застраховать уже имеющуюся позицию.

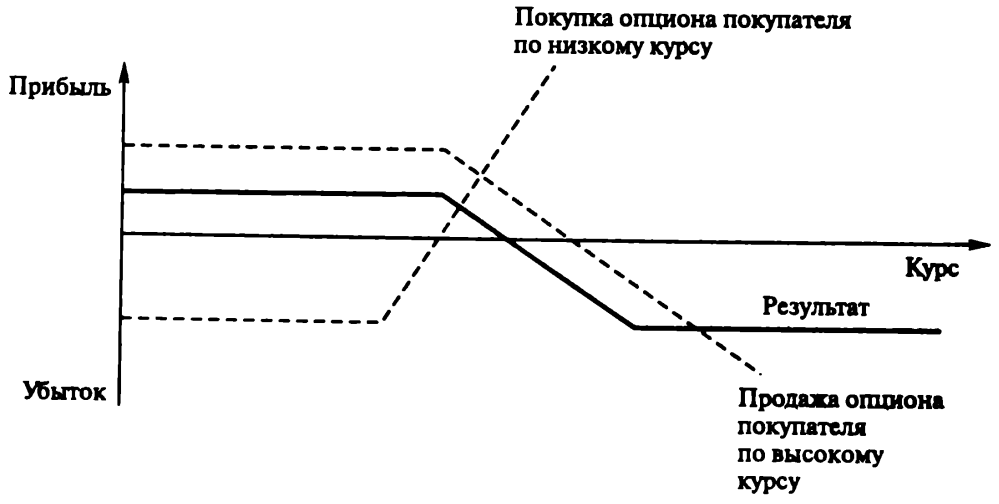


Рис. 6.6. Игра на понижение (*bear spread*)

Данная операция наиболее эффективна при стабильном курсе, когда он находится где-то между E_1 и E_2.

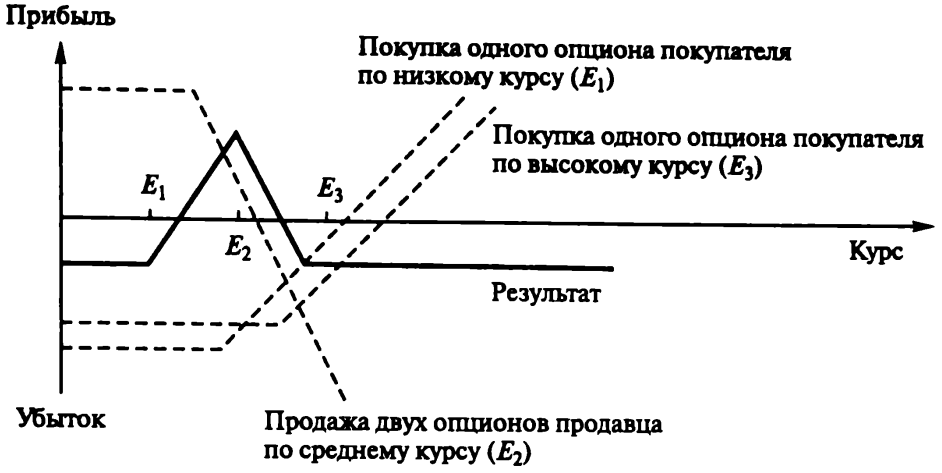


Рис. 6.7. Комбинированный «спрэд» (*butterfly spread*)

Объектом опциона могут выступать «фьючерсные» контракты. Ими торгуют как на межбанковском рынке (например, в Лондоне), так и на фондовых товарных и специализированных биржах в Амстердаме, Филадельфии и т.д., причем объем торговли стремительно увеличивается. Опцион — один из наиболее гибких инструментов страхования от колебания валютных рисков. Разновидностью сделок с опционом является *временной опцион*, которому исторически предшествовала стеллажная операция в целях одновременного проведения спекулятивных сделок в расчете на повышение и понижение курса валюты. Такой опцион, представляемый банком клиенту, является опционом (англ. *option* — право или предмет выбора) в отношении периода времени, когда будет осуществлена поставка валюты, и такая сделка должна быть исполнена до оговоренного срока.

При этой операции плательщик премии имеет право потребовать исполнения сделки в любой момент времени в период опциона по ранее фиксированному курсу. Таким образом, участник сделки платит премию за право выбрать наиболее выгодный текущий курс для конверсии валюты, полученной в результате опционной сделки. В данном случае премия не играет роль отступного, поскольку в период срока опциона отказаться от исполнения сделки нельзя. При исполнении сделки контрагенты уточняют, кто из них выступит в роли продавца и в роли покупателя. Затем один из них, уплатив премию другому, либо покупает валюту по высокому курсу, либо продает по низкому. Эта сделка тем выгоднее для ее участников, чем больше колебания курса валюты.

Рассмотрим, каким образом устанавливается курс при временном опционе и как при этом в нем учитывается премия по сделке. Если, например, валюта, с которой заключена данная сделка, котируется на срок с премией, то банк будет продавать ее по опционной сделке на конец периода опциона по курсу «форвард». Банк начнет покупать валюту на начало периода опциона как по курсу «спот», так и по курсу «форвард», если опцион заключен, например, на второй или третий месяц срока операции. Если валюта котируется на срок с дисконтом, банк будет продавать ее на начало периода опциона по курсу «спот», а покупать — на конец периода по курсу «форвард».

Пусть курс «спот» на день заключения сделки составит:
«спот» долл./евро = 1,8410/1,8425;
дисконт на один месяц = 0,0035 – 0,0025;
дисконт на два месяца = 0,0048 – 0,0037;
дисконт на три месяца = 0,0118 – 0,0100.

Рассчитаем курсы для опциона. Так как доллар по отношению к евро котируется на срок с дисконтом, то графически это будет выглядеть следующим образом (рис. 6.8):

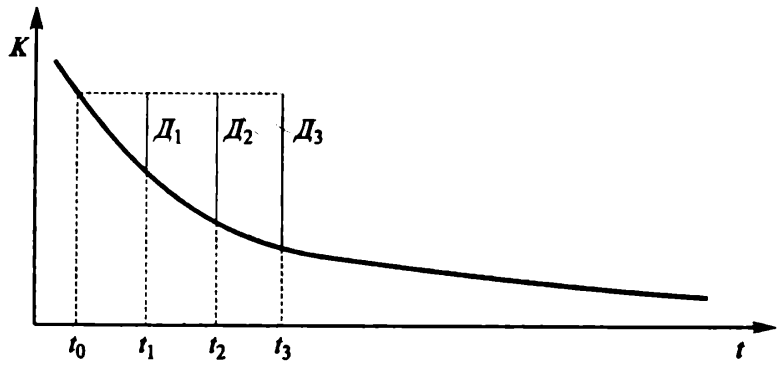


Рис. 6.8. Опционные курсы

Примечание: *K* — валютный курс доллара к евро; *t* — срок сделки в месяцах; *Д* — дисконт.

Если опцион заключен на первый месяц сделки, то банк будет продавать доллары по курсу 1,8425 евро на начало периода опциона ввиду того, что доллары на срок дешевле наличных долларов и курс «форвард» на первый месяц составит только 1,8400 евро на конец периода опциона. Если в этом случае банк будет получать доллары, то он их купит по курсу «форвард» на первый месяц на конец периода опциона (1,8375 евро), так как покупка долларов по курсу «спот» на начало периода опциона обойдется ему дороже (1,8410 евро). В случае если сделка заключена на срок два месяца, то по опциону в течение второго месяца сделки банк продает доллары по курсу «форвард» на один месяц, т.е. 1,8400 евро на начало периода оп-

циона, так как продажа долларов на конец периода опциона по курсу «форвард» на два месяца обойдется ему дешевле (1,8388 евро). Если в этом случае банк будет покупать доллары, он купит их на конец периода опциона по курсу «форвард» на два месяца (1,8363 евро), поскольку покупка их на начало периода опциона по курсу «форвард» на один месяц евро обойдется ему дороже (1,8375 евро).

Банку выгодно, чтобы курс валюты не вышел за пределы курса по опциону, а если и вышел, то чтобы премия, уплачиваемая клиентом по сделке, покрывала его колебания. Для клиента выгодно обратное, так как он получит по сделке бóльшую прибыль, чем уплачиваемая им премия. Если курс не вышел за пределы, покрываемые премией по сделке, клиенту остается выбирать между ролью продавца и покупателя валюты, с тем чтобы убытки его были минимальные.

Сделки с временным опционом осуществляют полную защиту от валютных рисков. Временной опцион обеспечивает полное хеджирование, так как банк по этой операции всегда будет покупать валюту дешевле, а продавать — дороже, чем по курсу «спот», на день заключения опционной сделки, ведь банк в любом случае получает премию от клиента.

Рассчитаем расходы банка на страхование данной операции или «форвардное» покрытие:

в случае продавца:

$$(0{,}0025 \times 12 \times 100\%) / 1{,}8425 = 1{,}63\% \text{ годовых;}$$

в случае покупателя:

$$(0{,}0035 \times 12 \times 100\%) / 1{,}8410 = 2{,}28\% \text{ годовых.}$$

Покрытие для банка по сделке с временным опционом составит:

в случае продавца:

$$[(0{,}0025 + 0{,}0025) \times 12 \times 100\%] / 1{,}8425 = 3{,}27\% \text{ годовых;}$$

в случае покупателя:

$$[(0{,}0035 + 0{,}0035) \times 12 \times 100\%] / 1{,}8410 = 4{,}56\% \text{ годовых.}$$

Итак, по сделке с опционом банк покрывает как валютный риск, так и свои расходы на страхование риска, обеспечивая себе прибыль в любом случае и полную защиту от валютного риска.

Но при этом сделки с опционом достаточно дорогие, так как предусматривают определенный гарантийный депозит, что не требуется при проведении операций «форвард» и «своп».

Операции «своп». Сущность, виды и техника их проведения

Сделки «своп» (англ. *swap* — обмен) представляет собой валютные операции, сочетающие куплю или продажу валюты на условиях наличной сделки «спот» с одновременной продажей или куплей той же валюты на срок по курсу «форвард». Очередность проведения этих операций носит свое название. *Репорт* — это сделка, при которой имеет место продажа иностранной валюты на условиях «спот» с одновременной ее покупкой на условиях «форвард». *Депорт* — сделка по покупке иностранной валюты на условиях «спот» и одновременной ее продажи на условиях форвард.

Сделки «своп» осуществляются по договоренности двух банков обычно на срок от одного дня до шести месяцев.

Эти операции могут производиться между коммерческими банками, между коммерческими и центральными банками и между центральными банками. В последнем случае они представляют собой соглашения о взаимном кредитовании в национальной валюте и практикуются центральными банками с 1961—1962 гг. В 1969 г. создана многосторонняя система взаимного обмена валют через Банк международных расчетов в Базеле на базе использования операций «своп». Расширение операций типа «своп» способствует увеличению международной валютной ликвидности и улучшению ее структуры.

При сравнении операции «своп» и сделок с временным опционом необходимо отметить: сделки с временным опционом осуществляют полную защиту от валютных рисков, в то время как операции «своп» только частично страхуют от них. Это обусловлено тем, что при проведении операций «своп» возникает валютный риск вследствие изменения в противоположную сторону дисконта или премии в период между днем заключения сделки и днем поставки валюты.

Если валюта на срок котируется с дисконтом, то банк несет потери. В случае если валюта на срок котируется с премией, банк получит от этого в любом случае дополнительную выгоду. При сделках с временным опционом в случае котировки валюты на срок с дисконтом банк все равно получит от держателя опциона премию и тем самым обеспечит защиту и от этого риска.

Но, как правило, сделки с временным опционом более дорогие, а операции «своп» дешевле, хотя результат обеих операций достаточно предсказуем за короткий период времени. Несмотря на дешевизну операций «своп» валютные потрясения могут препятствовать заключению их на «форвардном» рынке.

Покрытие по операции «своп» может быть исчислено следующими двумя методами:

$$СП = \frac{ПД \times 100\% \times 30\%}{КС \times СР};$$

$$СП = \frac{\left(\frac{П}{Д} \times СПДА \times СР\right) + \left(\frac{П}{Д} \times 100\% \times 360\right)}{КС \times СР},$$

где СП — «своповское» покрытие; П/Д — премия/дисконт; КС — курс «спот»; СР — срок сделки «форвард»; СПДА — ставка по депозитам в валюте *А* (*А* — котируемая валюта).

Примеры.

Пусть «спот» долл./евро = 1,8425/1,8410;

дисконт на три месяца (94 дня) = 0,0100 – 0,0118;

процентная ставка по евродепозитам на три месяца в долларах = = 7,125% – 7,000%;

процентная ставка по евродепозитам на три месяца в евро = 4,875% – – 4,625%;

«своповское» покрытие = (0,0118 × 100% × 360) : (1,8410 × 94) = 2,45% годовых, или

«своповское» покрытие = [(0,0118 × 7,125 × 94) + (0,0118 × 100 × 360)] : : (1,8410 × 94) = 2,50% годовых.

Разница между методами подсчета заключается в том, что во втором случае хеджируется не только основная сумма (2,45%), но и процент по ней:

$$(0{,}0118 \times 7{,}125\% \times 94) / (1{,}8410 \times 94) = 0{,}05\%.$$

Рассмотрим размещение долларов европейским банком на евродепозит с хеджированием при помощи операции «своп».

Пусть процентная ставка, выплачиваемая банком, по внутренним депозитам составит 4,25% (в евро);

процент, получаемый банком, по евродолларовому депозиту на три месяца — 7,00%;

«спот» долл./евро = 1,8425/1,8410;

дисконт на три месяца (90 дней) = 0,0105 – 0,0110;

«своповское» покрытие = [(0,0110 × 7,0% × 90) + (0,0110 × 100% ×360)] : : (1,8410 × 90) = 2,43%.

Таким образом, общие издержки европейского банка составят:

$$2{,}43\% + 4{,}25\% = 6{,}68\%.$$

Процент, получаемый банком с трехмесячного евродолларового депозита, — 7,00%.

Чистая разница в процентах в пользу банка — 0,32%.

Безусловно, без хеджирования, которое обходится банку в 2,43%, разница в процентных ставках в пользу банка составит 2,75%. Но если через

три месяца курс покупателя упадет ниже, чем 1,8300 евро за один доллар, убытки, полученные банком, превысят его поступления от процентов по евродолларовому депозиту.

Рассмотрим пример, когда инвестиции могут приносить большой доход в других валютах и в других странах, даже при условии их хеджирования.

Пусть «спот» долл./швейц. фр. = 1,5307/1,5317;

премия за три месяца (90 дней) = 0,0155/0,0185;

процент по 90-дневному швейцарскому казначейскому векселю — 11,625%;

процент по 90-дневному американскому казначейскому векселю — 6,600%.

Определим, что выгодно банку: вложить средства в швейцарские краткосрочные казначейские векселя с применением хеджирования или в американские казначейские векселя?

Продажа швейцарских франков на условиях наличной сделки с одновременной их покупкой на условиях «форвард» с поставкой через три месяца, которая будет иметь премию в 0,0185 швейц. фр., обойдется банку:

«своповское» покрытие = [(0,0185 × 6,60 × 90) + (0,0185 × 100% × 360] : : (1,5317 × 90) = 4,91%.

Общий доход при этом составит: 11,625% – 4,91% = 6,715%.

Он будет больше, чем доход от вложения средств в американские казначейские векселя. Значит, вложения в швейцарские краткосрочные казначейские векселя выгоднее.

Операции «своп» подразделяются на несколько видов. Вместе с тем они не имеют ничего общего с классической валютной сделкой «своп», т.е. сделкой «спот» плюс «форвард», так как представляют собой лишь обмен обязательствами или требованиями. Классическая операция своп состоит в том, что две стороны соглашаются провести серию платежей друг с другом. Операция «своп» с процентными ставками предполагает соглашение двух сторон о взаимном проведении платежей по процентам на определенную сумму в одной валюте (например, когда одна сторона платит другой проценты по плавающей межбанковской ставке ЛИБОР, а получает проценты по фиксированной ставке). Операция «своп» с валютой означает соглашение об обмене фиксированных сумм валют, т.е. обе стороны обмениваются обязательствами по займам. Последние две операции могут быть объединены, т.е. представлять собой «своп» с валютой и процентными ставками одновременно. Это означает, что одна сторона уплачивает основную сумму долга в одной валюте и проценты по плавающей ставке ЛИБОР в обмен на получение эквивалентной суммы в другой валюте и процентов по ней по фиксированной ставке.

При прекращении платежей по операции «своп» одной стороной (например, при ее банкротстве) вторая сторона оказывается в положе-

нии, от которого она страховалась, заключая сделку «своп». Для уменьшения такого риска в качестве посредников в операциях своп используются банки. Это приводит к удорожанию такой операции на сумму банковской комиссии.

При переплетении валютных операций с банковскими участники таких сделок получают немалую выгоду. Рассмотрим в качестве примера сделку «своп»/депозитное соглашение банков. Банку в стране *А* необходима валюта страны *Б* на неопределенное время. Он заключает сделку «своп» («спот» плюс «форвард») с банком страны *Б*. Кроме того, по требованию банка в стране *Б* он принимает у себя в депозит сумму в валюте страны *Б* и выплачивает проценты по ставке, обычной для таких депозитов в стране *А*. Такая операция будет выгодна банку страны *Б* только в случае, если доход по депозиту в валюте страны *Б* в банке страны *А* будет выше, чем прибыль от обратной конверсии валют и инвестирования полученных средств в стране *Б* с одновременным покрытием на форвардном рынке.

Иногда операции «своп» проводятся с золотом с целью сохранить право собственности на него и одновременно приобрести на срок необходимую иностранную валюту. Операции «своп» применяются странами ЕС для частичного золотого обеспечения эмиссии евро.

В последние годы в банковской практике получили широкое развитие новые виды операций «своп». Например, сделка «своп-опцион» (*swaption*) представляет собой опцион по сделке «своп». Иными словами, «своп-опцион» дает покупателю право (а не обязанность) вступить в соглашение «своп» с заранее определенным сроком, суммой, валютой или процентной ставкой.

Широкое распространение получили и так называемые форвардные соглашения. Рассмотрим некоторые их виды.

Форвардное процентное соглашение (*forward rate agreement*) представляет собой контракт двух сторон, фиксирующий получаемую или уплачиваемую процентную ставку за определенный период времени в будущем. При исполнении контракта выплачивается лишь разница между рыночной процентной ставкой в день начала исполнения контракта и процентной ставкой, зафиксированной в форвардном соглашении. Никакие другие денежные суммы (например, основная сумма задолженности, полная сумма процентов и т.д.) не покидают счета участников сделки.

Рассмотрим **пример**.

Клиент получил в банке *А* ссуду — 1 млн долл. на срок шесть месяцев, причем в течение первых трех месяцев он должен платить 9% годовых, а в течение последующих трех месяцев — проценты по ставке ЛИБОР. Для того чтобы застраховать себя от роста межбанковской процентной ставки ЛИБОР

в течение трех последних месяцев, он заключает форвардное процентное соглашение с банком *B* по фиксированной ставке 9,5% годовых со сроком исполнения через три месяца, т.е. как раз когда клиенту необходимо будет платить проценты банку *A* по ставке ЛИБОР. По истечении первых трех месяцев ссуда переоценивается и исполняется форвардное процентное соглашение.

Пусть через три месяца ставка ЛИБОР составила 10% годовых и клиент должен теперь платить банку *A* 10% с 1 млн долл. Но его убыток будет покрыт форвардным процентным соглашением с банком *B* по ставке в 9,5%. Таким образом, банк *B* выплатит клиенту разницу в процентах:

1 000 000 × [(10% – 9,5%) / 100%] × (3 мес. / 12 мес.) = 1250 долл. США.

В силу того что форвардное процентное соглашение исполняется в начале периода, к которому оно относится, сумму в 1250 долл., т.е. процентную разницу, необходимо дисконтировать, так как клиент может еще реинвестировать эту сумму на три месяца, оставшихся до выплаты процентов банку *A*:

1250 × [(1 – 10% × 3 мес.) / (100% × 12 мес.)] = 1219 долл. США.

Сущность форвардного процентного соглашения представлена на следующей диаграмме (рис. 6.9).

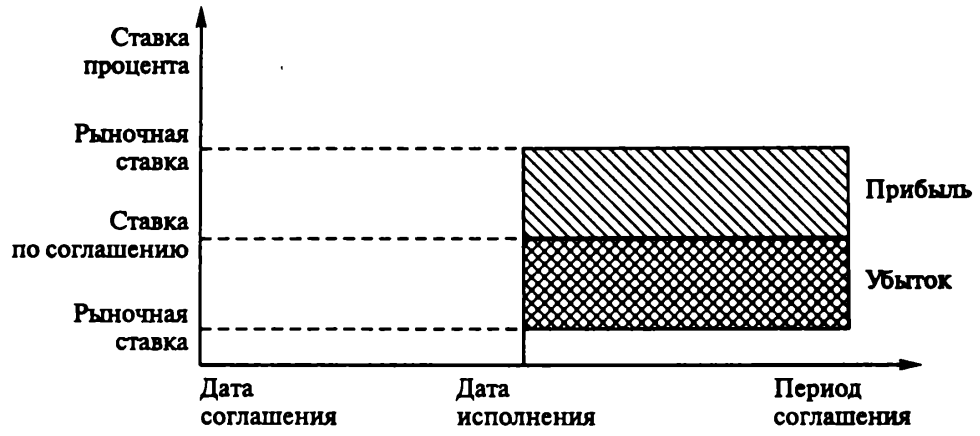


Рис. 6.9. Форвардное процентное соглашение

Кроме форвардного процентного соглашения существуют и широко используются форвардное валютное соглашение (*forward exchange agreement*) и форвардное соглашение по разнице (*forward spread agreement*).

Форвардное валютное соглашение представляет собой контракт, по которому стороны договариваются о премии или дисконте в будущем по валютной операции «своп». Исполнение этого соглашения состоит в том, что одна из сторон компенсирует другой разницу между зафиксированной в соглашении премией (дисконтом) и реальной премией (дисконтом) на день исполнения соглашения.

Рассмотрим **пример**.

Пусть на день заключения форвардного валютного соглашения банк *A* дает следующие курсы:

«спот» долл./евро = 1,8425/1,8410;

премия на три месяца = 0,0025/0,0035.

Клиенту банка *A* необходимо провести через три месяца после заключения соглашения валютную операцию «своп» со сроком также три месяца. С тем чтобы застраховаться от увеличения премии за первые три месяца, клиент заключает форвардное валютное соглашение с банком *B*, где фиксируется премия при покупке валюты на уровне 0,0030.

По истечении трех месяцев банк *A* дает следующие курсы:

«спот» долл./евро = 1,8425/1,8410;

премия на три месяца = 0,0040/0,0050.

Клиент проводит операцию «своп», продавая доллары по курсу спот и одновременно покупая их с поставкой через три месяца, платит премию банку *A* (0,0040 евро). При этом от банка *B* по форвардному валютному соглашению клиент получит разницу между премией на валютном рынке на дату исполнения соглашения и премией, зафиксированной в форвардном соглашении:

$$0{,}0040 - 0{,}0030 = 0{,}0010 \text{ евро.}$$

Таким образом, клиент ограничивает свои убытки суммой:

$$0{,}0010 - 0{,}0015 = 0{,}0005 \text{ евро,}$$

хотя они могли бы составить при отсутствии форвардного валютного соглашения сумму:

$$0{,}0040 - 0{,}0025 = 0{,}0015 \text{ евро.}$$

Сущность форвардного валютного соглашения может быть отражена на следующей диаграмме (рис. 6.10).

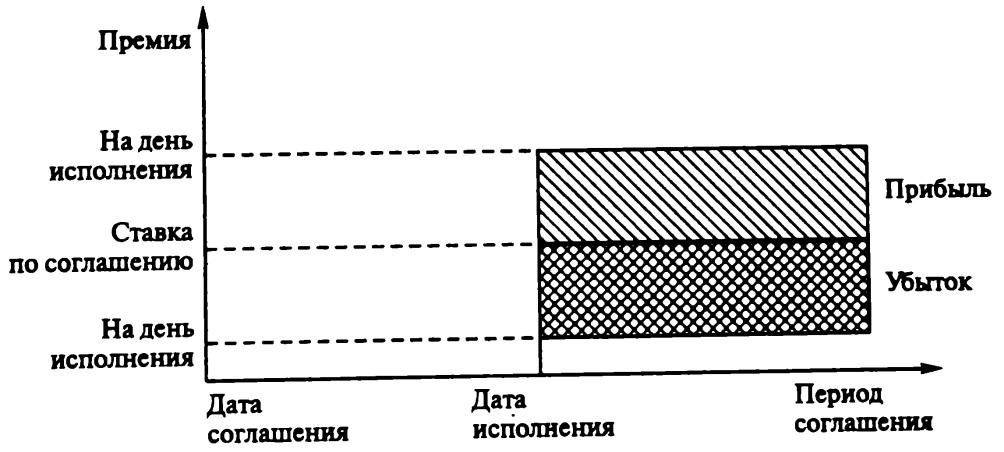


Рис. 6.10. Форвардное валютное соглашение

Следующий вид форвардного соглашения — ***форвардное соглашение по разнице*** — представляет собой договор двух сторон о разнице между процентными ставками по депозитам в двух разных валютах на определенную дату в будущем. Например, две стороны подписывают соглашение «три против шести», основанное на разнице 3% между процентными ставками по трехмесячным депозитам в долларах и по трехмесячным депозитам в евро. Через три месяца процентные ставки по трехмесячным депозитам в долларах и в евро составили 10 и 6% соответственно. Таким образом, разница составила 4 против 3%, зафиксированных в «форвардном соглашении по разнице». Следовательно, один из контрагентов уплатит другому разницу в: 4% – 3% = 1%.

Рассмотренные выше форвардные соглашения, включающие в себя операции «своп» с процентными ставками и с валютой, могут использоваться не только для целей хеджирования, но и для проведения разного рода спекулятивных операций.

Все валютные операции, используемые банками в международной практике, и их новейшие модификации могут быть классифицированы следующим образом (рис. 6.11).

3. Виды валютных рисков, их характеристика

Итак, валютные курсы зависят от большого количества факторов, служащих причиной возникновения валютных рисков. Структура валютных рисков неоднородна; они разделяются на группы в зависимости от источника возникновения. В настоящее время в зарубежной и отечественной литературе рассматриваются несколько классификаций валютных рисков по видам, ни одна из которых не является общепризнанной. Тем не менее анализируя исследования зарубежных экономистов, таких как К. Редхэд, Дж. Маршалл, можно выделить следующие группы рисков:

1) *расчетные (трансляционные, балансовые)* валютные риски (*translation exposure, balance sheet exposure*), источником которых является возможное несоответствие между активами и пассивами, выраженными в валютах разных стран;

2) *экономические* валютные риски (*economic exposure*), определяющиеся как вероятность неблагоприятного воздействия валютного курса на экономическое положение компании;

3) *операционные (конверсионные)* валютные риски (*transaction exposure*), т.е. возможность недополучить прибыль или понести убытки в результате непосредственного воздействия колебаний валютного курса на ожидаемые потоки денежных средств.

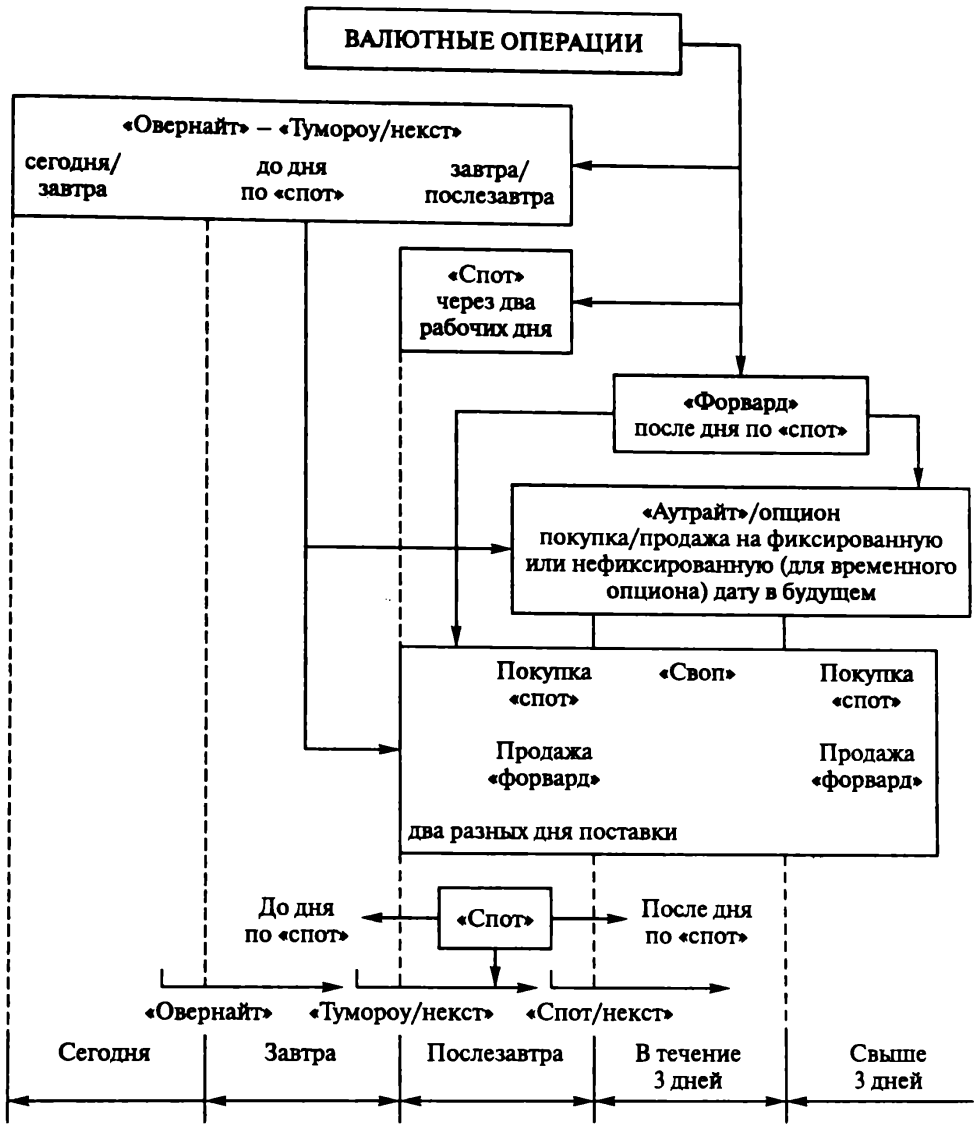


Рис. 6.11. Классификация валютных операций

Рассмотрим каждую группу валютных рисков подробнее.

Расчетный валютный риск имеет место при пересчете отчетов зарубежных отделений компании в валюту страны головной компании.

Например, если британская компания имеет зарубежный филиал, работающий в США, то у нее есть активы, стоимость которых выражена в долларах США. Если у британской компании нет достаточных пассивов в долларах США, компенсирующих стоимость этих активов, она подвержена валютному риску. Обесценение доллара США относительно фунта стерлингов приведет к уменьшению балансовой стоимости активов зарубежного филиала, так как баланс головной компании

будет выражаться в фунтах стерлингов. Аналогичным образом компания, имеющая пассивы в иностранной валюте, будет подвергаться риску в случае повышения курса этой валюты. Например, если компания взяла кредит в швейцарских франках, а затем обменяла франки на фунты стерлингов для финансирования проекта, который она осуществляет в Великобритании, в балансе будет иметь место увеличение стоимости пассивов в фунтах стерлингов, в случае если курс франка по отношению к фунту возрастет.

Насколько серьезную угрозу представляет расчетный риск? Является ли он чисто бухгалтерской проблемой? Это зависит от того, какой характер (долгосрочный или краткосрочный) носят колебания курсов валют. Если имеют место краткосрочные отклонения курса валюты от относительно стабильного уровня, затраты на страхование расчетного риска бессмысленны. Например, несмотря на то что стоимость активов зарубежного филиала, находящегося в США, колеблется вместе с движением обменного курса доллара США к фунту стерлингов, это никак не повлияет на прибыльность (в долларах США) этого филиала. Однако если существует определенная тенденция изменения курса, она сама (тенденция) может иметь большое значение, а отклонения курса в ту или иную сторону от стабильного уровня — нет. В нашем примере тенденция к снижению стоимости доллара США относительно фунта стерлингов в долгосрочном периоде имеет существенное значение для головной компании. Даже если бы обесценение доллара не влияло на деятельность филиала, будущие поступления прибыли в фунтах стерлингов от филиала к головной компании уменьшились бы, и это уменьшение необходимо отразить в балансе головной компании при оценке активов зарубежного филиала. Такое уменьшение стоимости активов филиала в фунтах стерлингов уже имело бы существенное значение для головной компании, и в этом случае возник бы вопрос о страховании валютного риска.

Игнорирование отклонений валютного курса в ту или иную сторону от какого-либо в целом постоянного уровня в долгосрочной перспективе вполне оправданно, например, для активов зарубежных филиалов, носящих долгосрочный или даже бессрочный характер. Для активов краткосрочного характера возникает проблема со сроками их погашения (эти сроки могут совпасть с периодом особо неблагоприятного уровня валютного курса). Такому риску подвержены долговые обязательства компаний, выраженные в иностранной валюте. Продление срока их погашения может быть не предусмотрено. Даже если курс валюты будет колебаться в пределах постоянного уровня (при его рассмотрении на длительном отрезке времени), для, например, британского заемщика, который взял кредит в долларах США, ситуация окажется неблагоприятной, если срок погашения наступит в момент, ко-

гда курс доллара по отношению к фунту стерлингов будет особенно высоким. Активы и пассивы, которые нельзя рассматривать как бессрочные, особенно если условия и сроки их погашения нельзя изменить, создают вероятность валютного риска. Поэтому в данном случае расчетный валютный риск будет являться объектом страхования.

Величина расчетного валютного риска зависит от доли филиала в балансе головной компании, а также от используемого метода пересчета активов и пассивов филиала в валюту страны головной компании.

Поиск оптимального метода пересчета ведется уже довольно долго. По существу, можно считать, что головная компания подвергается риску потерь от изменения курса валюты, с которой работает ее зарубежный филиал, на всю сумму чистых активов этого филиала, т.е. расчетный риск возникает, когда отсутствует равновесие между активами и пассивами, выраженными в иностранной валюте. Головная компания подвержена риску в той степени, в которой чистые активы филиала не сбалансированы пассивами (например, кредитами в той же иностранной валюте, что и активы). Подобный подход к учету расчетного риска не всегда применяется на практике. Разногласия по поводу способов учета концентрируются вокруг следующей проблемы: должен ли учет принимать во внимание риск, возникающий из-за дисбаланса активов и пассивов, или надо рассматривать все статьи баланса и учитывать различия, возникающие от воздействия курсовых изменений на его денежные и неденежные статьи.

Существуют два метода перевода отчетов филиалов в консолидированные отчеты головной компании. В этих методах используются два обменных курса — курс на момент составления баланса (*курс закрытия баланса*) и курс на момент осуществления какой-либо сделки (*исторический курс*).

В настоящее время компании применяют преимущественно один из этих методов.

В основе *метода итогового курса* лежит постулат о том, что если головная компания поместила капитал (чистые инвестиции) в зарубежный филиал, то чистые активы этого филиала полностью подвержены риску колебания обменного курса. В соответствии с концепцией чистых инвестиций филиал является независимым от головной компании предприятием. Все статьи баланса филиала должны быть пересчитаны по итоговому обменному курсу и включены в консолидированный баланс головной компании. При изменениях обменных курсов с момента составления одного баланса до даты составления следующего прибыли или убытки для головной компании будут равны изменениям чистых активов филиала, выраженным в валюте страны головной компании. Эти прибыли или убытки не отразятся на потоках денежных

средств, так как являются курсовой разницей при переводе чистых активов филиала в консолидированный баланс, в котором они учитываются как изменения в нераспределенной прибыли.

В отличие от метода итогового курса *временной метод* не предполагает, что зарубежные филиалы независимы от головной компании. Наоборот, деятельность филиалов считается частью операций головной компании. Поэтому денежные потоки филиала влияют на денежные потоки головной компании. Учет статей активов и пассивов баланса во временном методе осуществляется по «историческим затратам». Неденежные активы учитываются по курсу, имевшему место в момент их первого отражения в учете. Денежные активы и пассивы вместе с другими активами, которые учитываются по текущей стоимости, отражаются в учете по курсу, зафиксированному на дату составления баланса. Если курс изменялся, в статьях, учтенных по текущей стоимости, в результате перевода по курсу на дату составления баланса возникает курсовая разница. Таким образом, в отличие от метода итогового курса только в некоторые статьи баланса будут внесены изменения, если изменится обменный курс.

Метод итогового курса и временной метод также отличаются трактовкой курсовых прибылей и убытков. Если используется метод итогового курса, курсовые прибыли и убытки в консолидированном балансе рассматриваются как изменения нераспределенной прибыли. При временном методе они рассматриваются как часть прибылей и убытков от деятельности компании за год (считается, что денежные потоки филиала и головной компании неразрывно связаны). При использовании временного метода учета все курсовые прибыли и убытки включаются непосредственно в консолидированный отчет о прибылях и убытках.

По сравнению с методом итогового курса, рассматривающего чистые инвестиции, с помощью временного метода нельзя адекватно определить стоимость активов, подверженных риску. При использовании временного метода учет неликвидных активов происходит по «историческим затратам», поэтому они не считаются подверженными риску. Временной метод занижает стоимость активов, подверженных риску, на сумму неликвидных активов.

Один из основных недостатков метода итогового курса — отражение в балансе фактически не полученной прибыли. Это происходит при переоценке неликвидных активов филиала на момент закрытия баланса и отражении курсовой разницы как нераспределенной прибыли головной компании. При использовании временного метода такая проблема не возникает. Итак, каждый метод имеет свои достоинства и недостатки. Тем не менее предпочтение отдается методу итогового курса, который положен в основу нормативных документов, регулирующих данную сферу, во многих странах. Так, в Великобритании действует система

стандартов учета *SSAP* 20, а в США — система стандартов учета *FAS*-52. Обе системы основываются на методе итогового курса.

Экономический валютный риск определяется как вероятность неблагоприятного воздействия изменений обменного курса на экономическое положение компании. Изменения курса могут влиять на стоимость факторов производства и готовой продукции, в результате компания окажется в невыгодном положении по сравнению с конкурентами. В наименьшей степени экономическому риску подвержены компании, несущие издержки только в национальной валюте, реализующие свою продукцию внутри страны и не имеющие факторов производства, на которые могли бы повлиять изменения валютного курса. Однако даже они защищены не полностью, так как могут, например, пострадать от повышения курса национальной валюты, поскольку конкурентные импортные товары станут в этом случае более дешевыми, так же как товары других внутренних производителей, которые оплачивают свои издержки в иностранной валюте. Колебания курса валюты страны могут иметь дополнительное значение для компании, открывшей свой филиал в этой стране в целях обеспечения дешевого источника поставок либо на внутренний рынок своей страны, либо на рынки других стран. Например, японский производитель, построивший в одной из европейских стран завод для выпуска своей продукции, будет поставлен в невыгодное положение, если стоимость валюты этой страны увеличится по отношению к другим европейским валютам.

Некоторые сырьевые товары по традиции оцениваются в определенных валютах. Например, цены на нефть устанавливаются в долларах США. Компании, получающие доход в других валютах, пострадают от повышения курса доллара по отношению к этим валютам, если они покупают нефть за доллары. Одним из примеров таких фирм являются авиакомпании.

Операционный валютный риск, определяемый как возможность недополучить прибыль или понести убытки в результате непосредственного влияния движений обменного курса на потоки денежных средств, имеет место, например, когда экспортер получает иностранную валюту за проданный товар (он проиграет от снижения курса иностранной валюты по отношению к национальной), а импортер осуществляет оплату в иностранной валюте (он проиграет от повышения курса иностранной валюты по отношению к национальной).

Неопределенность стоимости экспорта в национальной валюте, если счет-фактура на него оформляется в иностранной валюте, может сдерживать экспорт, так как возникает сомнение в том, что товар будет реализован с прибылью. Неопределенность стоимости импорта в национальной валюте, цена на который установлена в иностранной

валюте, увеличивает риск потерь от импорта, так как в пересчете на национальную валюту цена может оказаться неконкурентной. Таким образом, неопределенность валютного курса может препятствовать международной торговле. Если при проведении экспортных операций назначать цену в национальной валюте экспортера, это перенесет валютный риск на импортера. Кроме того, обесценение иностранной валюты, подрывающее доходы от экспорта товаров в пересчете на национальную валюту, сопровождается повышением курса национальной валюты и приводит к возрастанию цены экспорта в иностранной валюте, что снижает его конкурентоспособность. Особо сильный эффект будет в условиях спроса, чувствительного к изменениям цены.

Импортеры, получающие счета-фактуры в иностранной валюте, сталкиваются с неопределенностью при оценке стоимости импорта в национальной валюте. Для них это становится проблемой в случае чувствительности сбыта к ценовым изменениям, когда, например, их конкурентами являются внутренние производители, не испытывающие воздействие изменений обменных курсов, или импортеры, получающие счета-фактуры в иностранной валюте, курс которой изменяется в благоприятном направлении.

Самая сложная в теоретическом плане проблема возникает в связи с датой возникновения операционного валютного риска. Можно считать датой возникновения риска дату выписки счета-фактуры. Однако если экспортер получил заказ на товар, цена которого устанавливается в иностранной валюте, риск существует с момента регистрации заказа, если цена товара определяется в момент получения заказа. Еще одна проблема возникает с ожидаемыми, но еще не полученными заказами, поэтому датой возникновения операционного валютного риска может быть дата опубликования цен на товары, их доведения до сведения потенциальных покупателей.

Итак, мы рассмотрели классификацию валютных рисков, которой придерживаются западные исследователи. Некоторые российские экономисты предлагают структурировать валютные риски, которым подвергаются коммерческие банки, следующим образом:

1) коммерческие (связанные с нежеланием или невозможностью гаранта (должника) рассчитаться по своим обязательствам);

2) конверсионные, или наличные (риски валютных убытков по конкретным операциям);

3) трансляционные, или бухгалтерские (возникающие при переоценке активов и пассивов и счета «Прибыли и убытки» зарубежных филиалов);

4) риски форфетирования (возникают, когда форфетер берет на себя все риски экспортера без права регресса).

4. Теоретические аспекты страхования валютных рисков

В настоящее время для страхования валютных рисков компании используют компенсирующие риск позиции, т.е. занимаются *хеджированием*. Инструментами хеджирования являются форварды, фьючерсы, опционы и свопы. Регулировать валютные риски также можно с помощью управления активами и пассивами. Управление активами и пассивами (*asset/liability management*) представляет собой попытку минимизировать подверженность риску за счет соблюдения определенных пропорций между активами и пассивами. Суть такого подхода к управлению риском заключается в нахождении «правильных» соотношений между активами и пассивами. Применение этого метода в страховании валютных рисков можно рассмотреть на следующем примере. Предположим, американский банк, осуществляющий международные операции, прелагает ссуды многонациональным корпорациям. Эти ссуды обычно предоставляются в валюте заемщика (например, если ссуда предоставляется британской компании, она выражена в фунтах стерлингов (*BPS*), если итальянской — то в итальянских лирах (*ITL*)). Эти ссуды отражаются в балансах банка как активы, только одни активы выражаются в фунтах стерлингов, а другие — в итальянских лирах. Предположим, банк для предоставления ссуд этим компаниям привлекает средства в долларах, заимствуя их в США. Привлеченные средства банк конвертирует в валюту ссуд по курсу спот. Заимствования банка регистрируются как его долларовые обязательства. В нашем примере банк имеет серьезную валютную несбалансированность структуры своих активов и пассивов.

При текущих обменных курсах активы банка составляют 17,69 млн долл. Предположим, в течение ближайших нескольких недель курс доллара повысится по отношению к другим валютам. Например, курс *USD/BPS* понизится до 1,6385, а курс *USD/ITL* — до 0,0007625. В этом случае стоимость активов банка в долларовом выражении будет ниже стоимости пассивов (17,62 и 17,69 млн долл. соответственно). Возникают трансляционные потери в 0,07 млн долл. Методы управления активами и пассивами банка довольно просто реализуются в управлении его валютными рисками. Банк должен для финансирования ссуд в лирах занимать лиры, а для финансирования ссуд в фунтах стерлингов — занимать фунты стерлингов. Долларовые заимствования должны быть сохранены для финансирования долларовых ссуд. Посредством приведения в соответствие валютной структуры обязательств и валютной структуры активов банк исключает значительную часть валютного риска.

Стратегия управления активами и пассивами, связанная с выравниванием валютной структуры баланса (валютный мэтчинг, *currency*

matching), не исключает валютный риск полностью. Банк остается подверженным риску, связанному с репатриацией прибылей от своей глобальной деятельности.

Стратегия валютного мэтчинга — не лучший способ управления валютными рисками. Стратегии хеджирования гораздо более предпочтительны.

Хеджирование (*hedging*) — использование одного инструмента для снижения риска, связанного с неблагоприятным влиянием рыночных факторов, на цену другого, связанного с первым, инструмента или на генерируемые им денежные потоки.

Инструмент хеджирования выбирается таким образом, чтобы неблагоприятные изменения цены хеджируемого актива или связанных с ним денежных потоков компенсировались изменением соответствующих параметров хеджирующего актива. Основными инструментами хеджирования являются форварды, фьючерсы, опционы и свопы, которые будут рассмотрены далее.

Величина валютного риска, который можно хеджировать, измеряется с помощью статистических величин — дисперсии и среднеквадратического отклонения. Среднеквадратическое отклонение считается единицей изменчивости фактора (в частности, валютного курса). Одним из самых распространенных методов измерения подверженности компании риску является построение графика риска. График риска — это графическое выражение взаимосвязи между прибылью (убытком) компании и изменением валютного курса, создающим эту прибыль (убыток). С помощью вероятностных предположений (например, о нормальности распределения валютного курса) можно преобразовать риск валютного курса в риск прибыли. Можно определить доверительный интервал, означающий множество значений, которые может принимать прибыль с заранее выбранной степенью доверия (вероятностью).

Для объяснения теории хеджирования воспользуемся следующим примером. Предположим, некая германская компания подвержена валютному риску. Она имеет длинную позиция в долларах (обладает казначейским векселем на сумму в 500 000 долл., срок погашения которого наступает через 30 дней). График риска представлен на рис. 6.12.

Изменение стоимости (прибыль) откладывается по оси ординат, а 30-дневный форвардный обменный курс *DM/USD*[1] — по оси абсцисс. Компания выигрывает от повышения курса *DM/USD* (усиление доллара) и проигрывает от понижения курса *DM/USD* (ослабление доллара). График риска, изображенный на рис. 6.12, не несет полной информации о подверженности компании валютному риску, так как не отражает степень изменчивости курса *DM/USD*. Как уже было отмечено, из-

[1] На рисунках — *DEM/USD*.

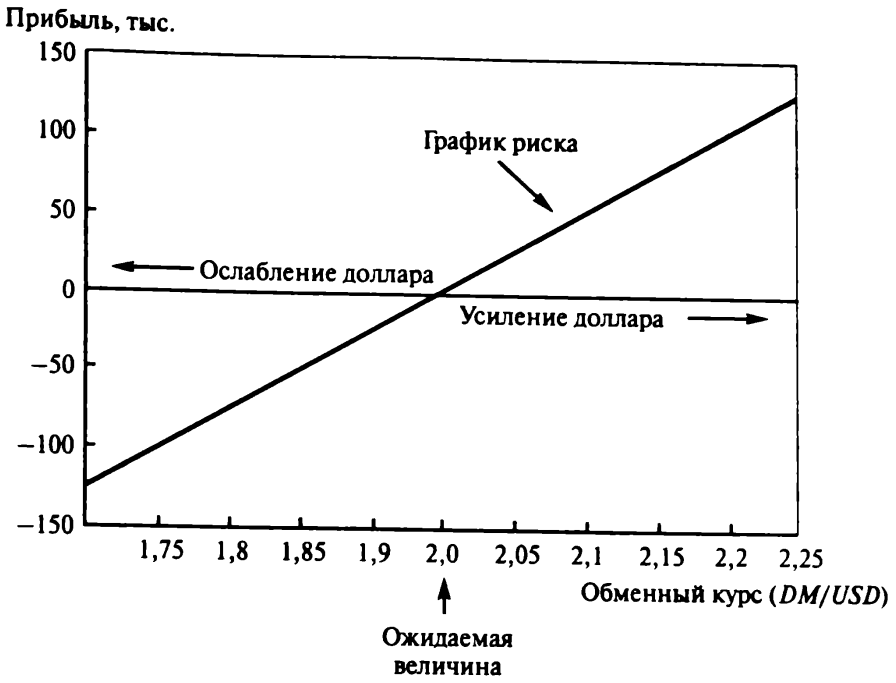


Рис. 6.12. График риска

менчивость измеряется с помощью статистических величин (дисперсии и среднеквадратического отклонения, которое вычисляется как квадратный корень из дисперсии).

$$\sigma^2 = \frac{\sum C_i - C_{\text{среднее}}}{N-1}$$

где C_i — курс *DM/USD*; $C_{\text{среднее}}$ — средний курс *DM/USD*; N — число наблюдений.

Предположим, среднеквадратическое отклонение для 30-дневного периода равно 0,0625 *DM/USD*, и имеет место нормальное распределение обменного курса, изображенное на рис. 6.13.

Используя свойства нормального распределения, можно построить доверительный интервал, вычисляя вероятности того, что обменный курс выйдет за определенные границы. Доверительный интервал (*confidence interval*) — это множество симметрично распределенных относительно ожидаемой величины значений, на которое выпадает заданная вероятность. Эта вероятность называется уровнем доверия (*confidence level*). Например, 90%-ный доверительный интервал начинается в точке «ожидаемая величина минус 1,64 среднеквадратического отклонения» и заканчивается в точке «ожидаемая величина плюс 1,64 среднеквадратического отклонения»; 95%-ный интервал задается

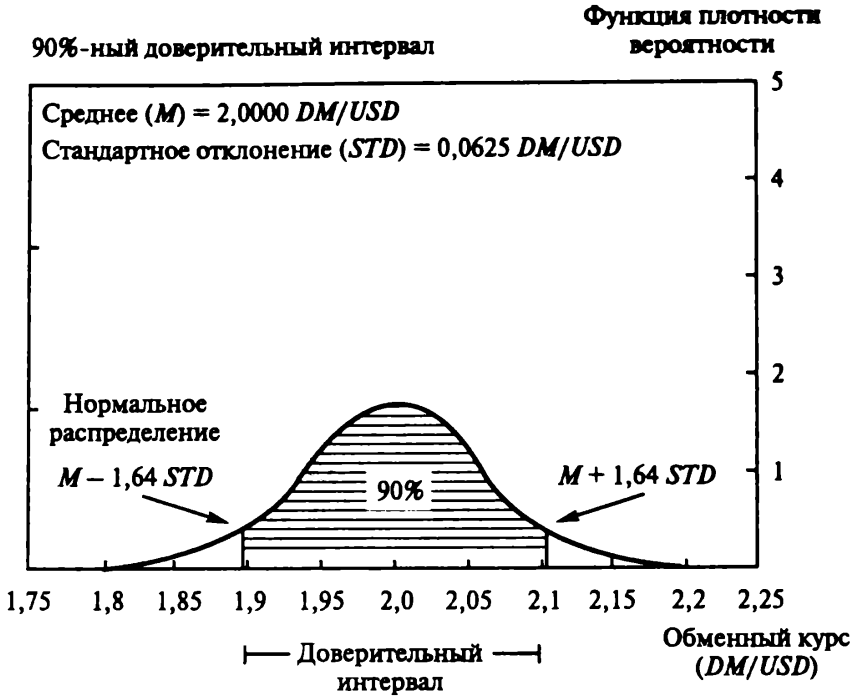


Рис 6.13. 90%-ный доверительнрый интервал

как интервал от точки «ожидаемая величина минус 1,96 среднеквадратического отклонения» до точки «ожидаемая величина плюс 1,96 среднеквадратического отклонения». В исследованиях по статистике ожидаемое значение часто называют средним. Предположим, среднее для обменного курса, совпадающее с текущим 30-дневным форвардным курсом, равно 2,0000 *DM/USD*. Так как среднеквадратическое отклонение равно 0,0625, то 90%-ный доверительный интервал будет равен 1,8975; 2,1025 (рис. 6.13).

Если совместить график риска и доверительный интервал, можно будет определить 90%-ный доверительный интервал для прибыли компании, спроецировав доверительный интервал на график риска и ось ординат (рис. 6.14). Этот интервал равен: –51 250 *DM*; 51 250 *DM*.

Существуют и другие способы изучения тех же взаимосвязей. Например, можно вычислить риск прибыли для компании, умножая размер позиции в иностранной валюте на среднеквадратическое изменение курса. В нашем примере риск прибыли германской компании будет равен:

$$500\ 000\ USD \times 0{,}0625\ DM/USD = 31\ 250\ DM.$$

Этот риск прибыли может быть преобразован в доверительный интервал с помощью свойств нормального распределения. Так, границами 90%-ного доверительного интервала будет среднее, в данном случае

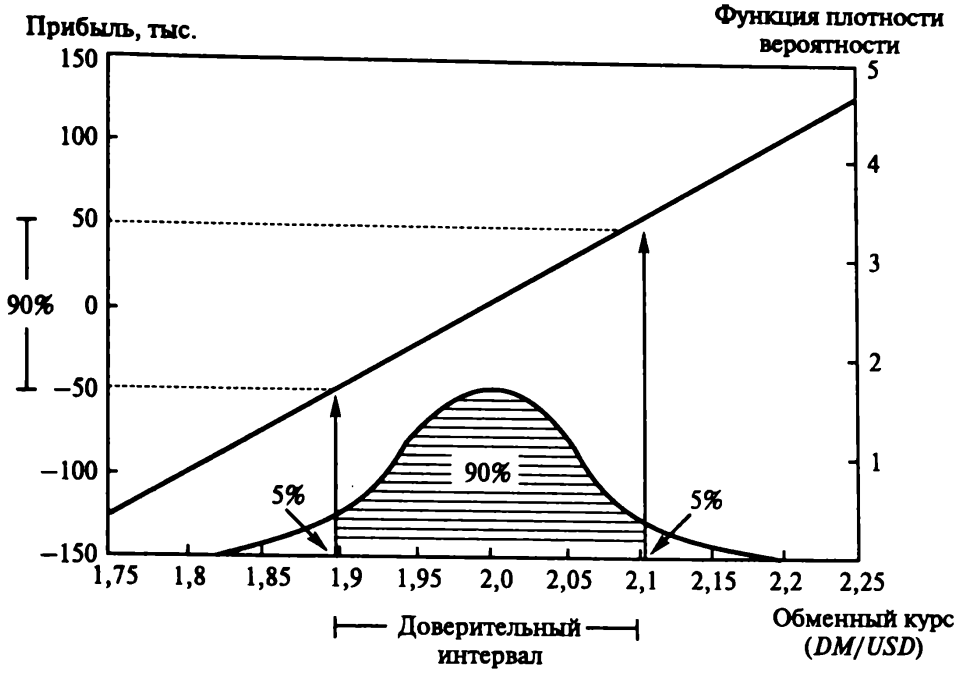


Рис. 6.14. Доверительный интервал

равное нулю, плюс-минус 1,64, умноженное на 31 250. Этот интервал охватывает значения от −51 250 *DM* до 51 250 *DM*.

В то время как хеджируемая позиция дает график риска (*risk profile*), сам хедж дает график выплат (*payoff profile*). График выплат используют для отражения возможности получения прибылей или убытков, связанной с инструментом хеджирования. Хедж исключает риск, если график риска является зеркальным отражением графика выплат.

График выплат, изображенный на рис. 6.15, для короткой позиции по 30-дневному форварду в долларах на сумму 500 000 долл. соответствует форвардному контракту, который германская компания заключила в целях хеджирования своего валютного риска. Компания условилась продать 500 000 долл. с поставкой через 30 дней по курсу 2,0000 *DM/USD*. Если курс доллара повысится, компания понесет убытки, если понизится — компания выиграет. График выплат по форвардному контракту и график риска по позиции, связанной с казначейским векселем, являются зеркальным отражением друг друга. Оба этих графика представлены на рис. 6.16.

График выплат является одновременно графиком риска, противоположным исходному. Такая взаимная компенсация рисков — основа для успешного использования теории хеджирования. Хедж создает второй риск, равный и противоположный исходному риску. Оба риска

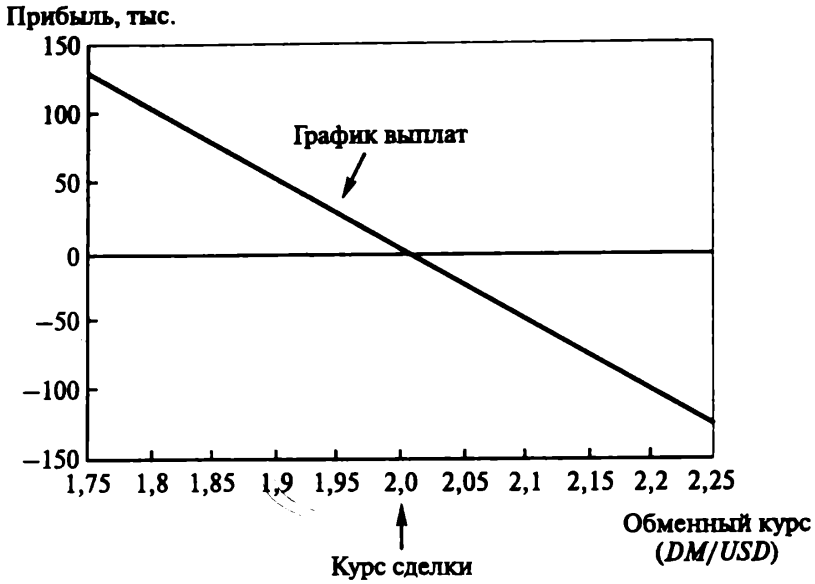


Рис. 6.15. График выплат

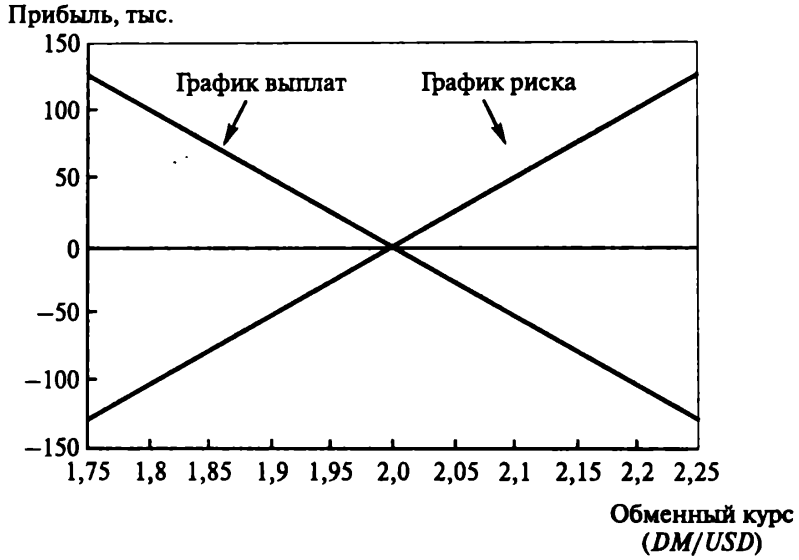


Рис. 6.16. График риска и график выплат

компенсируются, и результатом будет отсутствие риска (горизонтальная линия, представляющая собой остаточный график риска, изображенная на рис. 6.15).

Описанная стратегия хеджирования одновременно устраняет риск и благоприятных и неблагоприятных изменений валютного курса. Однако часто компания стремится сконструировать хедж, который защитил бы ее от неблагоприятных изменений курса, но не лишил бы воз-

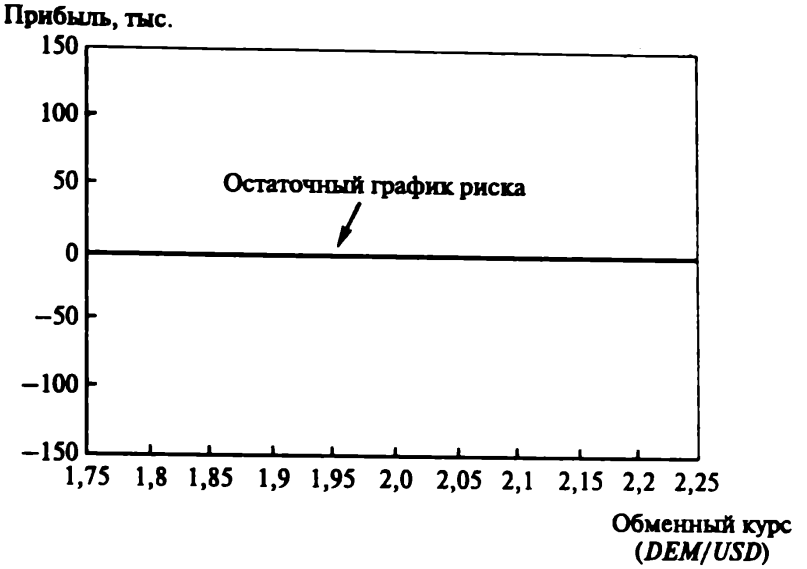


Рис. 6.17. Остаточный график риска

можности выиграть от его благоприятного изменения. Такие хеджи могут быть построены с помощью опционов и их сочетания с другими инструментами хеджирования.

В теории хеджирования значительное внимание уделяется измерению эффективности хеджа. Взаимосвязь исходного риска, который подвергался хеджированию, и базисного риска, оставшегося после использования хеджа, определяется следующим соотношением:

$$\text{Базисный риск} = (1 - p^2) \times \text{Ценовой (исходный) риск},$$

где p — коэффициент корреляции, определяющий, насколько изменение курса спот влияет на изменение курса (котировки) инструмента хеджирования (например, фьючерсного контракта), а p^2 — коэффициент детерминации, определяющий точный размер доли исходного риска, которая устраняется хеджированием. Если $p^2 = 0{,}87$, хедж снижает риск на 87%. Базисный риск, остающийся после использования хеджа, в этом случае составляет 13%. Базисный риск, остающийся после осуществления хеджирования, существует, потому что курс спот и котировка инструмента хеджирования не полностью коррелированы между собой.

Коэффициент корреляции курса спот и котировки фьючерсного контракта определяется следующим образом:

$$p_{\phi, c} = cov(c, \phi)/(\sigma_\phi, \sigma_c),$$

где $cov(c, \phi) = \sigma(C_i - C_{\text{среднее}}) \cdot (\Phi_i - \Phi_{\text{среднее}}) / (N - 1)$; C_i — значение курса спот в i-й день; $C_{\text{среднее}}$ — среднее вычисленное значение курса

спот; Φ_i — фьючерсная котировка в i-й день; $\Phi_{среднее}$ — среднее вычисленное значение фьючерсной котировки; N — число дней; $\sigma_c = \Sigma(C_i - C_{среднее})^2 / (N - 1)$ — среднеквадратическое отклонение курса спот; $\sigma_\phi = \Sigma(\Phi_i - \Phi_{среднее})^2 / (N - 1)$ — среднеквадратическое отклонение стоимости фьючерсного контракта.

Компания, проводящая хеджирование валютного риска, должна принимать во внимание не только эффективность хеджирования, но и его стоимость. Хеджирование имеет стоимость, потому что, заключая сделку, хеджер передает часть риска контрагенту; таким контрагентом может выступать другой хеджер (также снижающий свой риск) или спекулянт, цель которого — закрыть в будущем позицию по более выгодной для себя цене. Таким образом, спекулянт принимает на себя дополнительный риск, за что получает компенсацию в виде реальных денежных средств (например, при продаже опциона) или возможности их получения в будущем (в случае с фьючерсным контрактом). Еще одна статья затрат при осуществлении хеджирования с помощью срочных биржевых инструментов — гарантийный депозит, взимаемый биржей для обеспечения выполнения своих обязательств участниками сделки. Гарантийное обеспечение требуется только для срочных инструментов, по которым у их владельца возникают или могут возникнуть определенные обязательства, т.е. для фьючерсов и проданных опционов. Еще один источник расходов на осуществление хеджирования — вариационная маржа, рассчитываемая ежедневно по фьючерсным, а в некоторых случаях и по опционным позициям.

Существование стоимости хеджирования приводит к необходимости различать понятия «эффективность хеджирования» и «эффективное хеджирование». *Эффективность* характеризует степень, в которой хеджирование уменьшает риск. Но хедж с наибольшей эффективностью не всегда лучший, поскольку его стоимость может быть больше, чем стоимость хеджа с меньшей эффективностью. Предположим, например, что один хедж имеет эффективность 89%, а другой — 87%. Пусть хедж с большей эффективностью имеет стоимость 0,08 долл. за одну хеджируемую единицу, а хедж с меньшей эффективностью — 0,03 долл. за единицу. В этом случае предпочтение может быть отдано хеджу с меньшей эффективностью. *Эффективное хеджирование* — это хеджирование, которое для произвольной заданной стоимости дает наибольшее снижение риска.

Современная практика хеджирования валютных рисков широко использует метод «строительных блоков», заключающийся в том, что после построения графика риска для компании хеджер конструирует хедж, используя производные финансовые инструменты, а также их комбинации для видоизменения графика риска.

Глава 7

МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ЗОЛОТА

Сейчас, когда доллар, евро и иена являются самыми важными валютами в мире, было бы ошибкой игнорировать роль золота. Золото на сегодняшний день — второе по важности резервное средство. Общие официальные запасы золота составляют примерно 110 тыс. т стоимостью 1,1 трлн долл. по 10 млн долл. за тонну. Финансовые власти держат около трети этого количества (точнее 1,1 млрд унций стоимостью 330 млрд долл. — по 300 долл. за унцию). Страны ЕС держат 458 млн унций, учитывая золото, находящееся в руках Европейского валютного института. Для сравнения: США имеют 262 млн унций. Европа, таким образом, будет иметь веский голос в определении роли золота в будущем международной валютной системы.

Было бы ошибкой считать, что Европа заинтересована в распродаже своих больших запасов золота. Никто из крупных держателей не желает снижения ценности такого важного резервного актива.

Обращение к золоту как к спасительному инструменту, гарантии надежности инвестиций актуально не только для России, но и для мировой валютно-финансовой системы. Говорить о повороте вспять исторической тенденции демонетизации золота было бы, разумеется, преувеличением. Восстановление золотого стандарта, даже в неполной, «золотодевизной» форме, т.е. привязанной к какой-либо мировой валюте или корзине валют, мировой экономике, думается, не грозит.

Но и смотреть на золото свысока сейчас не рискнет ни один из серьезных экономистов с мировым именем. Этот почти бесполезный в современном хозяйстве желтый металл за два десятилетия бума финансовых инструментов и их производных не утратил уникального свойства — почти абсолютной ликвидности. Так что же представляет собой золото?

Золото, Au (лат. *Aurum*; англ. *gold*; нем. *gold*; фр. *or*; исп. *oro*) — химический элемент I группы периодической системы Менделеева; атомный номер 79, атомная масса — 196,3665[1].

Благородный металл желтого цвета, ковкий, плотность 19,32 г/см^3, $t_{пл}$ 1064,43°С, химически весьма инертен. Это единственный металл, на

[1] См.: *Козеренко С.В.* Горная энциклопедия. М., 1986. Т. II. С. 393—395.

который не действуют разбавленные и концентрированные кислоты, на воздухе он не изменяется даже при нагревании. Так, золото не растворяется в соляной или азотной кислоте, но легко растворяется в так называемой царской водке (смеси 3:1 $HCl + HNO_3$) с образованием золотохлористоводородной кислоты $H[AuCl_4]$. Первый из открытых человеком металлов. В природе встречается главным образом самородное золото (коренные и россыпные месторождения).

Природное золото состоит из стабильного изотопа ^{197}Au.

Золото обладает самыми высокими по сравнению со всеми остальными металлами пластичностью и ковкостью. Легко расплющивается в тончайшие листочки; так, 1 г золота можно расплющить в лист площадью 1 м^2. Легко полируется. Отражательная способность — высокая.

Наиболее древний метод выделения золота — гравитационный[1]. Этот метод является ведущим процессом получения золотосодержащего концентрата. Начиная с I тысячелетия до н.э. при извлечении золота из концентратов использовалось амальгамирование (растворение металлической ртутью с последующей отгонкой ртути). С конца XVIII в. и в течение большей части XIX в. распространился метод хлорирования. Хлор пропускался через измельченный рудный концентрат, и образующийся при этом хлорид золота вымывался водой. В 1843 г. П.Р. Багратион предложил цианидный способ выделения золота, который широко используется и позволяет практически полностью выделить золото даже из самых бедных руд. Для извлечения золота рудный концентрат обрабатывается при доступе воздуха разбавленным раствором $NaCN$. При этом золото переходит в раствор, из которого затем выделяется действием металлического цинка. Очистка полученного тем или иным путем золота от примесей производится обработкой его горячей серной кислотой.

Экономическое значение золота определяется его ролью основного валютного металла. В технике золото используют в виде сплавов с другими металлами. Покрытие золотом применяют в авиационной и космической технике, для изготовления некоторых отражателей, электрических контактов и деталей проводников, а также в радиоаппаратуре. В электронике из золота, легированного *Ge*, *In*, *Ga*, *Si*, *Sn* и др., изготовляют контакты. Значительная часть золота идет на ювелирные изделия. Золото применяется также в медицине.

В начале эры финансовых производных золото широко использовалось в качестве базового актива, однако целый ряд его качеств (прежде всего, необходимость иметь в залоге большое количество металла,

---

[1] См.: *Паддефет Р.* Химия золота / Пер. с франц. М., 1982.

хранение которого обходится довольно дорого) сковывал азарт игроков финансовых рынков. При минимальной марже финансовых рынков всего объема имеющегося под залог металла не хватало для обеспечения требуемой массы прибыли. Короче говоря, для масштабных международных финансовых операций золото не подошло из-за консервативности и малой капиталоотдачи.

Природа российского финансового кризиса 1998 г. иная, чем обвал рынков развитых стран. Наивно полагать, что золотой червонец оживит экономику, да и не в этом цель российской «золотой» инициативы. Задача золота заключается в стабилизации денежной системы, увеличении уровня ликвидности и возможностей кредитования финансовыми предприятиями, восстановлении доверия к платежно-расчетным системам.

После выхода в апреле 1998 г. Федерального закона «О драгоценных металлах и драгоценных камнях» определилась законодательная основа развития рынка драгметаллов и регулирования его государством. Для преодоления кризиса доверия к финансовым инструментам и банковской системе открываются большие возможности использования золота.

В течение последних лет Гохран России, Ассоциация российских банков и коммерческие банки, а также Центробанк РФ формировали взаимоприемлемые финансовые схемы кредитования добычи золота, его производства и торговли. В результате только в 1998 г. более 35 коммерческих банков авансировали добычу и производство около 80 т золота. При этом форвардные сделки осуществлялись без гарантий третьих лиц, но при условии их обязательной регистрации в Гохране.

В свою очередь, Гохран оказывал всяческое содействие либерализации экспорта коммерческими банками драгоценных металлов, учитывая важность ликвидности золота для недропользователей.

Таким образом, в 1998 г. в России на рынке стандартного золота и серебра сложились устойчивые правила игры, создавшие благоприятные предпосылки развития и других финансовых инструментов на основе драгоценных металлов. Суть этих правил складывалась из:

- абсолютной ликвидности золота за счет гарантии его покупки Банком России и права коммерческих банков его экспортировать, а также отсутствия НДС на операции с драгоценными металлами (за исключением мерных слитков);
- первоочередного права Гохрана покупать золото в размере утвержденного бюджетом госзаказа при условии выделения авансов для финансирования добычи;
- права собственности старателей на добытое ими золото и возможности распоряжаться им по своему усмотрению.

При стабильной финансовой системе данные правила игры рано или поздно сформируют биржевой рынок драгоценных металлов и интегрируют его в международную систему торговли этими товарами.

Однако августовский правительственный и банковский кризис 1998 г. поставил рынок золота на грань свертывания. В этих условиях значительно повысилась роль государства в сохранении не только рыночных основ, но и самой отрасли в связи с отсутствием денежных средств для покупки и дальнейшего финансирования добычи золота.

Дальнейшее развитие рынка стандартного золота должно происходить следующим образом: Гохран должен взять на себя основную часть финансирования добычи золота (80—100 т). Наиболее эффективная и наименее затратная схема — реализация Банку России ценных бумаг Минфина России («золотых сертификатов») на 50% суммы авансирования данного объема с последующим погашением всей суммы поставками золота в резервы Центрального банка РФ.

Несмотря на кризис доверия к российским ценным бумагам, многие крупные западные банки готовы инвестировать в «золотые сертификаты» средства в объеме 300—500 млн долл. Их интерес связан в первую очередь с установлением контроля над добычей российского золота, а также доходностью его будущих поставок и котировок ценных бумаг добывающих предприятий.

Финансирование другой части годовой добычи (20—40) могут сохранить за собой коммерческие банки. Несомненно, в данном случае также возникнет вопрос предоставления коммерческим банкам кредитов Банка России для целевого использования — авансирования старателей. Необходимо четко отработать условия и порядок кредитования.

Во-первых, должен быть предусмотрен жесткий отбор банков в процессе их реструктуризации, которую проводит Банк России. Кроме «тяжеловесов» целесообразно сохранить опыт так называемых специализированных банков, наработавших устойчивые кредитные отношения с недропользователями.

Во-вторых, следует отработать схему обеспечения кредитов. Для Центробанка вполне возможным и приемлемым залогом могли бы стать ценные бумаги, находящиеся у банков, а для самих банков — особая схема регистрации сделок купли-продажи в Гохране.

Во всех случаях, однако, не исключены риски непоставки золота. Свести их к минимуму можно за счет административного и экономического опыта работы Гохрана с недропользователями, более дешевых кредитных ресурсов Банка России и комплексного обслуживания коммерческими банками старателей.

Другая сфера государственного регулирования рынка драгоценных металлов находится в области использования стандартного золота не только в качестве запасов Гохрана, Центробанка и экспортного товара, но и формирования биржевых и внебиржевых инструментов внутри России. Последнее направление приобретает особую значимость в условиях формирования доверия к Правительству и банковской системе.

Сейчас золото не продается на бирже, на него не заключаются фьючерсы, нет и рынка «бумажного» золота — «золотых сертификатов». Так уж сложилось, что банкам было неинтересно торговать золотом на бирже, когда складывались прямые форвардные отношения со старателями и такие же односторонние — с Центробанком.

Несомненно, в России должен быть биржевой рынок золота. С этим связана необходимость более активного участия операций с драгоценными металлами в стабилизации экономического положения страны.

Какова предполагаемая «обойма» финансовых инструментов на основе драгоценных металлов, которые Гохран намерен поддерживать и по необходимости участвовать в их развитии?

В первую очередь — золото, серебро и, возможно, платина в стандартных слитках. Для возникновения рыночных котировок есть смысл поддержать инициативу Центробанка о создании временной секции драгоценных металлов на ММВБ. Правила торгов необходимо согласовывать с Гохраном, так как Правительство должно иметь возможность реализации золота через данную структуру.

Кроме наличного металла на ММВБ имеет смысл организовать и торговлю фьючерсами. Причем не только на месяц, но и на более длинные сроки.

Определив организацию, игроков и правила игры на «элитном» рынке наличного стандартного металла и его производных, стоит особое внимание уделить формированию рынка золотых, серебряных и платиновых мерных слитков, золотых и серебряных монет, ценных бумаг, обеспеченных золотом, сертифицированным ломом, содержащим драгметаллы, ювелирных изделий.

Наиболее болезненной остается проблема отсутствия рынка мерных слитков из драгоценных металлов. На руках у населения находится более 8 т мерного банковского золота. Покупалось оно с уплатой НДС и планировалось как средство сбережения. Кризис заставил население начать искать покупателей этих слитков. Однако коммерческие банки, как правило, отказываются их покупать в связи с отсутствием средств. В ломбардах же слитки принимают как лом за 50% цены.

Необходимо создать удобную и доступную инфраструктуру торговли ими, предусмотрев возможность участия в ней населения, предпринимателей и банков.

Временно такой организацией могла бы стать одна из наиболее подготовленных действующих бирж. Для обслуживания торгов необходимо наличие закрытой и открытой торговых площадок, сертификационного центра и охраны (на первой стадии торговля будет осуществляться наличным золотом). При этом ликвидность мерного слитка должна, как и на стандартное золото, поддерживаться государством.

В результате появятся стабильные котировки на мерные слитки из драгоценных металлов, что значительно улучшит инвестиционный климат населения и повысит его доверие к данному финансовому инструменту. Для банков же это будет решением проблемы ликвидности не только своих мерных слитков, но и запасов других банков.

Финансовый кризис заставил присмотреться и к более неординарным подходам использования наличного золота и серебра в России. Речь идет о чеканке золотых и серебряных монет в целях более широкого введения их в платежное и инвестиционное обращение.

Банк России считает выпуск в обращение золотых монет номиналом, соответствующим их реальной стоимости, эмиссией платежных средств. Планируется, что эти монеты станут полноправной российской твердой валютой. Рыночная цена этих платежных средств будет соответствовать их номиналу.

Коммерческие банки смогут размещать свободные средства в эти монеты, получая дополнительный доход не только от инфляции, но и от повышенного спроса со стороны населения, а также растущих мировых цен на эти металлы.

Впрочем, на золотые и серебряные монеты, как и на стандартные слитки, Банк России должен гарантировать покупку, в случае если на монеты возникнут рыночные котировки.

Специфическим вопросом является *организация рынка вторичного сырья, содержащего драгоценные металлы*. Суть проблемы заключается в установлении более жесткого контроля Гохрана над использованием данного сырья при наличии биржевого механизма его покупки и продажи.

Это особенно важно, когда трудно оценить реальную рыночную стоимость огромного количества военного и гражданского лома, содержащего драгметаллы. Очевидно, целесообразно участие в финансировании покупки, переработки и продаже этого сырья не только Гохрана, перерабатывающих предприятий, но и коммерче-

ских банков. Предметом же торговли может быть первично переработанный и сертифицированный на наличие химического металла полуфабрикат, его виды, качество, производственная основа и прочие параметры.

Ниже приведено возможное распределение объема золота по сегментам рынка, исходя из его годовой добычи в объеме 120 т и с учетом складывавшейся перспективы развития рынка драгоценных металлов за 1999 г. (табл. 7.1)

Таблица 7.1

Распределение объема золота по сегментам рынка драгоценных металлов за 1999 г.

Наименование финансового инструмента из золота	Объем операций в 1999 г., в тоннах
Стандартный слиток	120
Мерный слиток	13
Монета	100
Ценные бумаги:	
«золотые сертификаты»	100
варранты	10
Вторсырье	10
ИТОГО	253

По мере развития рынка наличного золота и серебра необходимо готовить к выпуску и финансовые инструменты, номинированные или обеспеченные золотом. Пока рано говорить о большой привлекательности ценных бумаг, номинированных в золоте со сроками погашения более полугода. Рынок может выставить слишком высокие риски и, соответственно, дисконты на эти ценные бумаги.

Наиболее привлекательными видятся бумаги, обеспеченные наличным золотом Гохрана — своего рода варранты, или складские расписки. Гохран планирует организовать рынок этих ценных бумаг. При этом правила игры такими ценными бумагами будут максимально приближены к международным стандартам.

Учитывая важную роль Гохрана в регулировании рынка драгоценных металлов, целесообразно рассмотреть вопрос о расширении его функций за счет более активных операций на открытом рынке, при-

влечения иностранных инвестиций в добычу и переработку драгоценных металлов и создания торговой инфраструктуры.

Кризис золотого рынка длится уже несколько лет; котировки тройской унции опустились с 350 до 260 долл. только за период с 1997 по 1999 г. Первоначально такая тенденция объяснялась мировым финансовым кризисом и снижением спроса на драгоценные металлы со стороны азиатских потребителей. Теперь же очевидно, что в мире формируется новый подход к роли золота в валютных резервах национальных банков: вслед за Австрией, Бельгией, Канадой и Люксембургом о продаже физического золота из резервов национальных банков объявили Великобритания и Швейцария.

Традиционно резервы национальных банков состояли из физического золота и наиболее стабильных мировых валют. В последние годы ситуация изменилась: многие страны предпочитают найти замену стремительно падающему в цене золоту (которое, по сути, девальвирует национальные валюты), и в качестве такой замены рассматриваются американские государственные ценные бумаги, а с начала 2002 г. — евро. О таких планах заявил недавно и Банк Англии, намеренный за несколько лет продать 415 т золота из 715 т, находящихся в национальном резерве. Несмотря на заявленный высокий спрос на аукционе по продаже первых 25 т желтого металла, котировки золота и контрактов на его будущие поставки катастрофически падают. Прогнозы дальнейшего падения — до 230 долл.

Не совсем ясно отношение Центробанка к новой моде на распродажу золотых резервов. По разным данным, от 7 до 9 млрд долл. золотовалютных резервов ЦБ РФ представляет собой физическое золото. Некоторые эксперты надеются, что «спасение» мировых цен на золото придет со стороны потребителей — ювелирной промышленности и компаний, производящих точную электронику. Есть и еще один выход из «золотого кризиса». Рынок энергоносителей, переживший год назад жесточайший кризис и почти 50%-ное падение цен на сырую нефть, был выведен из кризиса действиями крупнейших игроков, снизивших предложение нефти на мировом рынке и проводивших консолидированную политику по контролю над квотами на ее экспорт. Намерения некоторых стран снизить добычу золота могут стать позитивным фактором для котировок желтого металла (Китай уже заявил о снижении объемов добычи «в связи с реструктуризацией отрасли», а в России, похоже, снижение добычи произойдет из-за неблагоприятной экономической конъюнктуры). В то же время национальным банкам и МВФ ничего не мешает договориться об очередности действий и продаж золотых резервов на мировом рынке.

Особенности рынка золота

В структуру международных ликвидных ресурсов входят: золото, иностранные валюты, резервная позиция международного валютного фонда и СДР.

Объемы золотовалютных ресурсов, которые хранятся в Центральном банке РФ и финансовых органах страны, дополняются валютными авуарами на счетах иностранных банков и международных и региональных валютно-кредитных и финансовых организаций, предназначенными для международных расчетов. Центральное место в международных ликвидных средствах принадлежит золотовалютным ресурсам государств. В категории валютных ресурсов лидирующее место принадлежит современным резервным свободно конвертируемым валютам, без ограничения обмениваемым на любые иностранные валюты.

Значительную роль в структуре международных ликвидных средств продолжает сохранять за собой золото в качестве золотых запасов государства (в форме слитков и монет).

Долгое время различалось две цены золота — официальная и реальная.

Официальная цена золота на протяжении более 40 лет (1933—1976) фиксировалась Казначейством США. С 1944 г. она была на уровне 35 долл. за 1 тройскую унцию (31,1035 г). После девальвации доллара в 1971 г. и на сегодняшний день она составляет около 300 долл. за унцию. Изменение официальной цены золота и период существования золотовалютного стандарта в большей степени было отражением постепенного ослабления позиций доллара в мировой валютной системе и стремления западных стран проводить самостоятельную политику регулирования в валютной сфере.

В зависимости от степени государственного регулирования рынки золота делятся на четыре основные категории:

- мировые — в Лондоне, Цюрихе, Франкфурте, Чикаго, Гонконге;
- внутренние свободные — в Милане, Париже, Рио-де-Жанейро;
- местные контролируемые — в Афинах, Каире;
- «черные» рынки — в Бомбее.

Источником предложения золота на международных рынках является разработка имеющихся и новых месторождений. Основные золотодобывающие державы — ЮАР, США, Канада, государства СНГ, Австралия. Годовая добыча золота на Западе достигает в отдельные годы 1800—2000 т.

Рынок золота в Лондоне. В своей настоящей форме этот рынок существует с 1919 г. Основным его участником остается тот же, что и

раньше, клуб «фирм» — золотые брокеры Лондона (*London bullion brokers*): *N.M.Rotshild and Sons*, *Samuel Montague*, *Republic Mays London*, *Standart Chartered Bank*, *Mocatta Group*, *Deutsche Sharps Picksley*.

Именно на Лондонском золотом рынке сформировалась процедура фиксинга, которая проводится с 1919 г. дважды в день.

Цены Лондонского рынка считаются наиболее представительными и используются в качестве справочной базы для различного рода расчетов, сравнений, закладываются в долгосрочные контракты. Объектом торговли на фиксинге являются стандартизированные слитки (*«good-delivery-bars»*). Каждый слиток должен иметь серийный номер, отметку о пробе (чистоте), штамп изготовителя.

Достаточно долгое время Лондонский золотой рынок был рынком для нерезидентов, так как согласно Акту валютного контроля резиденты Великобритании не имели права приобретать золото, а профессиональные дилеры получали лицензию у Банка Англии.

В октябре 1979 г. правительство, возглавляемое М. Тэтчер, сняло эти ограничения. Однако данное решение несколько запоздало, поскольку быстро развивались рынки в США и Швейцарии, дававшие возможность использовать в операциях с золотом современные производные финансовые инструменты.

Рынок золота в Цюрихе. Крупнейшим центром торговли золотом в 1970-х гг. стал Цюрих. С начала 80-х гг. Швейцария импортировала в среднем от 1200 до 1400 т золота в год, а экспортировала от 100 до 1200 т. Отсюда видно, что только относительно небольшая часть драгоценного металла остается в стране. Золото используется в национальной часовой и ювелирной промышленности в скромных объемах: около 25 т. О большой роли Цюриха как европейского центра торговли свидетельствует то, что золотой импорт Швейцарии составляет 70% золота, добываемого в западных странах, из которых 60% затем реэкспортируется в различные регионы мира. С начала 80-х гг. Цюрих стал мировым рынком золота, через который проходит почти половина мирового промышленного спроса на золото. Швейцария импортирует около 40% общего предложения золота в мире.

Маркет-мейкеры цюрихского рынка — «большая тройка» банков (*UBS+SBC*, *Credit Swiss*), быстро адаптировавшихся к новым рыночным условиям и изменениям в требованиях своих клиентов. Этим банкам принадлежит крупная брокерская фирма *Premex AG*, не только совершающая сделки «спот», но и работающая на «форвардном» и «опционном» рынках.

Банки «большой тройки» относятся к инновационным банкам мира, осуществляющим очень широкий круг наиболее современных операций с золотом.

Примером может служить перечень операций, предоставляемый банком *Credit Swiss* своим клиентам:

- продажа «спот» на металлические счета;
- покупка «спот», физическая поставка золота;
- срочные операции (форвардные и опционные), сделки «своп»;
- предоставление ссуд под залог золота;
- структурированные по заказу сделки на короткие и длительные сроки исполнения;
- сделки «своп» по местонахождению металла;
- счета (металлические) с отсрочкой налоговых платежей;
- аффинаж, плавка, конечная обработка золота из полуфабрикатов.

Преимущество швейцарских банков перед другими — их широкое присутствие на мировых рынках золота в различных регионах мира. Они представлены на рынках драгоценных металлов в Европе (Женеве, Цюрихе, Лондоне), в США (Нью-Йорк), на Дальнем Востоке (Токио, Сингапур, Гонконг), в Австралии (Мельбурн). Это позволяет им осуществлять 24-часовое присутствие на международном рынке золота, совершая операции с физическим золотом и с «бумажным» металлом. Клиентам предлагаются различные по размеру золотые слитки и широкий спектр операций, включая сложные производные финансовые инструменты.

Рынок золота в США. Демонетизация золота в 1970-х гг. сделала возможной отмену просуществовавшего в течение 40 лет «Акта золотого запрета», в соответствии с которым граждане США не имели права на частное владение золотом в слитковой форме. Либерализация торговли золотом привела к быстрому превращению Нью-Йоркской товарной биржи (*Commodity Exchange — COMEX*) и Международного валютного рынка (*International Money Market — IMM*), Чикагской товарной биржи (*Chicago Mercantile Exchange — CME*) в крупнейшие центры торговли золотыми фьючерсными контрактами. Именно в этих центрах заключается более 90% всех фьючерсных контрактов на поставку золота.

Наряду с фьючерсной биржевой торговлей золотом в Нью-Йорке существует рынок золота в слитковой форме, откуда оптовые дилеры поставляют золото производственным и коммерческим потребителям.

В торговле золотом в последнее десятилетие наряду с биржами принимают участие ведущие американские банки, являющиеся в настоящее время маркет-мейкерами на международном рынке золота: «*JPMorgan*», «*J. Aaron and Co*». Особенность этих рынков — широкое распространение сделок преимущественно венчурного характера.

К ним относятся срочные сделки (форвардные и фьючерсные), которые заключаются на один, три, шесть месяцев и исполнение которых осуществляется по цене, зафиксированной в момент заключения сделки. Сумма контракта строго определена объемом в 100 унций.

Прочие рынки золота. Центром опционной торговли стала Канадская золотая биржа. С конца 80-х гг. интенсивно совершаются операции с золотом на Гонконгском рынке, где имеют представительства крупные золотые дилеры из Цюриха, Лондона, Нью-Йорка и Франкфурта. С 1980 г. Товарная биржа Гонконга начала осуществлять торговлю фьючерсными контрактами.

Среди местных контролируемых рынков выделяется рынок золота в Саудовской Аравии, обеспечивающий сырьем ювелирную промышленность за счет импорта: например, в 1993 г. было закуплено 100 т золота.

На местный золотой рынок Индии в 1993 г. поступило 257 т вновь добытого золота, что составляет 11% общемировой добычи.

Перечислим ведущие мировые биржи:

AMEX — American Stock Exchange, Derivative Securities, 86 *Trinity Place, New York, NY* 10006, *US*;

BSE — Boston Stock Exchange;

CBOE — Chicago Board Options Exchange, 400 *S. LaSalle St., Chicago, IL* 60605, *US*;

CBOT — Chicago Board of Trade, 141 *W Jackson Blvd, Chicago, IL* 60604—2994, *US*;

CHX — Chicago Stock Exchange, One Financial Place, 440 *S. LaSalle St., Chicago, IL* 60605—1070, *US*;

CME — Chicago Mercantile Exchange, 30 *S. Wacker Drive. Chicago, IL* 60606, *US*;

CSCE — Coffee, Sugar & Cocoa Exchange Inc., Four World Trade Center, New York, NY 10048, *US*;

CRCE — Chicago Rice & Cotton Exchange;

CSE — Cincinnati Stock Exchange;

COMEX — Commodity Exchange Inc.;

DTB — Deutsche Terminburse, 60284 *Frankfurt, Boersenplatz* 7-11, *D-*60313 *Frankfurt, Germany*;

IPE — International Petroleum Exchange of London, International House, 1 *St. Katharine's Way, London EI* 9*UN, UK*;

KBOT — Kansas City Board of Trade, 4800 *Main St., Suite* 303, *Kansas City, MO* 64112, *US*;

LCE — London Commodity Exchange, 1 *Commodity Quay, St. Katharine Docks, London E*1 9*AX, UK*;

LIFFE — London International Financial Futures Exchange, Cannon Bridge, London EC4R 3XX, UK;

LME — London Metal Exchange, 56 *Leadenhall St., London EC3A 2BJ, UK*;

OMLX — The London Securities and Derivatives Exchange, 107 *Cannon St., London EC4N 5AD, UK*;

LGFM — The London Gold Futures Market;

NYCE — New York Cotton Exchange, 4 *World Trade Center, New York, NY* 10048, *US*;

NYFE — New York Futures Exchange;

NYMEX — New York Mercantile Exchange, 4 *World Trade Center, New York, NY* 10048, *US*;

NYSE — New York Stock Exchange;

SOFFEX — Swiss Options & Financial Futures Exchange, Selnaustrasse 32, *CH*-8021 *Zurich, Switzerland*;

Tokyo Stock Exchange, 2-1 *Nihombashi-Kabuto-Cho, Chuo-ku, Tokyo* 103, *Japan*;

TIFFE — Tokyo International Financial Futures Exchange, 1-3-1 *Marunouchi, Chiyoda-ku, Tokyo* 100, *Japan*.

Средняя цена золота на мировом рынке в первой половине 2007 г. достигла порядка 670 долл./унция. Ценовые показатели по золоту в 2007 г. несколько ниже, чем были в 2006 г., когда цена золота достигла исторической рекордной отметки 725 долл./унция. Новое рекордное повышение цены золота теперь возможно только в 2008 г., особенно если значительно ухудшится ситуация на Ближнем Востоке.

Добыча золота в мире в 2006 г. снизилась по сравнению с предыдущим годом на 2% и составила 2,467 тыс. т, что близко к уровню 2004 г. Хотя в Китае, а также в ряде стран Латинской Америки и Африки добыча золота увеличилась, итоги года были обусловлены существенным снижением золотодобычи в ЮАР, Австралии, США и Индонезии. В 2007 г. эксперты *GFMS* ожидают умеренное увеличение добычи золота относительно 2006 г.

Официальные продажи золота центральными банками в 2006 г. составили 330 т, что было примерно на 50% ниже продаж за 2005 г. Ожидается, что продажи золота центральными банками в 2007 г. не будут оказывать сильное влияние на рынок, и по сравнению с 2006 г. снизятся еще на 26%.

За пятилетний период действия межбанковского соглашения 2004—2009 гг. ежегодные продажи золота составят в среднем порядка 160 т. Таким образом, полагают в *GFMS*, до окончания сентября 2009 г. общий объем продаж не превысит установленную банками на пятилетний период квоту — 2,5 тыс. т.

Инвестиции в золото в 2006 г. составили 680 т, на 16% ниже по сравнению с предыдущим годом. Это вызвано падением спроса на золотые слитки в Японии.

Потребление золота в 2006 г. уменьшилось на 11%. При этом спрос со стороны ювелирной отрасли упал на 16% — более чем на 440 т. Более половины этого показателя обеспечили Индия, Италия и Турция, где в 2006 г. значительно упал спрос на ювелирные изделия из золота.

В первой половине 2007 г. спрос на золото существенно не изменился. При этом возможно дальнейшее снижение его потребления ювелирной отраслью еще на 1%.

Глава 8

РЫНОК СТРАХОВАНИЯ

1. Страховой рынок

Страхование — это способ возмещения убытков, которые потерпело физическое или юридическое лицо, посредством их распределения между многими лицами (страховая совокупность). Возмещение убытков производится из средств страхового фонда, находящегося в ведении страховой организации (страховщика). Объективная потребность в страховании обусловливается тем, что убытки подчас возникают вследствие разрушительных факторов, вообще не подконтрольных человеку (например, стихийные бедствия). В подобной ситуации невозможно взыскивать убытки с кого-либо, и заранее созданный страховой фонд может быть источником возмещения ущерба.

Страхование представляет систему экономических отношений, включающую совокупность форм и методов формирования целевых фондов денежных средств и их использование на возмещение ущерба при различных рисках, а также на оказание помощи гражданам при наступлении определенных событий в их жизни. Оно выступает, с одной стороны, средством защиты бизнеса и благосостояния людей, а с другой — видом деятельности, приносящим доход. Источниками прибыли страховой организации служат доходы от страховой деятельности, от инвестиций временно свободных средств.

В основу классификации страхования положены два критерия: различия в объектах страхования и различия в объеме страховой ответственности. В соответствии с этим делением применяются системы классификации по объектам страхования и по уровню опасности.

Обязательное страхование выражает гражданско-правовые отношения, связанные с образованием и использованием ресурсов страхового фонда в силу закона. Добровольное страхование отличается от обязательного тем, что указанные гражданско-правовые отношения возникают в силу волеизъявления сторон — страховщика (страховой компании) и страхователя (физического или юридического лица), которые закрепляются в заключаемом между ними письменном договоре страхования. В удостоверение заключенного договора страхования физическому или юридическому лицу вручается страховой полис.

По форме организации страхование бывает государственное, акционерное, взаимное, кооперативное. Особой организационной формой является медицинское страхование. Кроме того, в отечественной практике можно выделить противопожарное страхование. Близкий по смыслу зарубежный аналог — огневое страхование.

Государственное страхование представляет собой организационную форму, где в качестве страховщика выступает государство в лице специально уполномоченных на это страховых организаций.

Акционерное страхование — негосударственная организационная форма, когда в качестве страховщика выступает частный капитал в виде акционерного общества, чей уставный фонд формируется из акций, принадлежащих юридическим и физическим лицам.

Взаимное страхование — негосударственная организационная форма, выражающая договоренность между группой физических, юридических лиц о возмещении друг другу будущих возможных убытков в определенных долях согласно принятым условиям. Реализуется через общество взаимного страхования, которое является страховой организацией некоммерческого типа, т.е. не преследует цель извлечения прибыли из созданного страхового предприятия.

Общество взаимного страхования — объединение физических или юридических лиц, созданное на основе добровольного соглашения между ними для страховой защиты своих имущественных интересов. Общество взаимного страхования является юридическим лицом и отвечает по своим обязательствам всем своим имуществом. Каждый страхователь — член-пайщик общества взаимного страхования. Минимальное количество членов-пайщиков определяется уставом общества. В настоящее время в Российской Федерации отсутствует правовая база для деятельности обществ взаимного страхования. За рубежом общества взаимного страхования — это крупные хозяйствующие субъекты регионального, национального и международного страхового рынка.

Кооперативное страхование — негосударственная организационная форма. Оно заключается в проведении страховых операций кооперативами. В Российской Федерации кооперативное страхование начало функционировать в 1918 г., когда был организован Всероссийский кооперативный страховой союз. В 1931 г. кооперативное страхование как организационная форма ликвидирована, а все операции данного направления сосредоточились в Госстрахе СССР. Возрождение кооперативного страхования связано с принятием в 1988 г. Закона СССР о кооперации, в соответствии с которым кооперативам и их союзам было разрешено создавать кооперативные страховые учреждения, определять условия, порядок и виды страхования.

Медицинское страхование — особая организационная форма страховой деятельности — в Российской Федерации выступает как форма социальной защиты интересов населения в охране здоровья.

Противопожарное страхование — в Российской Федерации мера реализации Федерального закона «О пожарной безопасности».

Социальное страхование — система отношений, с помощью которой формируются и расходуются фонды денежных средств для материального обеспечения лиц, не обладающих физической трудоспособностью или располагающих таковой, но не имеющих возможности реализовать ее по различным причинам.

К основным видам социального страхования следует отнести:

- страхование по болезни (оплата медицинской помощи и дней нетрудоспособности);
- страхование пенсионного обеспечения (по старости, пенсии по инвалидности, пенсии иждивенцам);
- страхование от несчастных случаев на производстве (в связи с производственным травматизмом и профессиональной заболеваемостью);
- страхование по безработице.

Личное страхование трактуется как отрасль страхования, где в качестве объектов страхования выступают жизнь, здоровье, трудоспособность и пенсионное обеспечение человека. В соответствии с условиями лицензирования личное страхование подразделяется на страхование жизни, страхование от несчастных случаев и болезней и медицинское страхование, сочетая в себе рисковую и сберегательную функции (в том числе за счет выдачи ссуд под залог страхового полиса).

Имущественное страхование — отрасль страхования, где объектами страховых правоотношений выступает имущество в различных видах. Под имуществом понимается совокупность вещей и материальных ценностей, состоящих в собственности и оперативном управлении физического или юридического лица. В состав имущества входят деньги и ценные бумаги, а также имущественные права на получение вещей или иного имущественного удовлетворения от других лиц.

Страхование ответственности — отрасль страхования, где объектом выступает ответственность перед третьими (физическими и юридическими) лицами, которым может быть причинен ущерб (вред) вследствие какого-либо действия или бездействия страхователя. В страховании ответственности выделяют следующие подотрасли: страхование задолженности и страхование на случай возмещения вреда, называемое также страхованием гражданской ответственности.

По условиям лицензирования страховой деятельности на территории Российской Федерации к страхованию ответственности относятся следующие виды:

- страхование гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств;
- страхование гражданской ответственности перевозчика;
- страхование гражданской ответственности предприятий — источников повышенной опасности;
- страхование профессиональной ответственности;
- страхование ответственности за неисполнение обязательств;
- страхование иных видов ответственности.

Зарубежная страховая практика не использует приведенную выше классификацию по видам, отраслям и подотраслям страхования. За основу классификации здесь принят *класс страхования* — форма группировки страховых рисков по однородным признакам. С точки зрения класса наиболее часто принято выделять следующие виды страхования:

- огневое (включая нарушение в предпринимательской деятельности, вызванное проявлением риска);
- от несчастных случаев (включая страхование на случай кражи, «от всех рисков», товаров в пути), кредита, залоговых обязательств;
- транспортное;
- гражданской ответственности (работодателя, товаропроизводителя, профессиональной деятельности в различных областях);
- инженерное (ущерб имуществу и гражданско-правовая ответственность в связи с этим);
- морское и авиационное (страхование морского или воздушного судна и перевозимого груза на борту);
- жизни и пенсий.

2. Потери страховщиков

Террористические акты 11 сентября привели к огромным потерям страховщиков. Общие потери отрасли оцениваются в интервале от 15 до 70 млрд долл. Это более чем в 3,5 раза выше ущерба, нанесенного ураганом Эндрю в 1992 г. Из-за него пострадало население штатов Луизиана и Флорида, и до 11 сентября этот катаклизм считался наиболее дорогостоящим в истории страхования.

Цифра 70 млрд долл. не является совсем уж фантастической. Опыт крупномасштабных катастроф подсказывает, что фактические размеры потерь, как правило, возрастают со временем по сравнению с первоначальными оценками.

Офисные помещения, разрушенные в результате террористической атаки, были самыми большими по общей площади в США. Во Всемирном торговом центре (ВТЦ) разрушено около 1,2 млн м², а в расположенных поблизости зданиях повреждено 1,3 млн м².

Более 5000 человек погибли и пропали без вести. Многие из них имели страховку жизни по корпоративным или частным соглашениям, страховку ключевой персоны (для менеджеров, имеющих особую ценность для фирм) либо все эти виды страхования. Большинство из работавших в ВТЦ имели достаточно солидные индивидуальные полисы и могли быть застрахованы по корпоративным соглашениям. Последние имеют стандартные размеры, в два-три раза превышающие уровень годовой заработной платы страхуемого. Уровни страхования жизни ключевых персон также стандартные, в интервале 1—5 млн долл. Выплаты по страхованию жизни в связи с терактами оценивались в 2—5 млрд долл.

Две башни ВТЦ были застрахованы на 3,6 млрд долл., а врезавшиеся в них самолеты — на 1,75 млрд долл. каждый.

Наибольшие потери понесла фирма *Berkshire Hathaway* — 2,2 млрд долл. Это самая крупная катастрофа в 320-летней истории *Lloyd's*. Наибольшие выплаты по единичному страховому событию в истории этой ассоциации составляли 1,37 млрд долл. в связи с ураганом Хуго в 1989 г. Перестраховочные фирмы *Munich Re* и *Swiss Reinsurance Co.* оценивают свои потери в 1,9 и 1,3 млрд долл. соответственно.

Проблема не только в масштабах потерь, но и в отсутствии данных о вероятности страховых событий такого рода. По этой причине многие страховые компании после 11 сентября отказались от услуг по страхованию авиаперевозок или заявили о пересмотре уровня премий. Рационирование этих услуг поставило в кризисное положение многие авиакомпании мирового уровня. По сути, до атаки на ВТЦ американский страховой рынок игнорировал возможность крупных потерь от терактов, относя эти риски к разряду экзотических и практически не учитывая их вероятность в расчете премий. Поэтому большинство страховых контрактов в США включали выплаты по этим событиям как нечто само собой разумеющееся.

Напротив, в Великобритании, много лет страдающей от терроризма Ирландской республиканской армии, выработаны механизмы страховой защиты от терроризма. После серии взрывов в 1993 г. страховые контракты включали дополнительную премию за риск терактов. Право страховать такие риски оставалось на усмотрение клиентуры. В то же время государством была создана компания взаимного страхования *Pool Re*, специализирующаяся на таких рисках. Государство взяло на

себя обязательство поддерживать эту компанию в случае, когда страховые премии вместе с резервами не покрывают потери от терактов.

Во Франции имеется перестраховочная компания *Caisse Centrale de Reassurance*, наделенная государственными гарантиями. Она принимает участие в выплатах, когда потери частных страхователей от стихийных бедствий и терактов превышают 150% величины премий. В Израиле государство покрывает прямые потери от терактов, но не включает издержки в связи с остановкой бизнеса. Как видно, в отличие от США, страны, имеющие опыт борьбы с терроризмом, разработали достаточно действенные механизмы государственной поддержки страховой отрасли.

Сразу же после атак на ВТЦ отношение к риску терактов резко изменилось, что выразилось в росте расценок или отказе страховать их в должном объеме. До вмешательства государства ставки на авиаперевозки выросли на порядок, но даже после заявлений о поддержке уровень будет примерно в три раза превышать существовавший до 11 сентября. Помимо увеличения премии на авиаперевозки американские страховщики резко сократили максимальные размеры обязательств перед третьей стороной на случай войны или терактов до 50 млн долл. за отдельный самолет, т.е. за «событие». Ранее величина максимальных выплат на самолет составляла 1,5 млрд долл. и включала компенсацию ущерба людям и зданиям. Виды компенсаций до терактов входили в стандартный страховой пакет: в случае авиакатастрофы, что бы ни было ее причиной, максимум 1,5 млрд долл. были доступны для выплат всем пострадавшим (потери авиакомпаний также включались в этот пакет). «Потолок» в 50 млн долл. на один самолет оказался существенно ниже уровня, допустимого с точки зрения банков и лизинговых фирм.

Во всех странах потери от войны компенсирует государство, а не рынок, что дает возможность переложить свои издержки на «страхователя последней инстанции» в лице государства. Аналогичную линию поведения выбрала в свое время компания *Aetna Casualty & Surety*. Она была страховщиком самолета, сбитого в 1986 г. над Шотландским городом Локкерби, и пыталась представить тот теракт как событие, подобное войне. Однако апелляционный суд вынес отрицательное решение в отношении этой компании, мотивируя это тем, что войну начинает суверенное государство.

Под давлением авиакомпаний, угрожавших вообще отменить все авиарейсы, правительства Евросоюза договорились обеспечить временное покрытие их расходов, включая обязательства за повреждения на земле. Фактически и американское государство согласилось на роль «страховщика последней инстанции» для авиакомпаний. Конгресс

принял чрезвычайный акт, обещающий выплаты американским авиакомпаниям в течение 180 дней, а также выплаты по их обязательствам, превышающим 100 млн долл., на случай войны или терактов. Эти меры — часть программы помощи авиалиниям. Фактически Конгресс обеспечил на этот срок страхование авиаперевозок в необходимом объеме. Это должно позволить авиакомпаниям и страховщикам разработать новые условия бизнеса. Конгресс согласился на выплаты дополнительных издержек, в случае если страховщики не отказываются от покрытия рисков. После одобрения Конгрессом данной программы помощи страховщики пошли на увеличение максимального возмещения потерь до 1 млрд долл. на один самолет, что в 20 раз превышает уровень, предлагавшийся сразу после теракта. Правительства других стран также предприняли ряд мер для обеспечения надлежащего уровня страхования авиарейсов.

Американские страховщики настаивают на продолжении государственной поддержки и в дальнейшем. Иначе, по их мнению, невозможно будет обеспечить необходимый уровень возмещения и не допустить массовых банкротств в страховом секторе. Эти ожидания достаточно резонны, поскольку Правительство США готово в необходимой мере участвовать в возмещении ущерба от терактов. Данная программа ставит страхование на второе место после авиаперевозок в качестве сектора, нуждающегося в спасательных мерах государства. Правительства американских штатов фактически уже действуют в роли «страховщиков последней инстанции» в других областях, например при посредстве государственных гарантийных фондов, гарантирующих выплаты при неплатежеспособности первичных страховщиков. Такие фонды финансируются не премиями *ex-ante*, а платежами *ex-post*, поступающими от страховщиков в случае банкротств той или иной страховой фирмы, расположенной в данном штате.

Власти используют и другие возможности для поддержки страхового сектора. Например, британские финансовые регуляторы пообещали временную приостановку некоторых правил, ограничивающих инвестиционные решения страховых компаний. Уже за первые две недели после терактов Лондонский фондовый рынок упал на 10%, что усиливало «медвежьи» настроения и одновременно вынуждало страховщиков увеличивать продажи. Этого требуют существующие правила, согласно которым страховщики обязаны увеличивать долю менее рисковых инструментов в портфелях, если их стоимость понижается. В таких условиях неизбежно дальнейшее падение фондового рынка по принципу «снежного кома». Кроме того, многие страховые фирмы вынуждены продавать акции для обеспечения возмещения клиентам в связи с атакой на ВТЦ. Решение английских финансовых властей от-

менить ограничения на структуру портфелей страховщиков должно повлиять на динамику фондового рынка и предотвратить резкое ухудшение их балансов.

3. Стратегии страховщиков

Предыдущий кризис страховой индустрии произошел в конце 1980-х — начале 1990-х гг. из-за серии катастроф и возмещений по страхованию здоровья в связи с массовыми судебными исками из-за асбеста. В отличие от того периода, когда некоторые компании (например, *Lloyd's*) оказались на грани банкротства, в настоящий момент страховщики настроены достаточно оптимистично. Это объясняется четкой позицией государств, а также существующей капитальной базой страхователей. Отрасль в состоянии выдержать страховой случай размером до 50 млрд долл., а возможный ущерб от терактов, скорее всего, находится в этих пределах. Кроме того, сыграли позитивную роль реформы внутрикорпоративного управления, проведенные в страховых фирмах в середине 90-х гг.

Например, руководство *Lloyd's*, стоящего на втором месте по уровню потерь из-за атак, заявляет, что капитальная база в 27 млрд долл. достаточна для обеспечения дополнительных выплат. Реформы финансовой структуры *Lloyd's* позволяют рассчитывать на большую устойчивость ассоциации к внешним шокам, чем 10 лет назад. Эти реформы существенно сократили число инвесторов в рынок *Lloyd's*, так называемых имен, с 30 000 в 1980-х до 2800 к концу 1990-х гг. Капитальная база ассоциации включает централизованный фонд, предназначенный для поддержки отдельных синдикатов в случае неплатежеспособности. Каждый синдикат *Lloyd's* обязан депонировать капитал в централизованном фонде в процентном отношении к своей андеррайтинговой мощности. Иначе говоря, в рамках ассоциации действует механизм резервирования средств. В связи с теракtами *Lloyd's* предложил своим членам внести в централизованный фонд дополнительно по 435 млн долл. Кроме того, централизованный фонд защищен перестраховочными соглашениями.

При общности стратегии *Lloyd's* каждый синдикат в отдельности ищет собственные возможности, причем в некоторых случаях речь идет не о выживании, а о резком расширении деятельности. Ожидаемые потери от будущих терактов пока трудно оценивать, однако по психологическим причинам спрос на страховые услуги может резко возрасти уже в ближайшее время. Например, *Wellington Underwriting*, один из синдикатов *Lloyd's*, планирует увеличить в связи с этим свою андеррайтинговую мощность.

Состояние страховой индустрии во многом зависит от возможности перестраховывать риски, прежде всего крупномасштабные. Перестраховочные фирмы сами сильно пострадали от событий 11 сентября.

В области страхования под *жестким* понимают рынок, характеризующийся долгосрочной тенденцией роста страховых тарифов и, как следствие, улучшением технического результата страховщика. В случае если страховые и перестраховочные компании соревнуются в предоставлении клиентам более выгодных условий, переводя при этом конкуренцию в том числе в ценовую плоскость, принято говорить о фазе *мягкого* рынка.

Циклическая динамика показателя убыточности в значительной степени обусловливается ролью страховщика как финансового посредника, аккумулирующего средства страхователей и размещающего их на инвестиционных рынках. Прибыльность осуществляемых вложений становится важнейшим фактором в проведении ценовой политики компании. Возможность субсидирования убытков от страховых операций прибылью от инвестиционной деятельности — вопрос противоречивый. С одной стороны, в условиях конкурентной борьбы страховщик вынужден изыскивать ресурсы для проведения адекватной рыночным условиям ценовой политики. При этом благоприятная конъюнктура на рынках вложений предоставляет ему доступ к таким ресурсам. С другой стороны, привлечение инвестиционного дохода для выравнивания технического результата создает иллюзию достаточности страхового фонда. Такая ситуация опасна тем, что страховщик может утратить контроль над состоянием и динамикой принятых страховых рисков. В связи с этим любопытно взглянуть на новейшую историю мирового страхового рынка и закономерности его сегодняшнего развития. Начнем с характеристики рисковой среды, т.е. факторов, определяющих величину страхового риска и подходы страховщика к его оценке.

4. Рисковая среда

Последнее десятилетие XX в. и начало нынешнего столетия ознаменованы наступлением событий, оказавшихся беспрецедентными для страхового сообщества. Первым из таких событий стал ураган «Эндрю», пронесшийся над Флоридой в августе 2002 г.

До его наступления страховщики предполагали, что природное явление неспособно причинить ущерб, превышающий 8 млрд долл. «Эндрю» опроверг данные утверждения. Он обошелся страховым компаниям в более чем 15 млрд долл., став для страховщиков самой дорогостоящей природной катастрофой в истории на сегодняшний день.

Двумя годами позже произошло еще одно событие, экономические последствия которого для страхового сообщества оказались сопоставимы с ураганом «Эндрю». Землетрясение в Нортридже (Калифорния) заняло второе место в списке природных катастроф, повлекших наибольший экономический ущерб. Оно наглядно продемонстрировало неготовность страховщиков к подобного рода катастрофам: в течение 25 лет, предшествующих данному событию, совокупный сбор премии по страхованию имущества от землетрясений составил 3,4 млрд долл., в то время как страховые убытки были оценены в 12,5 млрд долл.

Данные события повлияли на восприятие страховщиками действительности, заставили по-новому взглянуть на свои финансовые возможности, критически пересмотреть андеррайтинговую политику.

В начале 1990-х гг. страховщики проводили мягкую ценовую политику, привлекая инвестиционный доход для выравнивания финансового результата. Вплоть до 1993 г. ни одному из ведущих страховых рынков не удавалось выйти на уровень убыточности менее 100%.

Катастрофические убытки привели к ужесточению ценовой политики и наступлению фазы жесткого рынка в середине 1990-х гг., однако даже в этих условиях страховая деятельность на большинстве ведущих мировых рынков продолжала оставаться убыточной. Страховщики, очевидно, столкнулись с новым масштабом катастроф. Однако речь шла о явлениях природы, и вопрос об устойчивости всей системы страхования еще не приобрел такую остроту: ведь с природными катастрофами компаниям приходилось сталкиваться с момента зарождения страхования.

Ситуация в корне изменилась после террористических актов в Нью-Йорке 11 сентября 2001 г. Молниеносно выросли страховые тарифы по страхованию имущества, офисных помещений, перерывов в деятельности и другим видам страхования, которые напрямую могут быть затронуты акциями террористов. Однако в целом тенденция к повышению цен на мировых рынках обнаружилась уже к 2000 г. В целом ряде случаев ужесточение ценовой политики не было продиктовано случившемся в Нью-Йорке. Так, более чем 200%-ное увеличение тарифов по страхованию ответственности руководителей высшего звена, известному как *Directors & Officers Liability*, в период с 2001 г. по начало 2004 г. объясняется чередой корпоративных скандалов и возросшим стремлением акционеров разрешать конфликты с топ-менеджерами через суд. Более высокий уровень информированности населения в вопросах судебного преследования в сочетании с политикой адвокатских контор, всячески поощряющих возбуждение судебных исков,

привели к стремительному росту тарифов по страхованию профессиональной ответственности и ответственности за качество продукции. Наиболее отчетливо данная тенденция прослеживается в США. В целом на мировых рынках рост страховых тарифов по страхованию иному, чем страхование жизни, составил порядка 15% в 2002 г. и около 10% в 2003 г.

В сегодняшних условиях смягчение страховых тарифов может оказаться губительным. Так, американская компания *Risk Management Solutions (RMS)*, одна из ведущих в мире в области разработки технологий по управлению риском, опубликовала исследование, в котором отмечается: нельзя исключать наступление событий природного и техногенного характера, по экономическим последствиям сопоставимых и даже превосходящих трагедию 11 сентября. На основании анализа экономических, природных и геополитических реалий *RMS* рассмотрела ряд сценариев, среди которых землетрясение силой 7 балов по шкале Рихтера в Лос-Анджелесе, крупномасштабное химическое заражение местности, террористические атаки с применением биологического оружия, национальная эпидемия гриппа и т.д. Согласно оценке *RMS* наибольший страховой ущерб (примерно 55 млрд долл.) следует ожидать от террористических актов с использованием биологических субстанций. При этом величина ущерба в результате наступления того или иного события зависит от степени концентрации экономического потенциала в данном регионе.

Возросший масштаб ущерба вследствие природных катастроф, а также всплеск международного терроризма неимоверно усложнили для страховщиков задачу адекватной оценки страхового риска. Но при всей серьезности экономических последствий указанные события в большинстве своем одномоментны, а причиненный в результате ущерб может в течение достаточно короткого времени быть установлен с высокой долей точности. Гораздо труднее работать в условиях, когда сложно идентифицировать событие с точки зрения времени наступления и оценить динамику развития ущерба.

Примером может служить асбест, применение которого беспокоит особенно страховщиков США, а в недалеком будущем может стать актуальным и для Европы.

Асбест использовался в хозяйственной деятельности человека еще в глубокой древности. Уже тогда было известно губительное воздействие данного материала на здоровье человека. Труды греческих и римских историков с описаниями болезней рабов, работавших с асбестом, относятся к I в. н.э. В XX в. этот материал широко применялся в промышленности и строительстве. Только США в течение прошедшего столетия было использовано 33 млрд т асбеста.

Судебные иски против компаний, вовлеченных в производство или использование асбеста, впервые появились с начала 1980-х гг. В этих условиях страховщики вынуждены осуществлять многомиллионные страховые выплаты, а также наращивать страховые резервы. По оценке консалтинговой фирмы *Tillinghast Towers Perrin*, суммарная величина исков к компаниям, деятельность которых так или иначе была связана с использованием асбеста, может достичь 200 млрд долл. При этом на плечи страховщиков и перестраховщиков ляжет около 60% данного бремени, что в три раза превышает оценочную величину убытков в результате террористических актов 11 сентября.

Ситуация для страховщиков усугубляется в значительной степени тем, что за судебными исками против «асбестовых» компаний стоят финансовые интересы многочисленных адвокатов: получая вознаграждение в виде определенной доли выплачиваемой компенсации, они заинтересованы в подаче как можно большего количества исков. Под их давлением в судебные разбирательства зачастую вовлекаются лица, работавшие с асбестом, однако не имеющие серьезных проблем со здоровьем. По мере того как исчерпываются страховые суммы по договорам страхования в части ответственности производителя за качество продукции (именно по таким полисам выплачивается сегодня основная часть асбестовых возмещений), предпринимаются попытки получить выплаты по полисам страхования ответственности за безопасность помещений и деятельности (*premises and operations*).

Асбест подорвал устойчивость многих страховых и перестраховочных компаний. Так, именно из-за него возникла проблема финансовой несостоятельности *Gerling Global*, перестраховочной компании, которая еще в начале 2001 г. занимала ведущие позиции на мировом рынке перестрахования. В настоящее время *Gerling Global* находится в режиме *run-off*, т.е. лишь исполняет ранее принятые обязательства.

Огромнейший объем страховой ответственности, связанной с воздействием асбеста на здоровье людей, несет *Lloyd's of London*. Для управления асбестовыми, а также другими обязательствами, для которых характерно развитие ущерба во времени, на Лондонском рынке была создана специализированная компания — *Equitas*. Ей пришлось пойти на значительное увеличение страховых резервов вследствие новой волны асбестовых исков. Наращение асбестовых резервов было также предпринято такими крупными участниками мирового страхового рынка, как *Travellers*, *Chubb*, *Hartford* и др. Поскольку асбестовые иски пока являются преимущественно проблемой США, то затронутыми оказываются в основном американские компании. Однако неко-

торые крупные европейские компании, делавшие приобретения за океаном, также оказались вовлечены в асбестовую проблематику.

Крайне неоднозначным бизнесом становится в последнее время страхование ответственности медицинского персонала. Правда, данное утверждение касается в основном американского страхового рынка и связано, как и в случае с асбестом, с особенностями судебного законодательства этой страны. В 2002 г. совокупная сумма компенсаций, выплаченных лицам, признанным пострадавшими в результате действий медиков, составила порядка 25 млрд долл. В пересчете на душу населения сумма компенсации возросла по отношению к уровню 1975 г. в 17 раз.

Рост величины судебных исков заставляет страховщиков регулярно увеличивать страховые тарифы. Несмотря на это, данный вид страхования в целом не позволял американским страховщикам добиваться положительного технического результата: комплексный показатель убыточности не опускался в последние годы ниже 130%. Не предвидя положительных изменений, некоторые страховщики вышли из данного сегмента рынка. Так, компания *St. Paul*, одна из лидеров в США по страхованию ответственности, объявила в 2003 г. об отказе от проведения страхования ответственности медицинского персонала. Ужесточение условий страхования, а также уход страховщиков с рынка вызывают цепную реакцию и заставляют уже самих медиков покидать штаты, в которых они чувствуют себя наиболее уязвимыми по отношению к потенциальным истцам. Как следствие, в целом ряде регионов США нехватка медиков определенных специализаций (например, гинекологов) уже привела к кризису медицинского обеспечения. Ситуация осложняется тем, что значительная часть осуществляемых выплат связана с возмещением морального вреда пострадавшим. Данный аспект компенсации наиболее противоречив в силу отсутствия объективных критериев оценки. Один из путей решения проблемы — принятие законодательных ограничений по выплатам в части морального вреда. В некоторых штатах такое законодательство принято, и уже заметны положительные изменения, в том числе с точки зрения доступности страховой защиты для практикующих медиков.

5. Страхование и инвестиционные рынки

Катастрофические убытки 1990-х гг., международный терроризм, а также проблемы, связанные с оценкой характера и объема существующих обязательств по отдельным видам страхования (в основном ответственности), стали важной, но далеко не единственной причиной перехода к жесткому рынку. В значительной степени более жесткая це-

новая политика явилась реакцией на меняющуюся ситуацию на мировых инвестиционных рынках.

Страховщик как носитель риска, с одной стороны, и институциональный инвестор — с другой, призваны таким образом сочетать страховую и инвестиционную деятельность, чтобы поддерживать финансовую устойчивость операций и соответствовать требованиям акционеров с точки зрения обеспечения ожидаемой нормы прибыли на вложенный капитал. В то же время страховщик должен изыскивать возможности проведения конкурентоспособной ценовой политики. В идеальном случае это достигается за счет оптимизации андеррайтинга и снижения расходов на ведение дела. Однако данные мероприятия эффективны, как правило, лишь в рамках долгосрочной программы. Поэтому многие компании выбирают более легкий путь и используют благоприятную ситуацию на инвестиционном рынке для смягчения ценовой политики и получения дополнительных преимуществ в конкурентной борьбе. При этом зачастую происходит занижение тарифов до уровня, заведомо не позволяющего добиться положительного результата по страховой деятельности. Именно такая ситуация складывалась на ведущих страховых рынках с начала 1980-х гг. прошлого века и вплоть до начала текущего столетия.

Положительная динамика индексов акций подталкивала страховщиков к увеличению доли данных ценных бумаг в своих инвестиционных портфелях. Компании руководствовались соображениями обеспечения высокой доходности в краткосрочной перспективе, во многом игнорируя риски падения стоимости фондовых инструментов.

Спад мировой экономики, цепь корпоративных скандалов, наиболее известный из которых связан с именем компании *Enron*, возросшая опасность террористических актов подорвали доверие инвесторов, что коренным образом изменило динамику мировых фондовых рынков и сделало вложения в акции невыгодными. Падение курса фондовых ценностей стало для страховщиков и перестраховщиков двойным ударом. С одной стороны, сузились возможности выравнивания за счет инвестиционного дохода отрицательного технического результата. С другой — серьезно пострадали собственные средства компаний, поскольку падение курса акций обусловило необходимость соответствующей корректировки баланса. В конце 2000 г. страховщики располагали собственными средствами, оцениваемыми в 700 млрд долл. За 2001—2002 гг. данная величина уменьшилась на 200 млрд долл. Порядка 60 млрд долл. пришлось на катастрофические убытки, в основном связанные с террористическим актами в Нью-Йорке. Львиная же доля потерь была вызвана падением курса акций. Несмотря на то что в последнее время ведущие страховые и перестраховочные общества ак-

тивно привлекают дополнительные ресурсы, уровень капитализации страхового сектора лишь приближается к уровню 2000 г.

Такой традиционный для страховщиков вид вложений, как облигации, также не является полностью эффективным решением проблемы в силу низкой ставки процента на мировых рынках капитала. Ожидается, что в течение ближайшего времени доходность по государственным облигациям экономически развитых стран будет находиться в диапазоне 3—5%, что несопоставимо с уровнем, наблюдавшимся в начале 1980-х гг. (13%).

Конъюнктура мировых инвестиционных рынков оказала особо негативное влияние на деятельность компаний по страхованию жизни. Если для страховщиков, специализирующихся на имущественных видах страхования, инвестиционную деятельность можно рассматривать как вторичную по отношению к страховой, то в страховании жизни инвестиционная составляющая выходит на первый план. Это связано с тем, что выполнение страховщиком своих обязательств перед клиентом в страховании жизни обычно связано с достижением зафиксированной в договоре нормы доходности. А договор страхования жизни, заключаемый, как правило, на продолжительный срок, обусловливает вполне логичное требование к величине нормы доходности: она должна устанавливаться исходя их принципа осторожности. Данный параметр должен быть ориентирован на уровень инвестиционной доходности, которую страховщик может обеспечить даже в случае неблагоприятного развития ситуации.

Возможность получения значительного инвестиционного дохода на рынке акций заставила многих страховщиков забыть об осторожности и увеличить долю данных ценных бумаг в своих портфелях. Причем высокая доля акций во вложениях наблюдалась в основном у европейских страховщиков. Американские же компании проводили более осторожную инвестиционную политику.

В результате европейские страховщики оказались в чрезвычайно сложной ситуации. С одной стороны, они терпели огромные убытки из-за корректировки курса акций, входящих в их инвестиционные портфели. С другой — были вынуждены изыскивать дополнительные средства для выполнения обязательств перед страхователями, связанных с обеспечением заявленной нормы доходности. Естественной реакцией страховщиков на ухудшение условий для инвестирования стало понижение нормы доходности по вновь заключаемым договорам. Например, в Германии, где максимальная доходность должна предписываться надзорным органом, данный параметр был снижен с 3,5 до 2,75%. Однако в портфелях страховщиков оставались договоры, гарантированная доходность по которым была значительно выше (в Герма-

нии — до 4%). В результате распространенным явлением в последнее время стало сокращение объема участия страхователей в прибыли страховых компаний.

С точки зрения воздействия обвала на рынке акций на финансовую устойчивость компаний в более выгодном положении оказались страховщики, в портфеле которых значительную долю занимало инвестиционно-ориентированное страхование жизни. Его особенность заключается в том, что страховщик размещает страховую премию в соответствии с инвестиционными предпочтениями страхователя, причем инвестиционный риск в большинстве случаев несет последний. Изменение стоимости активов страховщика, относящихся к договорам инвестиционно-ориентированного страхования, сопровождается аналогичным изменением обязательств по таким договорам. Таким образом, возможное падение курса акций может быть нейтральным для финансового результата страховщика.

В свое время Великобритания и Италия пострадали от снижения стоимости активов в меньшей степени, поскольку популярность инвестиционно-ориентированного страхования жизни в этих странах была особенно высока. Немецкие же страховщики, традиционно ориентированные на проведение классического страхования жизни, понесли существенные потери. В качестве иллюстрации масштаба кризиса страхования жизни в Германии можно привести банкротство *Mannheimer Lebensversicherung*, ставшее уникальным событием в послевоенной истории немецкого страхового рынка.

Швейцарское перестраховочное общество, одно из крупнейших в мире, выпустило в 2004 г. отчет о последствиях для страхового сообщества возможной глобальной катастрофы. Речь идет о потеплении климата. По оценке *Swiss Re*, ежегодный экономический ущерб в результате данного явления может через 10 лет составлять 150 млрд долл. При этом на долю страховщиков может прийтись порядка 30—40 млрд долл., что будет эквивалентно ежегодному повторению террористических актов в Нью-Йорке.

Наиболее свежим доводом в пользу того, что «мягкий» рынок преждевременен, по крайней мере по определенным видам страхования, служит масштаб разрушений в результате ураганов Чарли, Френсис и Иван (сентябрь 2004 г.). Экономический ущерб, причиненный в основном объектам на территории США, оценивается в более чем 18 млрд долл.

Повышенного внимания требуют уже существующие страховые портфели, обязательства по которым могут возрастать или уже возросли в силу научно-технического прогресса, открытий в медицине, общественного мнения и т.д. Все бóльшую остроту приобретают пробле-

мы, связанные с покрытием страхового ущерба в результате воздействия грибков на объекты недвижимости. В недалеком будущем американские страховщики ожидают резкого увеличения количества исков от лиц, больных силикозом, против бывших работодателей — компаний, работавших с кварцем.

6. Мировой рынок интернет-страхования

Создание интернет-сайтов страховых компаний обусловлено теми же причинами, которые привели в свое время к появлению онлайн-банкинга — борьба за клиентов и стремление снизить непрофильные издержки. Жесткая клиентская политика, вынужденно проводимая страховщиками под давлением конкурентных условий в отрасли, стала предпосылкой к оптимизации сферы обслуживания.

Суммарный годовой оборот мирового рынка интернет-страхования по итогам 2005 г. превысил 2 млрд долл. Этот показатель включает как договоры, заключенные непосредственно на сайтах и порталах страховых компаний, так и договоры, предварительный расчет по которым был произведен пользователем на сайте страховой компании, а сам договор заключен непосредственно с представителями компании, в офисе или на дому. Эта величина составляет примерно 2% суммарного годового оборота мирового рынка страховых услуг. Эксперты *ForresterResearch* ожидают, что к 2010 г. 5% всех договоров страхования будет заключаться через Интернет.

Темпы прироста рынка, по оценкам *BostonConsultingGroup*, на протяжении нескольких последних лет составляет примерно 10% в год. Эта величина сильно усреднена, так как темпы роста на рынках отдельных регионов составляют от 1,5 до 30%. В экономически развитых регионах рынок онлайн-страхования подходит к порогу насыщения — около 90% страховых компаний представлены в Интернете. Например, рост рынка в странах Западной Европы достигается только за счет появления новых услуг и продления договоров страхования. Темпы прироста рынка онлайн-страхования здесь довольно низки — около 1,5—2% в год. В то же время три региональных рынка (страны Западной Европы, Северной Америки и Японии) являются основными «донорами» мирового рынка интернет-страхования. В этих странах зафиксированы самые значительные по объемам страховые взносы и страховые премии. По данным опроса *ForresterResearch*, в Интернете договор страхования заключает каждый третий житель Германии, и почти каждый четвертый — в Великобритании. В среднем по Европе услугами онлайн-страхования пользуются около 40% населения.

В странах Восточной Европы, Ближнего Востока, Северный Африки, Латинской Америки, Азии рынок интернет-страхования развивается по-другому. Несмотря на быстрые темпы роста (от 30% в Восточной Европе до 50—60% в странах Азии и Ближнего Востока), рынок далеко не насыщен. Напротив, здесь можно говорить лишь о начальной стадии информатизации сферы страхования. Величина, характеризующая темпы роста рынков, означает лишь, что за 2005 г. рынок развивался весьма динамично.

Основная причина перекосов в развитии региональных рынков — недостаточная гибкость законопроектов и наличие большого числа пробелов в законодательной базе. Одной из важнейших предпосылок роста рынка интернет-страхования является легитимность электронной подписи и электронных договоров. Стимулом к развитию региональных рынков служит и регулирование электронных платежей, а также принятие законопроектов о защите информации, личных данных и т.д.

Интернет стал дополнительным фактором развития страхового рынка. Сайты страховых компаний — это одновременно и средство продвижения сервисов страховых компаний, и средство продаж. Интегрированные в единую *CRM*-систему сайты существенно сокращают временны́е и денежные затраты на обработку документов и заключение договоров страхования.

Структура мирового рынка интернет-страхования включает:

- страхование жизни;
- страхование имущества;
- страхование ответственности (нанесение ущерба);
- страхование туризма, отдыха и путешествий.

В настоящее время наибольшей популярностью пользуются договоры страхования жизни, страхование ответственности, а также туризма. На их долю приходится более 70% всех договоров, заключенных во Всемирной паутине. Остальные 30% составляют страхование имущества, недвижимости, предметов интерьера, автомобилей, антиквариата. Такой перекос объясняется просто: заключение договора о страховании жизни и ответственности (нанесение ущерба третьему лицу) не требует предварительной оценки экспертов страховой организации. В данном случае необходимо только внести основные параметры договора, в то время как подсчет страховых взносов, а также страховой премии осуществляется автоматически. Страхование имущества, напротив, лишь в редких случаях возможно без привлечения экспертов страхового агентства или других специализированных оценщиков. В случае со страхованием недвижимости, автомобилей, другого имущества в Интернете возможен только предварительный расчет страхо-

вой суммы и взносов с большой степенью погрешности. Заключение непосредственно страхового договора осуществляется общепринятым методом, так как параметры договора страхования почти всегда индивидуальны и могут зависеть от множества особенностей.

Заключить договор страхования туризма в Интернете достаточно просто. Как правило, на сайте страховой организации выложены стандартные типы страховых договоров: в обычном, облегченном и премиум-вариантах. В данном сегменте развита система стратегических партнерств между туристическими агентствами, авиакомпаниями и страховыми организациями. В результате при заказе авиа- и железнодорожных билетов, экскурсионных туров и т.д. потребителю автоматически предлагается застраховать выбранную услугу. Такой принцип организации совместной работы оказывает заметное влияние на политику в сфере качества услуг страхования, в том числе качества интернет-страниц страховых организаций. Участие в подобных партнерствах, как правило, заставляет страховые организации поддерживать цены на уровне платежеспособности клиентов турагентств, а также проявлять гибкость при предоставлении услуг. Выгоды такого партнерства очевидны: для страховой компании — это постоянный приток новых клиентов, для туристического агентства — уверенность в качестве страховых сервисов.

В структуре рынка интернет-страхования выделяется корпоративное страхование. Чаще всего это касается страхования имущества, имущественных прав, разделения ответственности. Сегменты и направления, представленные в структуре рынка интернет-страхования, аналогичны сегментам в структуре интернет-рынка в целом. Корпоративное интернет-страхование подразумевает под собой не заключение страховых договоров в сети, а лишь консультации и предварительные расчеты по каждому договору. Специализированные корпоративные системы предоставляют менеджменту возможность постоянного контроля состояния страховых договоров, заключенных компанией, наступление сроков уплаты страховых взносов. Специализированные порталы и системы интернет-страхования предоставляют консультации по юридическим и экономическим вопросам.

Рынок корпоративного интернет-страхования практически не поддается оценке, так как корпоративное страхование посредством Интернета представляет собой, по сути, только оказание сопутствующих услуг. По оценкам *BCG*, затраты страховых компаний на создание специализированных корпоративных порталов составляют около 400 млн долл.

В настоящее время для рынка интернет-страхования характерны следующие тенденции. В экономически развитых регионах — странах Западной Европы, Северной Америки, Японии рынок интернет-

страхования растет очень медленно. Вместе с тем темпы прироста выше среднего зарегистрированы на рынках США и Канады (7—8 %). В странах Западной Европы темпы прироста составляют 1,5—2%. Развитие западноевропейского рынка происходит благодаря расширению спектра услуг, предлагаемых в Сети, а также в результате повторного заключения или продления действия страховых договоров в комплекте с расширением пакета предоставляемых услуг.

В регионах с быстрым экономическим ростом рынок интернет-страхования развивается динамично. В Восточной Европе продажи страховых услуг растут в среднем на 30% в год, в Азии и Северной Африке — на 50—60% в год. Насыщение рынка в указанных регионах может наступить не ранее 2015 г.

В ближайшее время следует ожидать продолжения сокращения непрофильных затрат и повышения эффективности *IT*-процессов. Также следует ожидать расширения сервисных пакетов, продвигаемых на сайтах. Можно также прогнозировать дальнейшее развитие систем, позволяющих отслеживать состояние счета как в корпоративном, так и в домашнем сегменте.

В долгосрочной перспективе мировую страховую отрасль ожидает ряд радикальных преобразований. Образуется принципиально новый набор продуктов, услуг и бизнес-процессов, направленных на формирование прибыли и долгосрочный рост отрасли.

В ближайшее десятилетие появятся компании, применяющие частично или даже полностью электронный способ связи с частными и корпоративными потребителями страховых услуг; вырастет число специализированных фирм, работающих в узких рыночных нишах. Активные, информированные клиенты во всех демографических группах отдают предпочтение операторам, осваивающим нетрадиционные, современные методы взаимодействия с потребителями, и будут переходить к поставщикам услуг, способным оправдывать их ожидания. Массовые страховые продукты становятся все более динамичными и требуют от операторов разработки гибких и адаптируемых услуг, которыми можно пользоваться в режиме реального времени, в том числе за счет применения средств защиты частной информации и специальных сетей, состоящих из датчиков для сбора данных, используемых в страховой деятельности. Координация нормативной деятельности и применение отраслевых стандартов приобретают глобальный масштаб. Эта тенденция наряду с потребностью в повышении эффективности бизнеса будет способствовать защите интересов потребителей в разных регионах, росту автоматизации и поддержке стандартизации в масштабе всей отрасли. Для вычисления стоимости конкретных рисков будут использоваться недорогие датчики, подключенные к Интернету ново-

го поколения. Данные, необходимые для эффективной страховой защиты, получаемые от таких датчиков, позволят вычислять риски в реальном времени, и на основе их фактического уровня оперативно предлагать наиболее благоприятные цены, снижая стоимость полисов страхования жизни и собственности.

Аналогичные технологии будут способствовать реализации широкого спектра страховых продуктов, характеристики которых меняются на протяжении срока действия полиса. Например, при страховании *pay-as-you-live* каждому этапу путешествия (в виде поездки на автомобиле до вокзала, на поезде в другой город, от вокзала до офиса и т.д.) соответствует отдельный тип риска. В таком случае достигается снижение общей стоимости страхования в обмен на некоторое количество частной информации о местонахождении и расписании клиента. Та же самая сеть датчиков может служить удобным источником сведений для клиента, например, позволяя ему избежать поездки по перегруженной автостраде. Данные можно передавать по любому удобному каналу — через автомобильную аудиосистему, мобильный телефон, по электронной почте, в форме телефонного звонка в офис.

Держатели страховых полисов будут иметь значительно больше возможностей для доступа к продуктам и принятию самостоятельных решений. Концепция страхового агента в конце концов уступит место концепции адвоката. Людям будут нужны финансовые адвокаты, способные помочь им советом на рынке страховых и финансовых услуг. Традиционный агентский канал не исчезнет, но будет выглядеть совершенно иначе.

7. Интеграция страхового рынка

Катализатором интеграции на европейском страховом рынке стало создание Европейского валютно-финансового союза. Изменения рыночной структуры, связанные с возникновением с июля 1994 г. объединенного страхового рынка, не только затронули европейские компании, но и повлекли за собой ответную реакцию со стороны страховщиков других государств, прежде всего США.

Другим фактором, способствующим интеграции страхового бизнеса, является унификация условий страхования, осуществляемая как за счет прямого заимствования страховой технологии менее развитыми в страховом отношении странами у более развитых, так и путем внедрения подразделений крупных международных страховщиков на национальные рынки этих стран. Особую роль в реализации первого варианта унификации страхового бизнеса играет участие различных партнеров

страховщиков: перестраховщиков, ассистантных служб, аварийных комиссаров и т.д.

Интеграционные процессы не замыкаются внутри страхового рынка. Одним из направлений интеграции, выходящим за пределы страхового рынка, является взаимопроникновение страхового и банковского бизнеса. Мотивация этого направления интеграционных процессов также понятна: с одной стороны, такие объединения позволяют более эффективно использовать обслуживающую инфраструктуру консолидирующихся компаний и диверсифицировать продуктовый ряд, с другой — подобные сделки в большинстве случаев позволяют повысить рыночную стоимость объединившихся компаний.

Наконец, формирование глобальных мировых коммуникационных и информационных систем создает технические предпосылки для расширения страхового бизнеса в международном масштабе.

Интеграционные процессы на страховом рынке, безусловно, имеют *национальные особенности*. Размер сделок и их количество напрямую зависят от потенциала и финансовой мощи каждого рынка, а также его структуры.

Являясь крупнейшим национальным страховым рынком, США сохраняют за собой лидирующую позицию в мире по числу слияний и поглощений. На долю США приходится более 40% таких сделок в мире.

США отличаются высоким инвестиционным потенциалом страхового рынка. Объем собранных здесь премий значительно превышает аналогичные показатели на европейских и азиатских национальных рынках. Доля США в совокупных страховых поступлениях по миру в целом составляет более 30%. Страховой рынок США является лидером и по размеру страховой премии, приходящейся на одного человека: ежегодные страховые взносы на душу населения в последние годы превышают 2500 долл. В Европе расходы на страхование на душу населения составляют 1000—2500 долл. в год.

Для большинства развитых национальных страховых рынков характерен высокий уровень концентрации объемов страхования крупнейшими операторами. Оценка уровня концентрации, проведенная по совокупной собранной премии, является не вполне корректной, когда речь идет о текущей деятельности страховщиков. В этом случае необходимо учитывать более точную аналогию страховых продуктов, способов их распространения и совпадение страхового поля. Однако при анализе стратегических перспектив компаний на рынке с большой долей достоверности можно считать все компании конкурентами, и тогда такой способ расчета концентрации дает достаточную оценку их по-

тенциала. Несмотря на высокий уровень концентрации, присущий большинству рынков, можно выделить два различных типа сформировавшихся национальных страховых рынков.

Первый тип представляет собой страховое сообщество с выраженным лидером — компанией, чья доля на рынке составляет более 15—20% совокупной страховой премии, а остальные компании значительно уступают лидеру по масштабам деятельности. К этому типу относятся, например, страховые рынки Германии и Италии. Лидерами страхового бизнеса в этих странах являются страховые группы *Allianz* и *Assicurazioni Generali*. Годовой оборот *Allianz* превышает 40, а *Assicurazioni Generali* — 20 млрд долл.

Второй тип составляют страховые рынки, на которых сосуществуют несколько крупных страховых компаний или групп с примерно равными финансовыми возможностями. До последнего времени такой тип страхового рынка существовал в США, Великобритании, Франции и некоторых других государствах. Конкуренция на страховых рынках этих стран сохранялась на более высоком уровне, чем у входящих в первую группу. Особенно высока конкуренция в Великобритании, где страховой рынок состоит, в сущности, из пяти самостоятельных специализированных страховых рынков: морского, имущественного, авиационного, автомобильного и страхования жизни.

Однако реформа международного экономического пространства, проявившаяся в активизации интеграционных процессов, повлекла за собой столь значительную реструктуризацию национальных рынков, что привела к резкому сокращению числа рынков второго типа и их постепенному преобразованию в первый тип. Так, в США за 1989—1997 гг. количество перестраховочных компаний сократилось более чем в два раза. При этом доля четырех ведущих перестраховщиков возросла с 22 до 41%. С 1993 г. количество крупных сделок слияния в этом сегменте рынка превысило 45.

Важным для развития мирового рынка страхования представляется то обстоятельство, что правительства разных стран стараются прекратить предоставление помощи производителям сельскохозяйственной продукции для возмещения катастрофических убытков, предпочитая внедрять системы страхования, где это экономически оправданно.

В то же время коммерческие страховые компании готовятся стать универсальным магазином для фермеров, желающих защитить себя от убытков производства сельхозкультур.

Современный «перестраховываемый» мировой рынок страхования сельскохозяйственных культур оценивается по размерам страховой премии 8 млрд долл. При этом на долю Северной Америки приходится 69%.

В Северной Америке предлагаются три основных типа полисов страхования сельхозкультур: мультириск, страхование от града и страхование специфических рисков. Полис мультирискового страхования обеспечивает наибольший процент общей премии и покрывает убытки, причиненные агрокультурам всеми типами стихийных бедствий, включая засуху и наводнение. Полис страхования от града покрывает убытки, причиненные градом и (или) огнем. Полис страхования от специфических рисков покрывает убытки определенных культур от определенных рисков (например, вымерзание цитрусовых во Флориде), которые могут быть не возмещены по полису мультирискового страхования.

Наиболее важным отличием этих продуктов является то, что мультириск субсидируется в Америке федеральным правительством, в Канаде — федеральным и провинциальными правительствами. Несмотря на то что продукт продается и обслуживается коммерческими страховыми компаниями, тарифы и условия страхования контролируются соответствующими государственными органами. Страхование от града и поименованных рисков — исключительно коммерческие продукты, не регулируемые и не субсидируемые государством.

Вторым главным отличием между продуктами является метод определения суммы возмещения. Мультирисковое покрытие базируется на стоимости урожая, так как влияние основных, покрываемых данным полисом рисков объединяется в течение вегетационного сезона и в конечном итоге определяет урожайность.

Сумма возмещения рисков от града и специфических рисков определяется в долларах на единицу площади.

Согласно мультирисковому договору фермер выбирает определенную стоимость урожая, по которой он страхует культуру в начале сезона. Сумма возмещения определяется умножением этой стоимости на разницу урожайности за вычетом франшизы. Обычно фермерам предлагают установить франшизу в размере до 35% средней урожайности за последние пять лет, которая называется «реальная историческая урожайность» (*actual production history*).

Согласно договору страхования от града или поименованных рисков культура оценивается в определенную сумму на акр, которая обычно располагается где-то между суммой производственных затрат и стоимостью продукции на свободном рынке. При повреждении культуры градом сумма возмещения рассчитывается как процент долларовой стоимости полиса за вычетом франшизы.

В США фермеры для страхования сельхозкультур обращаются к независимым агентам, работающим от имени частных страховых компаний. В случае мультирискового страхования правительство заклю-

чает соглашения со страховщиками на продажу, обслуживание и андеррайтинг этого продукта. Взаимоотношения между сторонами определяются Стандартным соглашением о перестраховании (*Standard reinsurance agreement — SRA*), определяющим риски каждой из сторон. Это соглашение также предписывает рисковые пулы, через которые страховщик может передать часть своих рисков государству. В каждом штате существует три пула рисков: коммерческий, развития и установленный. Страховщик может выбрать размещение рисков в пулах (культура, фонд, часть перестрахования государством), основываясь на своих интересах.

Федеральное правительство возмещает частным страховым компаниям административные расходы по мультирисковому страхованию согласно подписанному соглашению *SRA*. Страховщики, в свою очередь, платят определенный процент из этих средств независимым агентам, продающим страховой продукт.

В Канаде существует соглашение между федеральным правительством и каждой провинцией, которые, в свою очередь, продают фермерам страховые продукты через Королевские корпорации, основанные государством. Провинции управляют страховыми программами самостоятельно и могут обращаться за помощью к федеральному правительству только в крайних случаях.

Международные перестраховщики и перестраховочные брокеры участвуют в бизнесе после оформления взаимоотношений между частными страховыми компаниями (Королевскими корпорациями) и соответствующими государственными органами. Несмотря на то что мультирисковое страхование перестраховывается правительством, страховщики удерживают значительное количество рисков в своем портфеле в дополнение к договорам страхования от града и специфических рисков. Страховщики самостоятельно перестраховывают часть или все удерживаемые риски на международных рынках перестрахования.

Страховщики имеют лишь ограниченный интерес к продуктам фондового рынка по двум причинам. Во-первых, перестраховщики хорошо защищают страховые компании. Перестраховочное покрытие эффективно оценивается перестраховщиками, а контракты между сторонами помогают поддерживать долгосрочные взаимоотношения. Кроме того, будучи специалистами, перестраховщики хорошо распределяют риски географически и по классам, в то время как фондовый рынок мог бы удержать лишь незначительную долю страхуемых рисков в общем портфеле.

Вторая причина отсутствия интереса страховщиков к фондовому рынку — сомнение страховщиков в том, что продукты фондового рын-

ка смогут компенсировать финансовые потери страховщиков при страховании агрокультур.

Наиболее распространенными формами перестрахования сельскохозяйственных рисков являются пропорциональное перестрахование и *Stop Loss*.

Основные международные перестраховщики (рынки) для этого бизнеса включают:

- *Munich Re*;
- *Swiss Re* (объединившийся с *GE Insurance Solutions*);
- *Partner Re*;
- *Endurance Re*;
- *Hannover Re*;
- различные рынки Бермуды (например *AXIS Specialty*);
- различные лондонские рынки (например *QBE / LIMIT*);
- другие международные рынки (например Сингапур и т.д.).

8. Место России на мировом страховом рынке

Суммарная премия всех страховых компаний мира в 2005 г. выросла в реальном выражении на 2,5% (с 3264 до 3425 млрд долл.). При этом прирост премий в развитых странах был равен 1,9%, а в развивающихся странах — 7,5% в страховании жизни и 6% в страховании ином, чем страхование жизни (общее страхование). В сегменте страхования жизни совокупная страховая премия в мире составила 1974 млрд долл. (57,7%), в общем страховании — 1451 млрд долл. (42,3%). Доля страховых премий в ВВП всего мира (показатель уровня проникновения страхования) оказалась равной 7,52%, а показатель плотности страхования (собранная премия на душу населения) установился на уровне 518,5 долл. США.

По итогам 2005 г. страховой рынок Российской Федерации занимал 25-е место в мире по объему собранных премий (17 521 млн долл.) с долей 0,51% мирового рынка, что сравнимо со страховыми рынками таких стран, как Португалия, Финляндия, Норвегия и Гонконг. Тройка лидеров по данному показателю по-прежнему неизменна. На первом месте с долей 33,36% находятся США (1142 млрд долл.). Второе место принадлежит Японии (476 млрд долл., доля — 13,91%). Третье место устойчиво занимает Великобритания (300 млрд долл., доля в мировой премии — 8,76%).

По объему премии Россия занимала четвертое место среди девяти стран мира, сбор премий в которых колеблется в пределах от 10 до 20 млрд долл. Однако в последние два года темпы роста премии в Российской Федерации упали (1,7% в 2004 г. и –7% в 2005 г.). В 2005 г. Рос-

сийская Федерация принадлежала к числу всего девяти стран, показавших в 2005 г. отрицательные темпы прироста взносов, скорректированных на инфляцию.

По удельным показателям российский страховой рынок — в шестом десятке: по доле премии в ВВП Россия находится на 57-м месте, соседи по этому показателю — Эстония, Сербия и Черногория, Колумбия и Венгрия; по показателю плотности (премия на душу населения) страхования российский рынок на 52-м месте, соседи — Мексика, Венесуэла, Аргентина и Бразилия.

Особый интерес представляет сравнение российского страхового рынка со страховыми рынками Центральной и Восточной Европы как находящимися в наиболее близких экономических условиях. По объему премии российский рынок страховых услуг — самый крупный из указанной группы стран, он почти вдвое опережал в 2005 г. по этому показателю рынок Польши (9443 млн долл.) и почти в четыре раза — рынок Чехии (4869 млн долл.). Самые высокие темпы реального прироста страховой премии в 2005 г. по сравнению с 2004 г. были в Болгарии (22%), Эстонии (20%), Румынии (17,1%) и Литве (11%). Страхование жизни в странах этой группы росло наиболее высокими темпами в Украине (51,4%), Эстонии (50,8%), Венгрии (20,4%) и Польше (20,3%). Самые высокие реальные темпы прироста в общем страховании наблюдались в Болгарии (19,8%), Румынии (14,9%), России (12,0%). Рынок в страховании жизни в Российской Федерации в 2005 г. в реальном выражении упал на 78%.

Из рассматриваемой группы по показателю уровня проникновения страхования странами-лидерами являются Словения (5,65% премии в ВВП страны — 27-е место в мире), Чехия (3,98% — 35-е место) и Словакия (3,66% — 37-е место). По показателю плотности страхования — лидеры Словения (978,1 долл. премии на душу населения — 28-е место), Чехия (477,8 долл. — 33-е место), Венгрия (334,1 долл. — 37-е место). Российский же рынок с показателем в 122,8 долл. на душу населения уверенно опережает Литву (109,6 долл.), Болгарию (87,9 долл.), Румынию (69,5 долл.), Украину (53,1 долл.), а также Сербию и Черногорию (48,7 долл.) (Источник: Swiss Re, Sigma № 5/2006).

По итогам 2005 г. на рынке страховых услуг России 1075 зарегистрированными в реестре страховщиками было собрано взносов на общую сумму 490,6 млрд руб., что в номинальном выражении больше показателя предыдущего года всего на 4%. При этом 59,3% из полученных премий пришлось на добровольное страхование, а 40,7% — на обязательные виды. Наметившаяся тенденция роста обязательного страхования и сокращения добровольного подтвердилась в 2005 г. Так, премии по добровольному страхованию сократились на 9,2%,

в то время как премии по обязательному страхованию выросли на 32%. В структуре взносов 5,2% приходится на страхование жизни и 94,8% — на страхование иное, чем страхование жизни. Превалирующую долю в сегменте общего страхования занимает имущественное страхование, кроме страхования ответственности (37,8%). Если по всем добровольным видам страхования совокупная премия сократилась по сравнению с 2004 г. на 9,2%, то по видам добровольного страхования (иного, чем страхование жизни) рост наблюдался в пределах от 20 до 30%.

Сложившаяся в 2005 г. ситуация на рынке главным образом была вызвана ходом реализации Закона об обязательном страховании ответственности владельцев автотранспортных средств (ОСАГО); продолжающимся сворачиванием схем налоговой оптимизации через страхование жизни, избегать которых стали многие страховщики и их клиенты; совершенствованием налогового и страхового законодательств; введением новых требований к минимальному размеру уставного капитала страховщиков; развитием ипотечного кредитования; общим экономическим ростом в стране, а также ростом благосостояния населения.

Таким образом, 2005 г. для российского страхового рынка оказался годом, подтвердившим наметившиеся тенденции предыдущих лет. Так, продолжается процесс очищения страхового рынка от использования страховщиками финансовых инструментов, имеющих лишь формально страховую природу и использующихся в целях оптимизации налоговой нагрузки. Это привело к сокращению страхования жизни до 25,3 млрд руб. Дальнейшее развитие получили обязательные виды страхования, происходит рост отрасли имущественного страхования, а также личного страхования, кроме страхования жизни (добровольное медицинское страхование и страхование от несчастного случая). Однако следует учитывать и возможность миграции части средств страхователей, выводимых из схем по страхованию жизни, в перечисленные виды страхования, вызванной разработкой новых способов оптимизации налогового бремени.

При номинальном росте страхового рынка России пока еще необратим процесс его стагнации в реальном выражении, т.е. с учетом ежегодно действующей на взносы инфляции. К сожалению, и 2005 г. не оказался исключением. При установившейся инфляции на уровне 10,9%, 4%-ного номинального роста премий оказалось недостаточно, для того, чтобы превысить фактор ежегодного обесценивания денежных средств. В итоге в 2005 г. темпы прироста премий, скорректированные на инфляцию, оказались на отметке –6,4%, подтвердив динамику ежегодного падения данного показателя.

Показатель уровня проникновения страхования на протяжении последних лет снижался одновременно со сворачиванием «схемного» бизнеса, достигнув к 2005 г. уровня 2,27%. Только результаты 2003 г. продемонстрировали рост рассматриваемого показателя до 3,28%. В 2003 г. законодатель предписал страховщикам перейти с кассового метода на метод начисления при ведении бухгалтерской отчетности. Поэтому показатели страховых взносов на исследуемом рынке в 2003 г. по сравнению с 2002 г. чересчур завышены и не отражают реальное положение. Взносы на душу населения, наоборот, демонстрирует ежегодный рост, но только в номинальном выражении. По результатам 2005 г. на душу населения приходится 3400 руб. страховой премии, что является достаточно малым показателем по сравнению с развитыми странами.

Совокупный уставный капитал страховщиков России в 2005 г. составил 143,1 млрд руб. Наиболее популярной организационно-правовой формой у российских страховых компаний являлось общество с ограниченной ответственностью (64,9%). Страховщиков в форме ЗАО в 2005 г. было 19,3%; в форме ОАО — 14,9%; в форме унитарных предприятий — менее 1%.

Положительным моментом 2005 г. стало более активное вовлечение населения в страховые отношения, пусть и вынужденное в связи с принятием ОСАГО. В связи с этим особенно важно повышать привлекательность страховых услуг для населения; создавать соответствующую этой задаче институциональную среду на страховом рынке.

Глава 9

РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

В своем развитии рынок производных финансовых инструментов прошел несколько этапов. На *первом этапе* он был представлен форвардными контрактами, заключавшимися производителями сельскохозяйственной продукции под будущий урожай. Покупатели контрактов авансировали часть их затрат.

Второй этап можно назвать биржевым. Его начало относится к 1848 г., когда в сельскохозяйственном сердце США — Чикаго — была открыта первая биржевая площадка по торговле срочными контрактами — Чикагская торговая палата. На ней впервые открылась торговля «новыми инструментами», так называемыми фьючерсными контрактами на зерно, соевые бобы и скот.

Фьючерсы во многом позволили защитить фермеров от рисков, связанных с колебанием цен на их продукцию. Основная цель по проведению операций по ним была связана только с хеджированием (снижением риска). С течением времени эти контракты стали использоваться и финансовыми спекулянтами. Они проводили арбитраж, т.е. стремились к получению прибыли на разнице цен по срочным контрактам.

Начало *третьего этапа* следует отнести к 1972 г. Тогда было образовано дочернее подразделение Чикагской товарной биржи — Международный валютный рынок. На нем впервые выставлены на торги финансовые производные инструменты. Ими стали фьючерсные контракты на валюту. Уже через год появились фьючерсы по депозитарным распискам Государственной национальной ассоциации ипотечного кредита, а также по казначейским обязательствам США. По прошествии десяти лет появились производные финансовые инструменты по фондовым индексам.

В настоящее время на мировом рынке сформировались четыре основные группы производных финансовых инструментов. Они, с одной стороны, взаимно дополняют друг друга, а с другой — достаточно жестко конкурируют.

Первая группа состоит из самых старых срочных производных инструментов — форвардных контрактов. Они основываются на соглашении между двумя сторонами о поставке какого-либо актива (това-

ра, ценных бумаг, валюты) в определенное время и по согласованной цене. Являясь внебиржевыми инструментами, они заключаются в произвольной форме и не могут переуступаться третьей стороне. В реальной жизни форвардные контракты позволяют предприятиям планировать свои крупные расходы на длительный промежуток времени, а также хеджировать выпуск своей будущей продукции по определенной цене.

Во *вторую группу* входят фьючерсные контракты, которые в отличие от форвардных являются биржевым инструментом. Под этими контрактами понимается соглашение на приобретение или продажу в определенное время стандартного количества биржевого товара по твердой согласованной цене.

Заключение фьючерсного контракта, как правило, не преследует цель реальной поставки товара. В соответствии с мировой статистикой не более 5% таких контрактов заканчиваются реальной поставкой.

Безусловное исполнение фьючерсного контракта гарантируется расчетной палатой биржи. Что и делает его высоколиквидным финансовым инструментом.

В настоящее время в мире насчитывается свыше 60 различных биржевых товаров, по которым заключаются фьючерсные контракты. Их условно можно разбить на четыре основные группы, в том числе на сельскохозяйственную продукцию и металлы, ценные бумаги (в основном облигации), иностранную валюту и биржевые индексы.

Третью группу составляют опционные контракты. По ним одна из сторон продает опцион (право на приобретение товара) за денежную премию, а другая сторона получает право либо на покупку товара по фиксированной цене, либо на продажу этого права третьему лицу.

На мировом рынке существуют два основных типа опционов: американский и европейский. Они отличаются по срокам исполнения. В частности, американский опцион может быть реализован в течение всего срока исполнения контракта, а европейский — только в день истечения срока.

Опционные контракты заключаются по пяти группам товаров, в том числе по валюте, ценным бумагам, ставкам процента (по банковским кредитам и депозитам), биржевым индексам и финансовым производным инструментам.

Интересны опционы по ставкам процента кредита или депозита. Они дают гарантию покупателю на то, что ставка процента не поднимется выше или не опустится ниже определенного уровня.

Опционы по ценным бумагам часто называют *варрантами*. Эти контракты дают право их владельцам на приобретение определенного количества ценных бумаг конкретного общества по установленной

цене. В настоящее время в США опционные контракты заключаются по более 500 акциям.

Вообще американцы творчески развили спектр использования опционов. В частности, именно они начали заключать опционы на те же самые производные финансовые инструменты, фьючерсные контракты, свопы (своп-опционы) и на сами опционы (двойной опцион).

В *четвертую группу* вошли свопы — двухсторонние операции, как правило, между банком и его клиентом по обмену своими кредитными и долговыми обязательствами. Например, английская фирма вносит на депозит фунты в отделение американского банка в Великобритании, а в США материнский банк кредитует эту фирму уже в долларах. Возврат сумм участниками операции происходит в первоначальной валюте.

Данные операции производятся и с большим количеством участников. В этом случае банк выступает в качестве или простого посредника, или финансового института.

На сегодня условия по свопам все больше стандартизированы. Это, в свою очередь, позволило появиться вторичному рынку свопов, в частности, связанных с валютой. Правда, следует отметить, что только 5% свопов торгуется на вторичном рынке.

Свопы с ценными бумагами позволяют инвестиционным институтам не только оптимизировать (диверсифицировать) свои фондовые активы, но и производить концентрацию пакета ценных бумаг конкретного эмитента на определенную дату. Например, на дату проведения годового собрания и т.д.

Прародителями свопов являются так называемые параллельные или компенсационные займы. В эпоху противостояния двух политических систем и существующих валютных ограничений данные займы использовались как средство зарубежного финансового инвестирования. Но начиная с конца 60-х и начала 70-х гг. XX в. условия по ним во многом были стандартизированы. Что, в свою очередь, позволило заключить первую стандартную валютную сделку по правилам свопа между корпорацией *IBM* и Мировым банком в 1981 г. Данное событие и способствовало росту популярности этих инструментов.

В настоящее время главными действующими лицами на рынке свопов выступают сберегательные и страховые организации. Именно они поддерживают вторичный рынок свопов.

Рынок производных финансовых инструментов продолжает развиваться. После того как в 1972—1973 гг. в США, Великобритании, Франции и Японии и в ряде других стран были созданы новые биржевые площадки, резко возросли объемы операций по этим инструментам. Так, к середине 90-х гг. XX в. совокупная стоимость (по номина-

лу) обращающихся производных финансовых инструментов на мировом рынке достигла 14 трлн долл., в том числе на рынке свопов — 2,3 трлн долл.

Основным мировым биржевым центром по торговле этими инструментами является Чикаго. В городе действуют три торговых площадки, а именно Чикагская торговая палата, Чикагская биржа опционов и Чикагская товарная биржа. На них ежегодно заключается до 400—450 тыс. различных срочных контрактов, что составляет 40—45% общего мирового объема.

Среди других центров выделяется Токио, где имеются две биржи — Токийская международная финансовая фьючерсная и Токийская фондовая. В европейских странах действуют, как правило, по одной или две биржи (в Германии — Немецкая срочная биржа, во Франции — Биржа финансовых фьючерсных контрактов, в Великобритании — Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов, в Швеции — Рынок опционов Стокгольма и др.).

В экономической литературе предлагается большой набор классификаций ценных бумаг. Так, можно встретить деление ценных бумаг на два класса — основные и производные ценные бумаги. Инвестор, располагающий суммой средств, достаточной для приобретения определенного количества ценных бумаг, может купить на рынке эти ценные бумаги в целях долгосрочного владения ими и получения доходов в виде процентов или дивидендов, или в целях последующей перепродажи этих ценных бумаг по более выгодному курсу.

Однако будущий курс ценных бумаг может меняться и в худшую для инвестора сторону. В этом случае *кассовая сделка* — сделка, по которой одна из сторон предоставляет ценные бумаги, а вторая платит за них, — может оказаться невыгодной для инвестора. Альтернативной формой сделки является *срочная сделка*, в которой одна сторона обязуется поставить в будущем ценные бумаги, а другая — заплатить за них зафиксированную в заключаемом соглашении цену. Такая сделка позволяет инвестору страховать, или, говоря биржевым языком, хеджировать свои риски, связанные с изменением цен на основные ценные бумаги, изменением валютных курсов, процентной ставки и т.д. Наиболее распространенная форма срочных сделок — сделки с *производными финансовыми инструментами*.

К производным финансовым инструментам, как уже отмечалось, относятся фьючерс, опцион, своп. Они представляют собой срочные контракты, в основе которых лежат финансовые активы — валюта, процентная ставка, традиционные ценные бумаги. К производным финансовым инструментам можно отнести и депозитарные свидетельства (расписки), подписные права, варранты, конвертируемые облига-

ции. О них речь пойдет ниже. Сразу оговоримся: это особый класс ценных бумаг, которым присущи не все свойства производных. Для обозначения таких ценных бумаг будем использовать термин ***«вторичные ценные бумаги»***.

Характеризуя производные финансовые инструменты, необходимо отметить присущие им свойства:

- производные инструменты имеют срочный характер;
- цены производных инструментов основываются на ценах базисных активов;
- производные финансовые инструменты имеют ограниченный период существования — от нескольких минут до нескольких лет.

Операции с производными финансовыми инструментами позволяют получать прибыль при минимальных инвестиционных вложениях.

Срочный характер производных инструментов означает, что исполнение обязательства контрагентов произойдет в определенный момент в будущем, через определенный срок.

Базисные активы — это активы (валюта, акции, облигации и т.д.), которые должны быть приняты или поставлены в будущем в соответствии со срочным контрактом.

Фьючерс — срочный биржевой контракт. Одна его сторона обязуется купить, а другая — продать определенное количество базисного актива в установленный срок в будущем по фиксированной цене.

Опцион — контракт, покупатель которого приобретает право купить или продать актив по фиксированной цене в течение определенного срока, а продавец обязуется по требованию контрагента за денежную премию обеспечить реализацию этого права.

Своп — соглашение между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами или иными активами в соответствии с определенными в контракте условиями.

История возникновения производных финансовых инструментов уходит далеко в прошлое. В 1605 г. на бирже г. Амстердама (Голландия) уже осуществлялась торговля срочными контрактами. С 1751 г. ведется торговля срочными контрактами на продовольственные товары (зерно, скот и т.д.) на Нью-Йоркской продовольственной бирже. Как уже отмечалось, в 1848 г. была основана крупнейшая в мире биржа срочных контрактов — Чикагская торговая палата (*Chicago Board of Trade — CBOT*). На этой бирже начиная с 1865 г. стали применяться обезличенные контракты. В 1972 г. на Чикагской торговой бирже (*Chicago Mercantile Exchange — CME*) впервые было начато оформление контрактов по валютным курсам, характерной особенностью которых явилась стандартизация количества, качества и сроков поставки. В 1975 г. стали заключаться контракты по ставкам процента в Чикаг-

ской торговой палате. В 1982 г. на ряде американских бирж введены фьючерсы на фондовые индексы, в 1982—1983 гг. — опционы на фьючерсные контракты.

В 1982 г. открыта Международная Лондонская биржа финансовых фьючерсных сделок (*The London International financial futures exchange — LIFFE*), а в конце 1990 г. — немецкая биржа срочных контрактов во Франкфурте (*die Deutsche terminal borse — DTB*). Из существующих ныне бирж, обеспечивающих торговлю производными инструментами, отметим также Токийскую, Сингапурскую, Сиднейскую, Парижскую, Швейцарскую биржи. В настоящее время на многих финансовых биржевых рынках объемы торговых операций с производными финансовыми инструментами заметно превышают оборот по обычным операциям на наличный товар.

В России в 90-е гг. XX в. первые торги фьючерсными контрактами на доллар США стала проводить Московская товарная биржа. В 1992 г. приняты «Временные правила фьючерсной торговли» на МТБ. Позднее появились фьючерсы на ГКО. Августовский кризис 1998 г. привел фактически к тому, что рынок срочных контрактов перестал существовать, однако с конца 1999 г. началось его постепенное восстановление. Лидером в этом вопросе выступила Фондовая биржа «Санкт-Петербург», затем эстафету приняла и срочная секция Московской межбанковской валютной биржи.

В настоящее время рынок производных финансовых инструментов — один из наиболее динамично развивающихся сегментов финансового рынка в мире.

Производные ценные бумаги являются по сравнению с основными ценными бумагами более гибкими инструментами, поскольку позволяют участникам рынка более эффективно реагировать на происходящие перемены. Поэтому уже появились производные инструменты второго поколения: опционы на свопы, опционы на фьючерсы и т.п. А в системе экономических знаний развивается новое направление — финансовая инженерия (финансовый инжиниринг), представляющая собой конструирование финансовых инструментов и финансовых технологий для управления портфелем ценных бумаг. Суть финансового инжиниринга состоит в создании новых финансовых продуктов и услуг, которые используются финансовыми институтами для перераспределения денежных ресурсов, рисков, ликвидности, доходов и информации в соответствии с финансовыми потребностями клиентов и изменениями в макро- и микроэкономической ситуации.

Представляется возможным дать следующее определение финансовой инженерии. Финансовая инженерия — это проектирование, разработка и реализация инновационных финансовых инструментов и

процессов, а также творческий поиск новых подходов к решению проблем в области финансов.

В качестве примера возникновения нового продукта можно упомянуть создание в 1927 г. банком «Морган Гэранти» в США принципиально нового инструмента, позволяющего зарубежным инвесторам приобретать на внутреннем рынке акции иностранных эмитентов — американские депозитарные свидетельства (*American depositary receipts — ADR*). Позднее появилась другая разновидность данных инструментов — глобальные депозитарные свидетельства (*Global depositary receipts — GDR*). Разница между ними состоит в том, что если *ADR* размещаются на рынках США, то *GDR* могут продаваться и вне Соединенных Штатов.

Таким образом, депозитарные свидетельства — это свободно обращающиеся сертификаты, заменяющие акции зарубежных эмитентов, находящиеся в доверительном управлении зарубежных отделений банков.

Еще одна разновидность продуктов финансового инжиниринга — стрипы (*Separate trading of registered interest & principal of securities*). Эти финансовые инструменты образуются в результате стриппинга — процесса отделения непогашенных купонов от номинала облигации. В результате стриппинга, произведенного депозитарием, одну купонную облигацию можно обратить в две или несколько бескупонных облигаций, одна из которых будет представлять собственно облигацию, а остальные — купоны.

Конвертируемая ценная бумага — это ценная бумага с бесплатной возможностью ее замены на заранее определенное количество обыкновенных акций того же эмитента. *Коэффициент конверсии* — количество обыкновенных акций, на которое может быть обменена одна конвертируемая ценная бумага.

Конверсионный курс представляет собой объявленную стоимость обыкновенной акции; по этой стоимости она будет предоставлена инвестору на момент обмена. *Конверсионная стоимость* — показатель расчетной стоимости; по ней могли бы проводиться операции купли-продажи конвертируемой ценной бумаги, если бы их оценивали по стоимости обыкновенных акций, на которые они обмениваются. Превышение текущего курса конвертируемой ценной бумаги над ее конверсионной стоимостью называется *конверсионной премией*.

Необходимо упомянуть еще две разновидности ценных бумаг, также относительно молодых финансовых инструментов, существование которых невозможно без наличия базовых эмиссионных бумаг.

Подписные права — это ценные бумаги, дающие право на покупку в течение короткого срока определенной доли нового выпуска обыкновенных акций того же эмитента по заранее оговоренному курсу.

Бесплатное получение подписного права дает каждому акционеру возможность сохранить свою долю в уставном капитале компании. Курс новой акции обозначается в «праве» и называется курсом исполнения. Курс исполнения всегда устанавливается на более низком уровне, чем текущий рыночный курс акций.

Варрант — ценная бумага, дающая его держателю право купить акцию у компании по курсу, обозначенному в самом варранте.

В отличие от подписных прав варрант — долгосрочная ценная бумага, срок обращения которой доходит до пяти, 10, иногда 20 лет. Некоторые варранты вообще не имеют срока погашения.

Курс исполнения варранта — это объявленный курс; по этому курсу владелец варранта может приобрести лежащую в его основе акцию.

Так как варранты обладают относительно низкой стоимостью, им свойственна неустойчивость курсов и способность обеспечивать высокую норму доходности.

Вложение средств в подписные права и варранты позволяет использовать так называемый *эффект рычага* — возможность приобретения определенной доли в акционерном капитале компании при относительно небольших затратах капитала.

Как уже упоминалось, депозитарные расписки, подписные права и варранты, конвертируемые облигации, которые мы назвали «вторичными» ценными бумагами, можно лишь условно отнести к производным финансовым инструментам, поскольку их возникновение и использование, а также ценообразование непосредственно связано с обращением основных ценных бумаг. При этом инициатором возникновения и эмитентом этих ценных бумаг выступает, как правило, эмитент основных ценных бумаг (в случае с «классическими» производными ценными бумагами эмитентом является расчетная палата биржи). Кроме того, если выпуск производной ценной бумаги осуществляется в целях хеджирования торговых позиций участников рынка, то выпуск «вторичных» ценных бумаг позволяет либо поощрять существующих или будущих владельцев основных ценных бумаг (в случае с конвертируемыми облигациями, подписными правами, варрантами), либо выводить основные ценные бумаги на новые финансовые рынки (депозитарные свидетельства).

Рассмотрим основные виды производных финансовых инструментов более подробно.

Фьючерсный контракт представляет собой обязательство купить или продать определенное количество товара по согласованной цене в определенную дату в будущем. Фьючерсные контракты — это стандартизованные биржевые контракты.

Фьючерсные контракты впервые стали использоваться в 40-х гг. XIX в. на крупнейшей товарной бирже — в Чикагской торговой палате. Базисным активом первых фьючерсных контрактов было зерно.

Бурный рост фьючерсных контрактов на биржевые товары начался в 50—60-е гг. XX в. вследствие сильных колебаний цен на сырьевые товары и начала международной экономической интеграции.

Повышение процентных ставок и усиление неустойчивости валютных курсов в 1970-х гг. способствовали развитию рынка финансовых инструментов, которые можно было бы использовать в целях уменьшения валютных рисков. В 1972 г. на Чикагской товарной бирже появился первый фьючерсный контракт на валюту, затем — на казначейские векселя и процентные ставки, а в 1982 г. — на биржевые индексы.

Прообразом фьючерсных контрактов послужили форвардные контракты.

Форвардный контракт — это контракт между двумя контрагентами о будущей поставке базисного актива на согласованных условиях. Форвардные контракты индивидуальны, они не обращаются на биржах.

При наличии общих черт у этих двух видов контрактов есть ряд существенных отличий (табл. 9.1).

Таблица 9.1

Отличительные черты фьючерсных контрактов

Характеристики контракта	Фьючерсный контракт	Форвардный контракт
1. Где заключается и обращается контракт	Является биржевым договором, разрабатываемым и обращающимся на конкретной бирже	Заключается на внебиржевом рынке двумя контрагентами. Контракт является необращаемым инструментом
2. Каковы условия контракта	Контракт стандартизован по количеству базисного актива, лежащего в его основе, месту и срокам поставки (типичные сроки поставки — март, июнь, сентябрь, декабрь), срокам и форме расчетов, применяемым штрафным санкциям и т.д. Единственным не стандартизованным параметром является цена базисного актива	Контракт не стандартизован. Все условия контракта оговариваются участниками сделки

Окончание табл. 9.1

Характеристики контракта	Фьючерсный контракт	Форвардный контракт
3. Какой базисный актив лежит в основе контракта	Круг базисных активов ограничен правилами ведения фьючерсных торгов конкретной биржи	Определен сторонами сделки
4. Есть ли гарантии исполнения контракта	Исполнение контракта, полнота и своевременность расчетов по фьючерсному контракту гарантируются биржей. Расчетная палата предъявляет ряд требований к участникам. При открытии позиции инвестор обязан внести на счет брокерской фирмы первоначальную маржу — денежную сумму в качестве залога. Минимальный размер первоначальной маржи устанавливается расчетной палатой. Расчетная палата устанавливает также нижний уровень маржи, ниже которого никогда не должна уменьшаться сумма на счете клиента. Расчетная палата в конце каждого торгового дня производит перерасчет позиций инвесторов, переводя сумму выигрыша со счета проигравшей стороны на счет выигравшей стороны. Эта сумма называется вариационной (переменной) маржей	Исполнение контракта гарантируется лишь репутацией и платежеспособностью контрагентов сделки
5. Цель заключения контракта	Заключение контрактов производится главным образом не для купли-продажи базисного актива, а в целях получения прибыли от разницы в ценах	Контракт заключается в целях купли-продажи в будущем базисного актива
6. Могут ли быть ликвидированы обязательства по контракту	Каждая из сторон сделки может в любой момент до истечения срока контракта ликвидировать свои обязательства по нему путем заключения сделки, противоположной ранее сделанной, иначе говоря, офсетной сделки	Ликвидация контракта возможна лишь при согласии обоих участников сделки

Форвардный контракт заключается, как правило, в целях осуществления реальной продажи или покупки соответствующего актива и страхования поставщика или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены. Правда, контрагенты не смогут также воспользоваться возможной благоприятной конъюнктурой. Форвардный контракт предполагает обязательность исполнения, но стороны не застрахованы от его неисполнения в случае банкротства или недобросовестности одного из участников сделки. Поэтому до заключения контракта партнерам следует выяснить платежеспособность и репутацию друг друга. Форвардный контракт может заключаться в целях игры на разнице курсовой стоимости активов. Лицо, открывающее длинную позицию, рассчитывает на рост цены базисного актива, а лицо, открывающее короткую позицию, — на понижение его цены. Так, получив акции по форвардному контракту по одной цене, инвестор продает их на спотовом рынке по более высокой цене «спот» (в случае, конечно, если его расчеты были сделаны правильно и курс актива повысился).

Вторичный рынок форвардных контрактов на большую часть активов развит слабо, так как по своим характеристикам форвардный контракт — это контракт индивидуальный. Исключение составляет форвардный валютный рынок.

В связи с форвардным контрактом возникло понятие форвардной цены. Для каждого момента времени форвардная цена для данного базисного актива — это цена поставки, зафиксированная в форвардном контракте, заключенном в этот момент.

Существуют два подхода к определению форвардной цены. Согласно первому форвардная цена возникает как следствие ожиданий участников срочного рынка относительно будущей цены «своп».

Второй подход — арбитражный — строится на технической взаимосвязи между форвардной и текущей спотовой ценами, определяемой существующей на рынке ставкой без риска. Причем допускается, что инвестору безразлично, приобретать актив на спотовом рынке сейчас или по форвардному контракту в будущем. В рамках арбитражного подхода различают также форвардную цену актива, по которому не выплачиваются доходы, и форвардную цену актива, по которому выплачиваются доходы. Для первого случая формулу определения форвардной цены можно представить следующим образом:

$$F = S[(1 + r(t/365)],$$

где: F — форвардная цена; S — спотовая цена; r — ставка без риска (имеется в виду ставка банковских депозитов); t — период времени до истечения форвардного контракта.

Форвардную цену актива, по которому выплачиваются доходы, определить несколько сложнее. Если на акцию выплачивается дивиденд в течение действия форвардного контракта, то форвардную цену необходимо скорректировать на его величину, так как, приобретя контракт, инвестор не получит дивиденд. Для наиболее простого случая, когда дивиденд выплачивается перед самым моментом истечения контракта, формула будет следующей:

$$F = S\left(1 + r\frac{t}{365}\right) - Div,$$

где t — период действия контракта; Div — дивиденд.

Если дивиденд выплачивается в некоторый момент времени в период действия контракта, то покупатель теряет не только дивиденд, но и проценты от его реинвестирования до момента истечения срока действия контракта. В этом случае предыдущая формула примет вид:

$$F = S\left(1 + r\frac{t}{365}\right) - Div\left(1 + \lambda\frac{T-t}{365}\right),$$

где T — срок действия контракта; t — день выплаты дивиденда; r — ставка без риска для периода времени T; λ — ставка без риска для периода $T - t$.

Существуют несколько разновидностей краткосрочного форвардного контракта, среди них — операции репо и обратного репо. *Репо* — это соглашение между контрагентами, в соответствии с которым одна сторона продает другой ценные бумаги с обязательством выкупить их у нее через некоторое время по более высокой цене. В результате операции первая сторона фактически получает кредит под обеспечение ценных бумаг. Процентом за кредит служит разница в ценах, по которой она продает и выкупает бумаги. Доход второй стороны формируется за счет разницы между ценами первоначальной покупки и последующей продажи бумаги. Репо представляет собой краткосрочные операции, от однодневных (*overnight*) до нескольких недель. С помощью репо дилер может финансировать свою позицию для приобретения ценных бумаг. *Обратное репо* — это соглашение о покупке бумаг с обязательством продажи их в последующем по более низкой цене. В данной сделке лицо, покупающее бумаги по более высокой цене, фактически получает их в ссуду под обеспечение денег. Второе лицо, предоставляющее кредит в форме ценных бумаг, получает доход (процент за кредит) в сумме разницы цен продажи и выкупа бумаг.

В свою очередь, фьючерсный контракт представляет собой договоренность между сторонами о купле или продаже определенного количества товара в условленный срок по согласованной цене. Хотя в таком контракте определяется цена покупки, актив до даты поставки не оплачивается. Участники сделки несут ответственность за обязательное выполнение условий контракта. Фьючерсные контракты заключаются на такие активы, как сельскохозяйственные товары, сырьевые ресурсы, иностранная валюта, ценные бумаги с фиксированными доходами, рыночные индексы, банковские депозиты. Фьючерсные контракты заключаются только на бирже.

Отражением ожиданий инвесторов относительно будущей цены базисного актива является фьючерсная цена.

Фьючерсная цена фиксируется при заключении фьючерсного контракта. При заключении контракта фьючерсная цена может быть выше или ниже цены базисного актива в текущий момент (цены «спот»). Ситуация, при которой фьючерсная цена выше цены «спот», называется *контанго* (contango). Ситуация, при которой фьючерсная цена ниже цены «спот», — *бэквордэйшн* (backwardation).

В зависимости от вида базисного актива выделяют следующие виды фьючерсных контрактов:

- фьючерсный товарный контракт — контракт на принятие или поставку товара определенного количества и качества по зафиксированной в нем цене на установленную дату. В качестве базисного товара могут выступать зерно, нефть, драгоценные металлы, продовольственные товары, и т.д.;
- фьючерсный финансовый контракт — контракт, представляющий собой соглашение, обязывающее купить или продать определенный финансовый инструмент в определенный срок по зафиксированной в нем цене.

В зависимости от вида базисного актива, лежащего в основе финансового фьючерса, выделяют три основных вида фьючерсов.

Процентные фьючерсы — фьючерсные контракты, основанные на долговых ценных бумагах. На американском рынке самыми распространенными процентными фьючерсами являются фьючерсы на векселя Казначейства США, 30-дневные процентные ставки, 90-дневные евродолларовые депозитные сертификаты, средне- и долгосрочные облигации Казначейства США.

Цена на фьючерс, базис которого составляет краткосрочный процент, определяется по правилу: 100 — зафиксированная в контракте процентная ставка. Масштаб движения цены контракта — базовый пункт (тик), равный 0,01%. Каждый базовый пункт по каждо-

му типу контрактов имеет одну и ту же абсолютную стоимостную величину:

$$Ц_{б.п.} = \frac{БП \times Н_к \times С_к}{12},$$

где $Ц_{б.п.}$ — стоимостная оценка базового пункта; *БП* — базовый пункт (тик) = 0,0001; $С_к$ — стандартный срок исполнения контракта (в месяцах); $Н_к$ — стандартный номинал контракта.

Цена на фьючерс, базис которого составляет долгосрочная процентная ставка, определяется по правилу: 100 — величина процента, сложившегося на рынке наличных сделок. Масштабом цен в этом случае является не 0,01%, а $^1/_{32}$ от каждых 100 единиц номинала, и формула расчета имеет следующий вид:

$$Ц_{б.п.} = 1/32 \times 0{,}01 \times Н_к.$$

Валютные фьючерсы — это фьючерсные контракты, базисом которых является иностранная валюта. Валютные фьючерсы приобретаются на основе валютного курса. Цена фьючерсного контракта выражается в количестве долларов на единицу валюты. Цена базового пункта определяется следующим образом:

$$Ц_{б.п.} = СЗ \times Н_к,$$

где $Ц_{б.п.}$ — стоимость базового пункта (тика) в долларах США на единицу национальной валюты; *СЗ* — стандартное значение базового пункта, установленное биржей в долларах на единицу валюты; $Н_к$ — стандартный номинал контракта.

Фьючерсы на фондовые индексы — это фьючерсные контракты, основанные на показателях всесторонней оценки фондового рынка, подобных индексу *Standard & Poor's* 500. Наиболее часто используемые в США в качестве основы для фьючерсов индексы — индекс *Standard & Poor's* 500, агрегированный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи, агрегированный индекс *Value Line*.

Стороны, заключающие фьючерсный контракт, строго говоря, не являются покупателями и продавцами, поскольку каждая из них берет на себя твердое обязательство принять один актив (например, акции) и поставить другой актив (например, деньги). Однако по традиции именно такая терминология сложилась на рынке фьючерсов. О стороне, обязующейся поставить базисный актив, говорят, что она «продала фьючерс» или «заняла короткую позицию». О стороне, обязующейся принять базисный актив, говорят, что она «купила фьючерс» или «заняла длинную позицию».

Рассмотрим подробнее валютные фьючерсы.

В США торговля валютными фьючерсными контрактами осуществляется на международном денежном рынке (*IMM*), подразделении Чикагской товарной биржи (*CME*). В России фьючерсами торгуют в настоящий момент только на бирже «Санкт-Петербург». Валютные фьючерсы подобно форвардным контрактам фиксируют стоимость какой-либо валюты до момента поставки в какой-то определенный срок в будущем. В отличие от форвардных фьючерсные контракты стандартизированы, и торговые операции по ним осуществляются на организованной бирже. Преимущество фьючерсных контрактов перед форвардными заключается в их рыночной ликвидности, т.е. возможности продажи или покупки на биржевом рынке.

Корпоративные, или институциональные, инвесторы могут получить значительную прибыль при хеджировании с помощью финансовых фьючерсов. Торговые операции с валютными фьючерсами могут помочь транснациональным корпорациям компенсировать валютный риск, связанный с позицией инвестирования, путем продажи или покупки с расчетом в иностранной валюте или путем экспортно-импортной операции.

Фьючерсные контракты обеспечивают необходимые услуги участникам валютного рынка. Эти услуги включают определение цены (т.е. участники рынка, проводящие хеджирование, и спекулянты взаимодействуют, чтобы определить будущую цену какой-либо валюты); ликвидность, способность участников рынка осуществлять куплю-продажу в любое время, когда рынок открыт для торговли; защиту клиента, которая осуществляется введением принудительных обменных правил. Для обеспечения высокого уровня защиты клиента на *CME* используют следующие меры:

1) требования маржи;
2) защита от банкротства;
3) защита от невыполнения обязательств;
4) система клиринга.

Первый уровень защиты при торговле валютными фьючерсами — исходная маржа (*initial margin*). Биржа устанавливает требования маржи для каждой фирмы — члена системы клиринга. В свою очередь фирма устанавливает эти нормы для клиента (покупателя или продавца фьючерсного контракта). Эти требования минимизируют потенциальный ущерб, который может быть нанесен клиенту в случае банкротства или неплатежеспособности фирмы — члена клиринговой системы. В дополнение к исходной марже существуют требования поддерживающей маржи (*maintenance margin*). Они базируются на еже-

дневном возрастании или уменьшении стоимости фьючерсного контракта.

Федеральный закон США об управлении товарными биржами (*The Commodity exchange act*) регулирует торговлю товарами. Этот закон требует, чтобы фирма, действующая на рынке фьючерсов, сохраняла капитал на установленном уровне и чтобы средства клиента были отделены от ее капитала. Эта мера направлена на обеспечение защиты клиентов в случае банкротства какой-либо отдельной фирмы — члена клиринговой системы.

Клиринговые системы бирж работают только со своими фирмами-членами, а не с индивидуальными участниками рынка. Биржа осуществляет расчеты напрямую с членами клиринговой системы. Посредством этого предотвращается воздействие клиентов на средства фирмы. Такая система позволяет осуществлять платежи фирмам-членам независимо от возможной неплатежеспособности стороны с противоположной позицией.

Клиринговая палата действует как гарант выполнения фьючерсных и опционных контрактов. Как агент по передаче для контрактов, которые предполагают физическую передачу, клиринговая палата обеспечивает своевременную поставку продавцом и полную и своевременную оплату покупателем актива. Но большинство фьючерсных контрактов ликвидируются до даты исполнения путем купли или продажи другого контракта (инвесторы закрывают свои исходные позиции путем осуществления компенсационных сделок). Стандартизированные фьючерсные контракты имеют ряд черт, установленных биржей. Эти стандартизированные элементы валютных фьючерсов включают:

1) единицу или объем контракта;
2) метод котировки цены;
3) минимальное изменение цены;
4) пределы цены;
5) сроки исполнения;
6) заранее определенную дату окончания торговли;
7) расчетную дату;
8) обеспечение или требования маржи.

Все валютные контракты, которые продаются или покупаются на *IMM*, оцениваются в американских долларах и имеют стандартный срок исполнения. Валютные фьючерсные контракты погашаются в третью среду месяца истечения срока контракта. Торговля контрактами на *IMM* заканчивается за два рабочих дня до среды, в которую срок по ним истекает. Обычно это понедельник.

Рыночные котировки валютных фьючерсов, а также фьючерсов на нефть, нефтепродукты, золото, торговля которыми осуществляется на биржах, публикуются в финансовых разделах ежедневных газет (*Financial Times*). В России — это газеты «Коммерсантъ-Daily», «Ведомости». В них печатаются котировки фьючерсов на энергоносители; котировки фьючерсов на валюту в российских газетах найти затруднительно.

Инвесторы, компании, проводящие операции за рубежом, экспортеры и спекулянты используют валютные фьючерсы. Покупка валютных фьючерсов обеспечивает покупателю «длинную позицию» (позицию по срочным сделкам при игре на повышение) и может использоваться для хеджирования будущего платежного обязательства в той же валюте. Например, российский импортер может заключить контракт о покупке товара у немецкого поставщика с оплатой в евро. При хеджировании от возрастания стоимости евро российский импортер может купить один или несколько фьючерсных контрактов на евро (в зависимости от объема будущего платежа). Если курс «спот» евро возрастет, стоимость фьючерсного контракта также увеличится параллельно курсу «спот» евро. Когда наступит срок платежа, импортер может осуществить покупку евро по курсу «спот». Из-за повышения стоимости евро он затратит больше средств, но это повышение компенсируется возрастанием стоимости фьючерсного контракта, владельцем которого является импортер. Фьючерсный контракт может быть продан на рынке. Полученная при этом прибыль будет приблизительно равна дополнительным затратам, возникшим в результате увеличения курса «спот» на евро.

Продажа валютного фьючерса обеспечивает продавцу «короткую позицию» (позицию по срочным сделкам при игре на понижение) в этой валюте. Например, российский экспортер может заключить контракт о продаже товара немецкому покупателю с оплатой в евро. Для хеджирования от уменьшения стоимости евро российский экспортер может продать один или несколько фьючерсных контрактов на эту валюту. Позднее экспортер может купить фьючерсный контракт на евро с аналогичной расчетной датой. В результате ликвидируется валютная позиция.

Одним из самых популярных фьючерсных сделок стали операции по индексам. Они представляют собой контракт о купле-продаже воображаемого пакета ценных бумаг, собранного из акций крупнейших компаний, чья рыночная стоимость при суммировании определяет величину биржевых индексов, таких как РТС в России, *Nikkey* в Японии, *Dow-Jones* в США. Предположим, текущая цена типичного пакета, со-

ставленного из 500 акций крупнейших предприятий США, по которому рассчитывается индекс *S&P*500, составляет 170 тыс. долл. Если через час индекс идет вниз, т.е. суммарная курсовая стоимость входящих в него акций снижается до 167 тыс. долл., то игрок, продавший индексный портфель, вновь покупает его и, таким образом, завершает операцию с прибылью 3000 долл.

Инвестор, уверенный в том, что его прогнозы относительно будущих цен на некоторый актив сбудутся, имеет возможность заключить фьючерсный контракт. Но это сделает его позицию достаточно рискованной, поскольку если его прогноз окажется неверным, инвестор не вправе отказаться от выполнения сделки. Ограничить свой финансовый риск инвестор может с помощью использования опционной сделки.

Первые упоминания об использовании опционов относятся к 1694 г. в Англии. Одни из первых опционов появились также в XVII в. в Голландии. Это были опционы на тюльпаны. В настоящее время на развитых фондовых рынках опционные контракты заключаются на различные товары, валюту, ценные бумаги (включая производные), фондовые индексы. Резкий рост опционных рынков начался после 1973 г. В настоящее время существуют как биржевые опционы, так и опционы, обращающиеся на внебиржевом рынке.

Опцион — ценная бумага, представляющая собой контракт, покупатель которого приобретает право купить или продать актив по фиксированной цене в течение определенного срока, либо отказаться от сделки, а продавец обязуется по требованию контрагента за денежную премию обеспечить реализацию этого права.

Опцион как экономическое явление представляет собой оформляемое договором право купить, продать (или отказаться от сделки) на протяжении договорного срока и по фиксированной договорной цене определенный объем базисного актива либо получить определенный доход от финансового вложения или денежного займа.

Цена, по которой исполняется опцион, называется ценой исполнения, или «страйковой» ценой (ценой «страйк»).

Опционную сделку заключают две стороны — покупатель и продавец опциона.

Покупатель опциона (держатель опциона) — сторона договора, приобретающая право на покупку или продажу базисного актива либо на отказ от сделки.

Продавец опциона (надписатель опциона) — сторона договора, обязанная поставить или принять предмет сделки по требованию покупателя.

При покупке опциона покупатель уплачивает продавцу премию. *Опционная премия* — это цена приобретения опциона.

Премия состоит из двух компонентов — внутренней и временной стоимости.

Внутренняя стоимость — это разность между текущим курсом актива и ценой исполнения опциона.

Временная (внешняя) стоимость — разность между суммой премии и внутренней стоимостью опциона.

Главнейшая задача, которую необходимо решить инвестору, — определение цены опциона. Для расчетов теоретической стоимости опционов применяются достаточно сложные математические формулы. Две наиболее известные модели определения премии опционов — модель Блэка — Шоулза и биноминальная модель (*BOPM*) Кокса, Росса и Рубинштейна.

Наиболее часто используемой формулой для оценки стоимости опциона *call* (без учета налоговых выплат и транзакционных издержек) является формула Блэка — Шоулза.

Биноминальная модель Кокса, Росса и Рубинштейна используется для оценки премии американских опционов, прежде всего опционов *put*. Весь период действия опционного контракта разбивается на ряд интервалов времени. Считается, что в течение каждого из них цена базисного актива может пойти вверх или вниз с определенной вероятностью. Получают значение цены базисного актива для каждого интервала времени, учитывая данные о стандартном отклонении его курса (строят дерево распределения цены), также определяют вероятность повышения и понижения курсовой стоимости актива на каждом отрезке временного интервала. Возможные цены опциона в данное время определяются, опираясь на значения цен актива к моменту истечения опциона. После этого последовательным дисконтированием цен опциона (с учетом вероятности повышения и понижения стоимости актива на каждом интервале времени) получают значение его цены в момент заключения контракта.

Существуют различные виды опционов. С точки зрения сроков исполнения опционы подразделяются на два типа: американские и европейские.

Американский опцион — опцион, при котором держатель опциона может реализовать свое право в любое время в пределах опционного срока.

Европейский опцион — опцион, при котором реализация заложенного в нем права возможна только при наступлении указанного в опционе срока исполнения обязательств.

В зависимости от того, какие права приобретает покупатель опциона, выделяют два вида опционов — опцион на покупку и опцион на продажу.

Опцион на покупку (опцион *call*) предоставляет покупателю опциона право купить оговоренный в контракте актив в установленные сроки у продавца опциона по цене исполнения или отказаться от этой покупки.

Опцион на продажу (опцион *put*) предоставляет покупателю опциона право продать оговоренный в контракте актив в установленные сроки продавцу опциона по цене исполнения или отказаться от его продажи.

Поскольку цена на базисный актив на наличном рынке постоянно колеблется, соотношение цены «спот» и цены исполнения опциона может быть разным. В связи с этим выделяют три категории опционов:

- опцион с выигрышем (опцион «в деньгах»), который в случае его немедленного исполнения принесет инвестору прибыль;
- опцион без выигрыша (опцион «при деньгах»), при немедленном исполнении не оказывающий ни позитивного, ни негативного воздействия на финансовое состояние инвестора;
- опцион с проигрышем (опцион «без денег»), который в случае его немедленного исполнения приведет инвестора к финансовым потерям.

Опционы исполняются, если на момент исполнения они являются опционами с выигрышем.

Опционы позволяют инвесторам использовать различные торговые стратегии. Простейшие из них — так называемые синтетические стратегии: сочетание купли-продажи опционов с куплей-продажей базисных активов, например акций. Такие стратегии позволяют инвесторам страховать свои позиции от высокого риска.

Теоретически опционные стратегии открывают инвесторам широкое поле для маневрирования, но на практике возможность различных маневров ограничена, так как большая часть биржевых опционов являются американскими, что не дает возможность точно определить результаты действий.

В середине 80-х гг. XX в. наиболее популярным стало использование опционов для страхования портфеля (*portfolio insurance*). Используют опцион *put* на индекс, который очень похож на портфель инвестора.

С помощью опционов инвестор может также страховаться от роста или падения цены конкретного интересующего его актива. Если вкладчик хеджирует свою позицию от роста цены актива, ему следует купить опцион *call* или продать опцион *put*. Во втором случае инвестор

страхуется только на величину премии, полученной от продажи опциона *put*.

Любой покупатель опциона хотел бы иметь гарантию, что продавец выполнит свои обязательства при исполнении опциона. Покупатель опциона *call* хочет получить гарантию того, что продавец способен поставить требуемые акции, а покупатель опциона *put* — гарантию, что продавец в состоянии заплатить необходимую сумму денег. Поэтому биржи устанавливают при торговле опционами залоговые требования — систему защиты от действий продавца, известную под названием «маржа». Брокерским фирмам разрешено устанавливать по их желанию еще более строгие требования к их клиентам.

Существуют и более сложные стратегии, которые формируются за счет одновременной продажи и (или) покупки нескольких опционов. К ним относятся комбинации и спрэды.

Комбинация — это портфель опционов различного вида на один и тот же актив с одним и тем же сроком исполнения с одинаковыми или различными ценами исполнения. Приведем некоторые примеры комбинаций:

• стрэддл (стеллажная сделка) — комбинация опционов *call* и *put* на один и тот же базисный актив с одинаковой ценой исполнения и сроком истечения контрактов. Покупатель имеет право или купить, или продать по установленной цене в определенный момент в будущем базисный актив, но не то и другое одновременно. Такая комбинация используется, когда ожидаются значительные изменения цены базисного актива в будущем, однако точно невозможно определить, в каком направлении оно произойдет. Продавец же стеллажа рассчитывает на то, что колебания курса будут небольшие. Покупатель уплачивает продавцу две премии, сумма которых в дореволюционной России называлась «напряжением стеллажа»;

• стрэнгл — сочетание опционов *put* и *call* на один и тот же базисный актив с одинаковым сроком истечения контрактов, но с разными ценами исполнения. Такая комбинация способна в большей степени привлечь продавца опционов, так как открывает возможности получить прибыль при более широком диапазоне колебаний курса акций;

• стрэп — комбинация из одного опциона *put* и двух опционов *call* с одинаковыми сроками истечения контрактов; цены исполнения при этом могут быть как одинаковыми, так и разными. Покупатель опционов прибегает к такой комбинации, если полагает, что наиболее вероятно повышение курса базисного актива;

• стрип — комбинация из одного опциона *call* и двух опционов *put* с одинаковыми сроками истечения контрактов и одинаковыми или

разными ценами исполнения контрактов. Стрип приобретается в случае, когда есть основания полагать, что наиболее вероятно понижение курса базисного актива.

Спрэд — это портфель опционов одного и того же вида на один и тот же актив, но с разными ценами исполнения и (или) датами истечения, причем по одним из них инвестор выступает в качестве продавца (надписателя), а по другим — в качестве покупателя (держателя опциона).

Кроме разнообразных торговых стратегий, основанных на использовании опционов, существуют также производные финансовые инструменты, включающие в себя черты опционов. К ним можно отнести кэп, флор и коллар.

Кэп (англ. *cap* — «шапка») — соглашение о предоставлении займа с плавающей процентной ставкой, но с гарантией, что она никогда не превысит некоторый определенный уровень. Использование этого инструмента позволяет заемщику ограничить риск по своим обязательствам.

Флор (англ. *floor* — «пол») — соглашение о предоставлении займа с плавающей процентной ставкой, но с условием, что она никогда не опустится ниже некоторого уровня. В этом случае кредитор ограничивает свой риск от падения процентной ставки.

Коллар (англ. *collar* — «ошейник») — комбинация из двух процентных опционов — *cap* и *floor*. Эта комбинация защищает инвестора от больших колебаний процентных ставок, поскольку устанавливает верхнюю и нижнюю границу изменения процентной ставки.

Многие инструменты имеют черты опционов, особенно опционов *call*. Рассмотрим некоторые из них.

Упоминавшийся выше варрант на акции (или просто варрант) — это опцион *call*, выписанный фирмой на свои акции. Варранты обычно эмитируются на более длительный срок (пять и более лет), чем типичные опционы *call*. Выпускаются также бессрочные варранты. Цена исполнения может быть фиксированной или изменяться в течение срока действия варранта, обычно в сторону увеличения. Начальная цена исполнения в момент выпуска варранта, как правило, устанавливается значительно выше рыночной цены базисного актива. Варранты могут распределяться между акционерами вместо дивидендов и продаваться в качестве нового выпуска ценных бумаг. Фирма может также продавать облигацию (акцию) вместе с варрантом на нее. Одно из отличий варранта от опциона *call* заключается в ограничении количества варрантов. Всегда выпускается только определенное количество варрантов определенного типа. Общее количество не может быть увеличено и сокращается по мере исполнения варрантов. Исполнение варранта

оказывает благотворное влияние на положение корпорации: корпорация получает больше средств, увеличивается количество выпущенных акций и сокращается количество варрантов.

Подписное право похоже на варрант в том смысле, что оно также представляет собой опцион *call*, выпущенный фирмой на свои акции. Право также называют подписным варрантом. Этот инструмент дает акционерам преимущественные права в отношении подписки на новую эмиссию обыкновенных акций до их публичного размещения. Каждая акция, находящаяся в обращении, получает одно право. Одна акция приобретается за определенное количество прав плюс денежная сумма, равная цене подписки. Чтобы обеспечить продажу новых акций, подписная цена обычно устанавливается ниже рыночного курса акций на момент выпуска прав. Права обычно имеют короткий период действия (от двух до десяти недель от момента эмиссии) и могут свободно обращаться до момента их исполнения. Вплоть до определенной даты старые акции продаются вместе с правами. Это означает, что покупатель акции получит и права, когда они будут выпущены. После этого акции продаются без прав по более низкой цене.

Связаны с опционами и *облигации с условием отзыва*. Облигации с условием отзыва выпускаются многими фирмами, что дает им возможность выкупить облигации до даты погашения по цене, обычно превышающей номинал. Выпуск такой бумаги означает одновременную продажу простой облигации и покупку фирмой опциона *call*. Он оплачивается фирмой в виде относительно более низкой цены облигации. Продавцом опциона является покупатель облигации.

Как уже отмечалось, широкое распространение на финансовом рынке получили операции «своп».

Своп — это соглашение между двумя сторонами о проведении в будущем обмена платежами в соответствии с определенными в контракте условиями. Потоки денежных средств при этом, как правило, привязаны к стоимости долгового инструмента или к стоимости иностранной валюты.

Таким образом, основные виды свопов — это процентные и валютные свопы.

Момент зарождения рынка свопов — конец 70-х гг. XX в., когда трейдеры, занимающиеся операциями с валютой, открыли и стали использовать валютные свопы как средство обойти методы регулирования британского правительства, применявшиеся в отношении иностранной валюты. Прообразом свопов были так называемые параллельные, или компенсационные, займы, бывшие популярными в конце 1960-х — начале 1970-х гг. как средство зарубежного финансово-

го инвестирования в условиях валютных ограничений. Первый процентный своп имел место в 1981 г. в соглашении, заключенном компанией *IBM* и Всемирным банком.

Существуют по меньшей мере две причины популярности сделок «своп» среди инвесторов. Во-первых, свопы позволяют инвесторам снизить возникающие в процессе заключения коммерческих сделок процентные и валютные риски. Во-вторых, некоторые фирмы могут обладать некоторыми преимуществами при получении конкретных видов финансирования.

Валютный своп представляет собой обмен номинала и фиксированного процента в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте. Валютный своп включает в себя три разных вида денежных потоков:

1) на начальной стадии стороны обмениваются денежной наличностью;

2) стороны осуществляют периодические процентные выплаты друг другу на протяжении всего срока соглашения о свопе;

3) по окончании срока действия свопа стороны вновь обмениваются основной суммой.

Процентный своп представляет собой соглашение между сторонами о взаимных периодических платежах, определяемых на основе оговоренных процентных ставок и взаимно согласованной контрактной суммы. Как правило, процентный своп состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой. Стороны при этом обмениваются только процентными платежами, а не номиналами. При этом срок соглашения обычно колеблется от двух до 15 лет.

В качестве плавающей ставки в свопах чаще всего используется ставка ЛИБОР (*London Interbank Offered Rate — LIBOR*).

Пример. Компании *А* и *Б* заключают между собой следующее соглашение. Основная сумма по свопу — 1 млн долл. Срок действия соглашения — два года. Компания *А* обязуется выплачивать процентные платежи два раза в год по твердой ставке 5% годовых, а компания *Б* — платежи по плавающей ставке, например по ставке *LIBOR*. Окончательный финансовый результат операции будет известен только после ее завершения.

Кроме процентного и валютного существуют и другие виды свопов:

Своп активов состоит в обмене активами в целях создания синтетического актива, приносящего более высокий доход.

Товарный своп — это обмен фиксированных платежей на плавающие платежи, величина которых привязана к цене какого-либо товара (золота, нефти и др.).

Своп-опцион — финансовый инструмент, производный от свопа, имеющий некоторые черты опциона. Покупатель своп-опциона приобретает право вступить в своп в определенный момент (или через временные периоды) и на твердо фиксированных условиях.

Ранние своповые сделки в виде общего правила заключались на индивидуальных условиях сторон — непосредственных участников, и посредники в виде банков, принимающих на себя кредитный риск, в этих договорах не предусматривались. Постепенно стала усиливаться стандартизация по срокам и условиям сделок, обострилась и конкуренция на этом рынке. Появились трехсторонние свопы, в которых участвует банк-посредник, через который и осуществляются платежи. Такой посредник принимает на себя кредитный риск.

В начале 80-х гг. появились соглашения о форвардной ставке *Forward rate agreement (FRA)*. Своим появлением они были обязаны развитию межбанковских контрактов на процентную ставку. Главная цель заключения *FRA* состоит в хеджировании процентной ставки. Но, как и другие производные инструменты, она может использоваться для спекуляции.

Forward rate agreement — это соглашение между двумя контрагентами, в соответствии с которым они берут на себя обязательства обменяться на определенную дату в будущем платежами на основе краткосрочных процентных ставок. Одна из этих ставок — твердая, т.е. известная заранее, так как фиксируется в соглашении, а вторая — плавающая, так как это ставка «спот», которая будет существовать в момент начала форвардного периода, и поэтому при заключении *FRA* еще не известна. Платежи рассчитываются относительно контрактного номинала. Условия контракта включают в себя некоторый форвардный период, начиная с определенной даты в будущем. Например, трехмесячное *FRA* с началом форвардного периода через три месяца. Это означает, что форвардный период охватывает четвертый, пятый и шестой месяцы, считая с даты заключения *FRA*. Сторона, которая обязуется уплатить твердую ставку, именуется покупателем *FRA*; сторона, уплачивающая плавающую ставку, — продавцом *FRA*. Плавающая ставка — это обычно ставка *LIBOR*, которая фиксируется в день начала форвардного периода, установленного в контракте. В соглашении о форвардной ставке предусмотрены двусторонние платежи. На практике же в рамках контракта осуществляется только один платеж, определяемый на основе разности между форвардной ставкой, зафиксированной в *FRA*, и спотовой процентной ставкой, фиксируемой в день начала форвардного периода. Если спотовая ставка выше форвардной, продавец уплачивает данную разницу покупателю. Если спотовая став-

ка ниже форвардной, то эту разницу уплачивает покупатель продавцу. Покупатель страхуется от повышения процентной ставки и обеспечивает себе ставку, зафиксированную в контракте, а продавец страхуется от понижения процентной ставки и также обеспечивает себе ставку, установленную в контракте.

Сумма, которая должна быть выплачена одним контрагентом другому по истечении форвардного периода, определяется по формуле:

$$S = N(r_s - r_f) \times \frac{t}{360},$$

где S — сумма платежа; N — номинал FRA; r_s — ставка «спот»; r_f — форвардная ставка; t — форвардный период.

В связи с довольно широким распространением на валютно-денежных рынках внебиржевых производных инструментов хочется кратко упомянуть о них.

Внебиржевой рынок предлагает для управления рисками более широкий выбор средств, чем традиционные биржевые производные инструменты. Можно выделить следующие преимущества внебиржевых инструментов:

1) могут быть сконструированы любые инструменты, отвечающие потребностям клиента;

2) дюрация (срок действия) портфеля, составленного из внебиржевых инструментов, может быть значительно более длинной, с глубиной сроков до нескольких лет (на товарных рынках встречаются инструменты с дюрацией до трех лет);

3) отсутствуют ежедневные требования по вариационной марже;

4) отсутствуют позиционные лимиты и ограничения на долю рынка.

Правда, есть и недостатки, основной из которых — затруднения, возникающие зачастую при закрытии позиции, так как инструменты разрабатываются специально под требования определенного клиента.

Внебиржевые производные инструменты могут быть сконструированы различными способами. В то же время существуют несколько стандартных продуктов, наиболее часто используемых. В частности, товарный своп.

Изначальная цель товарного свопа — распределение ценового риска между клиентом и финансовым посредником. Своп представляет собой обмен потоками платежей, когда одна из сторон соглашается купить или продать данный товар за фиксированную цену в определенные даты, а другая готова соответственно продать или купить этот товар по текущей рыночной цене в те же самые даты. Фактически возникающие при этом потоки платежей компенсируют друг друга, и

в результате в оговоренные даты одна из сторон выплачивает другой разницу между текущей и фиксированной ценой. Цель такой операции заключается в обеспечении фиксированной цены для одной из сторон.

Использовать этот инструмент может, например, потребитель, желающий платить за данный товар установленную цену, внесенную в его годовой бюджет. Фиксированная цена, которую в конечном итоге заплатит этот клиент, складывается из текущей рыночной цены товара и выплаты по свопу. Любое повышение цены бюджетного актива будет скомпенсировано выплатой, получаемой клиентом от контрагента, платящего текущую цену.

Производитель же, напротив, должен быть заинтересован в получении возможности фиксировать цену продажи произведенного им товара, что он также может сделать через свопы. Любое падение цены товара компенсируется платежом контрагента по свопу.

Однако использование только свопов для снижения ценовых рисков весьма опасно. Например, производитель пшеницы, зафиксировав при помощи свопа цену ее продажи, в неурожайный год может получить значительные убытки, испытав затруднения с исполнением своих обязательств по свопу, если цена на пшеницу сильно возрастет. В этой ситуации производителю лучше использовать опцион на своп (или своп-опцион).

Своп-опцион (*swaptions*) дает его покупателю право, но не обязательство заключить своп.

Существует еще несколько разновидностей внебиржевых производных инструментов:

• своп-опционы на среднее значение или азиатские своп-опционы (*average rate swaptions or asian swaptions*). В их основе лежит цена товара, усредненная определенным образом за некоторый промежуток времени. Данный продукт увеличивает степень защищенности клиента от резких однодневных скачков цены, обусловленных краткосрочной конъюнктурой рынка;

• корзинные своп-опционы (*basket swaptions*), основанные на цене комбинированного портфеля, состоящего из набора товаров. Каждый товар, входящий в корзину, имеет в ней собственный вес, отвечающий запросам клиентов, что позволяет им осуществлять управление рисками, возникающими от изменения цен нескольких товаров, при помощи одного инструмента;

• опционы на опционы (*compound options*) предоставляют покупателю право, но не обязанность приобрести лежащий в их основе обычный (базовый) опцион на более позднюю дату.

Внебиржевые производные инструменты, предлагаемые брокерами, стали одним из наиболее удобных способов управления ценовыми рисками. Появившись на валютном и денежном рынках, эти инструменты сравнительно недавно получили распространение в товарном секторе. Можно предположить, что в ближайшее время доля внебиржевых инструментов в общем обороте фондового рынка может существенно возрасти.

1. Модель определения стоимости производных финансовых инструментов Блэка — Шоулза

В октябре 1997 г. Нобелевская премия по экономике была присуждена Роберту Мертону (*Robert Merton*) из Гарварда и Майрону Шоулзу (*Myron Scholes*) из Станфорда. Этой награды они были удостоены за создание математической формулы для определения стоимости опционов и других производных финансовых инструментов. Открытие оказало огромное влияние на развитие мирового рынка деривативов. Эта формула сегодня широко известна как формула Блэка — Шоулза (*Black-Scholes option pricing formula*).

Известность формула Блэка — Шоулза получила с 1973 г. Она позволила отойти от субъективно-интуитивных оценок при определении цены опционов и подвести под нее теоретическую базу, применимую и к другим производным финансовым инструментам. В общем, и идея использовать математический подход для оценки производных инструментов, и непосредственно подход ученых в то время имели буквально революционный характер. Важность открытия подтверждена также и тем, что данную задачу научный мир пытался решить в течение, по крайней мере, 70 лет.

Шоулз работал совместно с Фишером Блэком, умершим в 1995 г. Именно поэтому формула получила соответствующее название. Мертон значительно усовершенствовал модель и был награжден Нобелевской премией наравне с Шоулзом. Нобелевский Фонд вручает премии только живущим ученым, поэтому Блэк премию не получил.

Мертон, в частности, установил: поскольку торги опционами или акциями ведутся на непрерывной основе, то взаимосвязь между ними является, по сути, безрисковой. Таким образом, рыночное равновесие не является необходимым условием для оценки опционов. Достаточное условие — отсутствие возможностей для арбитража. В числе прочего Мертон допускал стохастический уровень процентных ставок. Он также разработал более универсальный метод расчета цен на деривативы, основанный на возможности создания опционов в результате син-

теза торговли такими базисными активами, как акции и безрисковые облигации.

Формула Блэка — Шоулза оценивает так называемую *справедливую стоимость* опциона. Учитывая прошедшую историю акции (актива) и вычисляя вероятность будущей цены опциона, можно вычислить текущее справедливое значение цены на опцион. Модель очень полезна при принятии инвестиционных решений, но не гарантирует прибыль на опционных торгах. Заметим, что модель вычисляет справедливую рыночную стоимость, которая может как совпадать, так и не совпадать с текущим значением цены.

Концептуально модель Блэка — Шоулза выглядит очень просто:

Цена опциона (*call*) = (Ожидаемая будущая цена за акцию) –
– (Ожидаемая стоимость исполнения опциона).

Однако практическую ценность имеют поправки, учет которых может существенно изменить цену. Блэк и Шоулз дополнили это уравнение поправкой на вероятность разброса будущей цены акции; поправкой на чистое значение стоимости исполнения; поправкой на вероятность того, что цена исполнения может быть выше, чем цена базисного актива; поправкой на тот факт, что часть любого полученного платежа может быть получена по безрисковой ставке.

Математически формула выглядит так:

$$C = SN(d_1) - Ke^{-rt}N(d_2),$$

где C — теоретическая цена опциона *call*, которую также называют премией; S — текущая цена акции; N — функция стандартного нормального распределения; t — время до конца действия опциона (в годах); K — страйк опциона; r — безрисковая процентная ставка; e — основание натурального логарифма (2,71828); $d_1 = [\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)t] / [\sigma \times \mathrm{sqr}(t)]$; $d_2 = d_1 - \sigma \times \mathrm{sqr}(t)$; σ — сигма, среднее квадратичное отклонение курса акции, корень из суммы квадратов отклонений или изменчивость (волатильность) доходности базового актива; ln — натуральный логарифм; sqr(t) — корень квадратный от t.

Пример расчета цены европейского опциона колл по формуле Блэка — Шоулза.

Текущая цена актива $S = 100$;
цена исполнения $K = 100$;
безрисковая ставка $r = 0{,}1$;
волатильность доходности актива $\sigma = 0{,}25$;
время исполнения опциона $t = 0{,}5$;
Тип опциона — *call*.

Функция распределения $N(x)$ задается равенством:

$$N(x) = \int_{-\infty}^{x} \varphi(x)dx,$$

где $\varphi(y) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{y^2}{2}}$ — плотность стандартного нормального распределения.

Подставляя значения в формулу, получаем (постоянные цифровые значения могут быть взяты из математических справочников): $d_1 = 0{,}3712$; $d_2 = 0{,}1945$; $N(d_1 = 0{,}37) = 0{,}6448$; $N(d_2 = 0{,}19) = 0{,}5771$.

$$\begin{aligned} C = {} & 100 \times N[\ln(100 / 100) + 0{,}5(0{,}1 + 0{,}25^2/ 2) / (0{,}25 \times \text{sqr}0{,}5)] - \\ & - 100 \times \exp(-0{,}1 \times 0{,}5) \times N[\ln(100 / 100) + 0{,}5(0{,}1 + \\ & + 0{,}25^2 / 2) / (0{,}25 \times \text{sqr}0{,}5) - 0{,}25 \times \text{sqr}0{,}5] = \\ & = 100 \times 0{,}6448 - 100 \times 0{,}9512 \times 0{,}5771 = 9{,}5822. \end{aligned}$$

Цена опциона: 9,5822.

Опцион всегда стоит больше разницы между текущей ценой и ценой исполнения. Опцион *call* со страйком 95 долл. на акцию в 100 долл. всегда будет стоить больше 5 долл. Эта разница существует, потому что будущее значение базисного актива может быть как больше, так и меньше 100 долл. Если базисный актив вырастет до 105 долл., премия за *call* поднимется выше 10 долл. Плата сверх разницы между страйком и базисным активом — это цена вероятности более высокой цены.

Модель Блэка — Шоулза определяет возможное будущее значение цены базисного актива и помогает определить справедливую стоимость опциона. Назначая вероятности будущим значениям цены базисного актива, модель позволяет включить эти вероятности в цену.

Цена акции, безусловно, является неопределенной переменной. Модель предполагает, что будущая цена акции подчиняется логнормальному распределению вероятности. Волатильность данного показателя вычисляется на основе исторических данных. Чем бóльшую волатильность имеет данная акция, тем больше вероятность того, что в момент окончания действия опциона цена будет сильно отличаться от сегодняшней. Для того чтобы компенсировать это, продавец должен получить больше за опцион на такую акцию, а покупатель — больше заплатить за возможность использования опциона.

В конечном счете это означает, что для получения прогнозного значения будущей цены акции используются исторические данные. В этом отношении модель Блэка — Шоулза сталкивается с теми же проблемами, что и технический анализ. Прошлое не всегда определяет будущее. Более того, ситуация на рынке никогда не повторяется.

Модель Блэка — Шоулза используется прежде всего для:

• поиска недооцененных опционов, чтобы их продать, или переоцененных, чтобы их купить;

• хеджирования портфеля в целях понижения риска (при низкой волатильности);

• оценки рыночных предпосылок будущей волатильности акции.

Трейдеры используют модель Блэка — Шоулза для сравнения текущих цен на опционы с расчетными. Когда расчетное значение отличается от текущего, трейдеры прибегают к арбитражу на их разнице, в случае когда эта разница больше, чем стоимость заключения сделки. Блэк и Шоулз не рассматривали возможности арбитража в своей модели. В то же время модель используется в целях нахождения и, следовательно, вытеснения возможностей арбитража с рынка. Таким образом, можно говорить о том, что модель действует.

Другим распространенным способом использования модели является вычисление позиций хеджирования для портфеля акций. Поскольку флуктуации цен на опционы происходят в соответствии с ценой акции, можно продать опционы, чтобы уравновесить возможные потери подлежащей акции. Модель Блэка — Шоулза помогает определить, сколько опционов необходимо продать, чтобы достигнуть желаемой волатильности портфеля.

Еще один способ использования модели — выявление рыночных предпосылок волатильности. Если опционы оценены рынком правильно, формула позволяет оценить верхнюю и нижнюю границы будущей цены акции. Когда эти значения сильно не расходятся, цены с большой вероятностью будут близки к расчетному значению будущей цены. Таким образом, чем выше премия за *call*, тем больше различаются ожидания рыночной цены.

Побочным продуктом модели Блэка — Шоулза является вычисление числа *дельта (delta)*. Данный показатель дает представление о том, насколько сдвинется цена опциона при небольшом изменении цены базового актива. Например, опцион с дельтой 0,5 вырастет на полцента при росте на 1 цент базового актива.

Ярко выраженный «опцион не в деньгах» имеет дельту, близкую к нулю. Дельта ярко выраженного «опциона в деньгах» близка к 1.

Формула для вычисления дельты Европейского опциона *call* на бездивидендную акцию будет следующей:

$$Delta = N(d_1).$$

Call дельта является позитивной, *put* дельта — негативной, отображая тот факт, что цена опциона *put* и цена базового актива являются противоположно зависимыми. *Put* дельта можно вычислить как *call* дельта – 1.

Дельту часто называют нормой хеджирования. Если у вас есть портфель коротких опционов, то, умножив их число на дельту, получится число необходимых для создания безрисковой позиции акций. Стоимость такого портфеля будет оставаться стабильной при незначительных колебаниях цен. В таком дельта-нейтральном портфеле рост цены акций будет компенсировать убыток, вызванный ростом стоимости проданных *call*-опционов, и наоборот.

Так как дельта меняется вместе с ценой акций и временем, оставшимся до истечения срока опциона, количество акций, необходимых для хеджированного портфеля, постоянно изменяется. Насколько быстро изменяется дельта, определяет гамма.

Гамма используется для измерения динамики изменений показателя дельта в зависимости от изменения цены базового актива, т.е. это своеобразная дельта дельты.

При хеджированном портфеле гамма должна быть как можно меньше.

Вега — показатель изменения цены опциона в зависимости от изменения волатильности. Используется для операций хеджирования.

Тэта — показатель изменения цены опциона в зависимости от срока до истечения срока опциона.

Ро — характеризует изменение цены опциона в зависимости от изменения базовой процентной ставки.

Блэк, Мертон и Шоулз еще в 1973 г. осознали возможность интерпретировать акцию как опцион на отдельно взятую фирму. По истечении срока кредита, если стоимость фирмы будет менее номинальной стоимости долга, акционеры имеют право (но не обязательство) погасить кредит. В результате появилась возможность использовать данный метод для оценки акций, что важно, если акции не торгуются. Поскольку другие пассивы фирмы также являются производными финансовыми инструментами, стоимость которых, в свою очередь, зависит от стоимости фирмы, данный метод подходит и для их оценки. Блэк, Мертон и Шоулз заложили, таким образом, основы единой теории оценки всех корпоративных пассивов.

Теория финансовых контрактов находится в стадии быстрого развития. Методология Блэка, Мертона и Шоулза внесла существенный вклад в разработку оптимальных с точки зрения законодательства о банкротстве финансовых контрактов.

В модели есть слабые места. Связано это с логнормальным распределением при определении будущей цены акции. При этом модель дисконтирует цены с низкими вероятностями. Но более низкая будущая цена в сочетании с более низкой вероятностью может оказаться

действительной будущей ценой. В этом случае модель окажется бесполезной.

Хотя трейдеры могут пользоваться одним и тем же алгоритмом, в формулу могут вводиться разные данные. Вычисление сигмы производится на основе предыдущих рыночных данных. Принято вычислять сигму на основе исторических данных за один год. Использование данных за разные промежутки времени приведет к различию в результатах.

Кроме того, использование рассматриваемой методологии имело хотя и косвенные, но негативные практические последствия. Известно, что Шоулз в 1993—1998 гг. был принципалом и партнером с ограниченной ответственностью в компании по управлению инвестициями *Long-Term Capital Management (LTCM)*. Исторически компания была основана Джоном Мэриуэзером (*John Meriwether*) — бывшим трейдером по облигациям компании *Salomon Brothers*. Мэриуэзер собрал звездную команду теоретиков и трейдеров в попытке создать хеджевый фонд, который извлекал бы выгоду из комбинации академических количественных моделей и оценок рыночной ситуации со стороны трейдеров. Институциональные инвесторы, включая множество инвестиционных банков, чуть ли не «толпой повалили», желая прибегнуть к услугам суперфонда. Первоначальные инвестиции с их стороны составили 1,3 млрд долл. Однако спустя четыре года (в сентябре 1998 г.) фонд потерял весомую часть капитала инвесторов и оказался на грани банкротства.

Вначале казалось, что *LTCM* не может не добиться успеха. Как уже говорилось, во главе фонда стоял Джон Мэриуэзер, известный трейдер по облигациям. В правление входили лауреаты Нобелевской премии Майрон Шоулз (*Myron Scholes*) и Роберт Мэртон (*Robert Merton*). Дэвид Маллинз (*David Mullins*), бывший вице-президент Правления Федерального резерва, ушел со своего поста, чтобы стать партнером нового образования. Этим авторитетным фигурам удалось убедить 80 крупных инвесторов вложить минимум по 10 млн долл.

В середине 1998 г. капитал фонда составлял 5 млрд долл., а активы под управлением — 100 млрд. Известно, что *LTCM* вел масштабные операции с ГКО-ОФЗ и форвардными контрактами «рубль — доллар», в результате чего потерял 4 млрд долл. В октябре 1998 г. *LTCM* оказался на грани краха. На тот момент у фонда были открыты позиции по всему миру на 1,25 трлн долл. Его спас лишь стабилизационный кредит в сумме 3,625 млрд долл., предоставленный консорциумом, созданным по инициативе Федеральной резервной системы США, из 14 американских банков. В декабре 1999 г. *LTCM* выплатил банкам все долги и тихо закрылся.

Позже партнеры хеджфонда *LTCM* были обвинены Налоговым управлением США в проведении сложных сделок в целях вывода из-под налогообложения прибыли на 100 млн долл. В качестве независимого эксперта на процесс приглашен нобелевский лауреат 2001 г. Джозеф Стиглиц. Суть претензии налоговиков к партнерам *LTCM* заключалась в следующем. По мнению обвинителей, налогоплательщики специально демонстрировали убытки по некоторым операциям, чтобы уменьшить прибыль компании в целом и сократить налоговое бремя.

Бывшие партнеры *LTCM*, включая Мэриуэзера, Мертона и Шоулза, оспорили иск налогового ведомства, заявив, что применявшиеся фондом схемы налоговой оптимизации были законными. В 1996—1997 гг. *LTCM* провел минимум девять сложных операций, включавших лизинг оборудования, сублизинг, обмен прав на сублизинг и т.п. Непосредственно этими операциями занимались Шоулз и налоговый директор *LTCM*. В результате судебного разбирательства было выявлено, что в этих операциях не было экономического содержания, за исключением минимизации налогов. Такое же мнение высказал в ходе процесса и Стиглиц. Партнерам было предложено заплатить налоги и штраф.

Падение *LTCM* стало результатом крайне маловероятного стечения обстоятельств, усугубленного чисто человеческими ошибками. Руководители хеджфонда не просто упустили момент для радикального пересмотра стратегии, но и проявили неспособность к такому пересмотру. Причины этой неспособности лежали не в интеллектуальной, а в психологической сфере. Блестящие интеллектуалы из *LTCM* совершили весьма распространенную среди трейдеров ошибку: они не смогли преодолеть психологическую привязанность к фондовым позициям, которые были для них глубоко личными.

Разумеется, назвать историю *LTCM* трагедией нельзя. Однако пример работы этого фонда наглядно продемонстрировал, что одним интеллектом финансовый рынок не обыграть. Нужно что-то еще. Скажем, везение.

Наряду с моделью Блэка — Шоулза для оценки стоимости опционов используются и другие. В частности, логарифмически нормальная, биноминальная, историческая модели. Модель Блэка — Шоулза при этом признана лучшей и используется наиболее широко.

2. Рынок кредитных деривативов

Кредитные деривативы — это забалансовые финансовые инструменты, позволяющие одной стороне (бенефициару) перенести кредитный риск по активу на другую сторону (гаранта), не прибегая к физиче-

ской продаже актива. Как правило, указанные активы принадлежат бенефициару на праве собственности.

Главным отличительным признаком кредитных деривативов является то, что они отделяют обладание и управление кредитным риском от других количественных и качественных аспектов владения финансовыми активами. Таким образом, они дают возможность участникам рынка торговать риском и активом отдельно.

Отделение кредитного риска от самого актива в качестве самостоятельного объекта торговли обусловило появление и последующее становление рынка кредитных деривативов, участники которого получили возможность перераспределять между собой кредитные риски, не оформляя переход права собственности на лежащие в основе контрактов активы.

В широком смысле *рынок кредитных деривативов* (РКД) — это система рыночных отношений, обеспечивающих перераспределение финансовых потоков посредством купли-продажи кредитных рисков. Именно на нем происходит согласование интересов продавцов и покупателей данных рисков.

С организационной точки зрения РКД представляет собой ведущие финансовые центры, где осуществляются операции по куплепродаже защиты от кредитного риска. Именно наличие таких центров торговли кредитными деривативами позволяет говорить о РКД как об оформившемся и самостоятельном явлении.

На практике дается более широкое толкование понятия рынка кредитных деривативов с точки зрения используемых инструментов. В таком понимании РКД включает в себя собственно кредитные деривативы и балансовые структурированные финансовые инструменты, которые деривативами не являются и предназначены для инвесторов, не имеющих возможности стать участниками рынка производных инструментов, но желающих принять участие в перераспределении кредитных рисков для повышения доходности своих операций и улучшения соотношения риска и доходности.

Кредитные деривативы в общем виде — это производный финансовый инструмент (либо учитываемая на балансе ценная бумага со встроенным производным финансовым инструментом), согласно условиям которого платежи одной стороны или обеих сторон основаны на изменении стоимости кредита, облигации или целой корзины облигаций и кредитов.

Сами по себе кредитные деривативы не являются носителями какой-то новой идеи — появление продуктов со схожими функциональными характеристиками было отмечено еще в начале XX в. Принципиально новым можно считать факт возникновения самостоятельного организованного рынка для кредитных рисков.

Кредитные деривативы являются двухфакторными производными продуктами в отличие от обычных процентных или валютных производных инструментов. На их рыночную стоимость оказывают влияние одновременно два фактора: уровень кредитного риска по активу и уровень процентных ставок.

С ростом оборота деривативов департаменты банков, непосредственно занимавшиеся торговлей деривативами, проявляли все больший интерес к методам расчета капитальных расходов по заключаемым сделкам. Именно они разработали первые кредитные деривативы (кредитные дефолтные свопы) и «встроили» их в облигации, создав связанные кредитные ноты. Задача была выполнена: покупатели таких нот, принимая риск дефолта на себя, освобождали своп-линии продавцов и позволяли банкам развивать новую сферу бизнеса.

Хотя РКД появился в конце 80-х — начале 90-х гг., потребность в страховании кредитного риска возникла намного раньше. Эту потребность участников рынка удовлетворяли хорошо известные и широко распространенные финансовые инструменты, схожие с кредитными деривативами по экономическому назначению, но ими не являющиеся. К таким инструментам мы относим аккредитивы, договоры страхования облигаций, облигации со встроенными опционами и спрэдлоки.

Аккредитив (*letter of credit, LC*) представляет собой традиционный продукт коммерческих банков, успешно применявшийся еще на рубеже XIX и XX в.

Предприятие-эмитент, желающее обеспечить высокие кредитные характеристики выпускаемых облигаций, заключает с банком соглашение об открытии резервного аккредитива (*stand-by letter of credit*). Согласно условиям этого аккредитива, в случае если эмитент окажется не способен совершать необходимые платежи по выпущенным облигациям, банк обязуется произвести данные платежи вместо него. В обмен на данное обязательство предприятие ежегодно выплачивает банку комиссионные.

Таким образом, аккредитивы используются для обеспечения поддержки финансовых инструментов с невысокими кредитными характеристиками и позволяют переложить кредитный риск с покупателя облигаций на гарантирующий банк.

Если бы данное предприятие воспользовалось иной схемой, то весьма вероятно, что оно заключило бы договор страхования облигаций (*bond insurance*) со специализированной страховой компанией (страховщиком). По условиям такого договора эмитент облигаций платит страховые взносы страховщику. Страховщик гарантирует совершение эмитентом предусмотренных платежей по облигациям. Этот

способ страхования кредитного риска получил распространение с начала 70-х гг. и до сих пор широко применяется на рынке муниципальных облигаций.

Хотя по функциональному назначению страхование облигаций и аккредитивы эквивалентны дефолтным свопам, между ними существует принципиальное различие. Аккредитив и страхование облигаций оформляются договором, заключаемым между эмитентом долговых инструментов и организацией, предоставляющей страховую защиту, и не могут торговаться отдельно от обязательства, лежащего в основе этого договора.

Некоторые инструменты рынка капиталов предоставляли возможности страхования кредитного риска. В 80-е гг. XX в. среди участников рынка особую популярность приобрели облигации с плавающей ставкой и со встроенным опционом (*callable and putable FRNs*). Это гибридные инструменты, поскольку помимо черт классических долговых инструментов им присущи некоторые черты кредитных деривативов. Они представляли собой новый шаг вперед в управлении кредитным риском, поскольку давали их держателям возможность частично компенсировать потери при объявлении дефолта или наступлении иного кредитного случая. Реализацию этой возможности инвесторам обеспечивал встроенный в облигацию опцион. Так, если в облигацию встроен опцион *call*, то эмитент облигации имеет право досрочно погасить облигацию по заранее оговоренной цене, например по номинальной стоимости. В случае с опционом *put* держатель облигации имеет право предъявить ее эмитенту для досрочного погашения. Исполнение встроенного в облигацию опциона определяется главным образом изменением ее кредитных характеристик.

Наиболее близкие к кредитным деривативам по своей структуре спрэдлоки (*spreadlocks*). Спрэдлоки сами по себе являются производными финансовыми инструментами. Они были разработаны в конце 80-х гг. и вскоре стали восприниматься участниками финансового рынка в качестве простой производной структуры наряду со свопами, кэпами, флорами и свопционами.

По структуре спрэдлок представляет собой контракт, гарантирующий участнику рынка возможность вступить в процентный своп при достижении определенного спрэда к государственным казначейским облигациям. На рынке спрэдлоки обращаются в форме опционных или форвардных контрактов.

Первым официально признанным маркет-мейкером рынка кредитных деривативов стал банк *Bankers Trust*, заключивший сделку с дефолтными свопами в 1992 г. Однако понятие рынка стало правомерным применять после того, как в 1993 г. *Bankers Trust* и *Credit Swiss*

Financial Products (CSFP) приступили в Японии к продаже нот, стоимость которых при погашении зависела от конкретных событий, связанных с возможным дефолтом. Продажа дефолтных нот была методом страхования от кредитного риска для обеих организаций. *Bankers Trust* выплачивал по выпущенным им нотам спрэд к *LIBOR* в размере 0,8—1,0%.

Потребность инвестиционных банков в управлении портфелями финансовых инструментов обусловливается их стремлением избавиться от бремени вчерашних рисков для разгрузки кредитных линий, обеспечивающих осуществление сегодняшнего бизнеса.

Кредитные деривативы имеют вполне определенные отличия от производных финансовых инструментов. Так, перенос кредитного риска по указанному в контракте активу (*reference asset*) путем осуществления платежей обусловлен наступлением определенных условий или событий, называемых кредитными случаями. К последним, как правило, относят дефолт или определенный ценовой уровень актива до, при или практически сразу после наступления дефолта. Именно обусловленность платежей отличает кредитные свопы от схожих с ними по основным характеристикам процентных свопов.

Условия сделок с кредитными деривативами предусматривают периодический обмен платежами или выплату премии в отличие от единовременных комиссионных выплат по другим внебалансовым кредитным продуктам (аккредитивы и др.).

Для данного типа сделок характерно использование двусторонних соглашений по форме, разработанной *ISDA*, и правовое оформление контрактов. В настоящее время в большинстве стран операции с кредитными деривативами надлежащим образом нормативно не регулируются, и в силу этого по-прежнему остро стоят проблемы информационной прозрачности.

Еще до того, как *ISDA* в 1997 г. представила первый выпуск стандартизированной документации по кредитным деривативам, все участники этого рынка использовали генеральное соглашение *ISDA (ISDA Master Agreement)* в качестве основы при заключении сделок. А наиболее активные участники рынка процентных свопов смогли быстро и легко приспособить уже существующие стандартные соглашения под схожие по характеристикам новые инструменты. Что касается обычного страхования, то оно, как правило, оформляется соответствующим страховым договором между страховщиком и клиентом.

Кредитные деривативы в подавляющем большинстве случаев являются расчетными инструментами. При достижении определенного уровня цены или при наступлении определенного события продавец

данного инструмента выплачивает покупателю определенную денежную сумму. То есть продавец не должен вступать в какие-либо отношения и заключать сделки со стороной, объявившей дефолт.

Кредитные деривативы в отличие от обычных схем страхования не оказывают существенное влияние на характер отношений банка с клиентурой.

Кредитные деривативы в отличие от простого страхования кредитов предлагают не прямое, а опосредованное хеджирование риска. Простое страхование кредитов требует непосредственного участия заемщика.

Кредитные деривативы по сравнению с обычным страхованием обладают преимуществом во времени. В зависимости от того, насколько структурирована вся документация, кредитные деривативы могут обеспечить коммерческому банку выплаты уже спустя неделю после приостановки платежей со стороны заемщика.

Как и все производные финансовые инструменты, кредитные деривативы обладают рядом преимуществ по сравнению с базовым активом, предоставляя участникам рынка более широкие возможности в вопросе передачи кредитного риска, нежели наличный рынок.

Возможность ухода от ограничений, связанных с условиями заимствования средств и прямой продажей кредита, а также гибкий подход к выбору срока занимаемой позиции выгодно отличают РКД от наличного кредитного рынка и позволяют его участникам проводить более эффективную политику в области управления рисками.

В отличие от некоторых других инструментов (гарантий и проч.) кредитные деривативы могут быть документально оформлены в виде рамочных соглашений (*frameworks*), таких как Генеральное соглашение *ISDA*, учитывающее отдельные соглашения по стандартизации и другие специальные договоренности между членами *ISDA*. Применение подобных соглашений ведет к снижению нормативного и операционного рисков.

Условия Генерального соглашения *ISDA* позволяют производить неттинг между рисками сторон по их позициям относительно кредитных деривативов и аналогичных по характеристикам рисков по другим производным инструментам. На практике это существенным образом снижает общую величину рисков, принимаемых на себя сторонами.

Характерной чертой развития РКД на современном этапе является его высокая концентрация вокруг ведущих мировых финансовых центров. Можно выделить два ведущих внебиржевых рынка (в Лондоне и Нью-Йорке), на которые приходится подавляющее большинство заключаемых сделок. В конце 90-х гг. операторы этих рынков контролировали 40—50% (Лондон) и 30—40% (Нью-Йорк) всех сделок с кредитными де-

ривативами. Крупнейшими игроками на обоих рынках по-прежнему являются большие инвестиционные банки — *Chase Manhattan, Deutsche Bank, J.P. Morgan, CSFP, Daiwa* и *Nomura*. Центры торговли кредитными деривативами действуют в Гонконге и Сингапуре.

Общий объем находящихся в обращении инструментов достигает примерно 1 трлн долл.

Высокие показатели развития рынка обусловлены следующими факторами:

1) быстрым превращением банков в основных конечных пользователей кредитных деривативов;

2) приходом на рынок новых участников, в числе которых — крупные страховые компании и пенсионные фонды, их активным вовлечением в процесс торговли кредитным риском;

3) наличием широких возможностей для проведения межрыночного и пространственного арбитража;

4) резким ростом числа банкротств и дефолтов в 1998—1999 гг. и соответственно растущей потребности инвесторов в защите от кредитного риска вследствие неблагоприятных последствий азиатского кризиса, включая финансовый кризис в России в августе 1998 г.

Пропорционально росту выпуска высокодоходных долговых обязательств будет расти и число дефолтов. Отсюда некий потенциал развития РКД. Другим катализатором роста данного рынка служит введение стандартизованной документации и совершенствование нормативного регулирования операций с указанными инструментами.

Вместе с тем на долю РКД приходилось чуть менее 1% общего объема операций с производными финансовыми инструментами, в то время как практически каждая вторая сделка на американском рынке деривативов заключается по процентным и валютным свопам. На долю фьючерсно-форвардного и опционного рынков приходится примерно по четверти общего объема сделок.

Наибольшей ликвидностью на текущем этапе развития РКД обладают рынки дефолтных свопов и опционов, а также рынки свопов на активы: именно с этими инструментами заключается наибольшее количество сделок. Меньшей ликвидностью отличается рынок свопов на совокупный доход: он по-прежнему привлекает преимущественно участников, стремящихся застраховать риски высокой степени индивидуализации.

Если в последние два года средняя сумма сделок оставалась невысокой и составляла примерно 10—20 млн долл., а средний срок не превосходил два года, то на текущий момент свопы со сроком пять лет уже не являются чем-то необычным, а суммы сделок неуклонно растут. Так, в конце 1999 г. банк *J.P. Morgan* и пул инвесторов заключили са-

мую крупную за всю историю рынка сделку с кредитными деривативами: условная основная сумма дефолтного свопа составила 650 млн долл., а покрываемый им риск по портфелю ценных бумаг, обеспеченных активами, эквивалентен сумме 13 млрд долл.

О качественном росте РКД говорит и другая яркая тенденция — расширение круга торгуемых инструментов.

Наибольшее количество сделок приходится на дефолтные свопы. Являясь практически первым и в то же время относительно простым по структуре инструментом РКД, дефолтные свопы занимают сейчас прочное место лидера по количеству заключаемых сделок. Подавляющее большинство участников (97%) РКД совершают операции с дефолтными свопами. Чуть меньшее внимание операторов рынка приходится на долю других инструментов рынка — свопы на активы и свопы на совокупный доход (соответственно 85 и 82%). Популярности дефолтных свопов также способствует наличие готового пакета стандартизированной документации, используемой участниками рынка при заключении сделок с данными инструментами.

Круг торгуемых инструментов в последние годы приобрел тенденцию к расширению благодаря использованию структурированных инструментов, представляющих собой комбинацию кредитных деривативов и инструментов наличного рынка.

Их появление обусловлено наличием для ряда инвесторов существенных ограничений, не позволяющих эффективно использовать возможности, предоставляемые производными финансовыми инструментами. Для таких инвесторов структурированные кредитные инструменты — единственный способ получения доступа к перераспределению кредитных рисков. Приток этих участников на рынок обеспечивает дальнейшее развитие РКД, существенно повышает его ликвидность и расширяет возможности использования основных его инструментов. На текущий момент участники рынка выработали первоначальный набор структурированных кредитных инструментов, к которым относятся, в частности, связанные кредитные ноты, «переупакованные» ноты, а также синтетические обеспеченные долговые облигации.

Страны с развивающимися рынками в числе эмитентов долговых обязательств, подлежащих страхованию с помощью кредитных деривативов, составляют большинство. Особой популярностью пользуются страны Азиатско-Тихоокеанского региона, что вполне объяснимо и закономерно: именно они в последние годы были одними из основных реципиентов иностранных инвестиций, и объем кредитных рисков по ним особенно высок (Южная Корея, Китай, Малайзия, Таиланд). Большую долю в этом сегменте рынка составляют латиноамериканские долги (Аргентина, Бразилия, Мексика), исторически играющие

немаловажную роль для американских (США, Канада) и части европейских (Испания, Португалия) инвесторов. Вместе с тем характерной чертой рынка является сравнительно невысокая популярность долговых обязательств развитых стран. Так, рынок кредитных деривативов на суверенные долги США и Канады по числу участников значительно меньше, чем на долги стран Азии и Латинской Америки. Это объясняется высокими кредитными характеристиками данных стран и соответственно крайне низким уровнем кредитного риска. Так, долгами США активно торгуют чуть более 40% всех участников рынка, а южнокорейские долги привлекают внимание 57% участников.

Существует четкое распределение страхуемых рисков по регионам и своего рода специализация отдельных регионов на конкретных видах кредитного риска при хеджировании с помощью кредитных деривативов. Так, по долгам наименее развитых стран и стран с развивающимися рынками (страны Африки, Латинской Америки, Азии, некоторые страны Восточной Европы, Россия) преобладает страхование странового риска (от 55 до 93% всего объема кредитных рисков).

По долговым обязательствам развитых стран инвесторы предпочитают страховать банковские и корпоративные риски. Это объясняется тем, что страновой риск по таким долгам либо незначителен, либо крайне низок, а вот отдельные представители корпоративного или банковского сектора могут быть носителями крайне высокого уровня кредитного риска.

Рост объемов РКД сопровождается увеличением числа его участников. Это объясняется постепенным улучшением законодательного регулирования операций с кредитными деривативами, а также многофункциональностью данных инструментов в области риск-менеджмента. Так, все бóльшую активность в перераспределении кредитных рисков посредством кредитных деривативов проявляют страховые компании (10% общего объема — в роли продавцов кредитной защиты и 5% — в роли покупателей), т.е. организации, традиционно предоставляющие защиту от кредитного риска до появления соответствующих производных инструментов.

Несомненно, расширение круга участников за счет более активного участия страховых организаций, хеджевых и пенсионных фондов способствует увеличению емкости рынка, более быстрой разработке стандартизованной документации по всем инструментам, выявлению новых возможностей использования кредитных деривативов.

Увеличение объема рынка, сопровождающееся ростом внимания к нему со стороны организаций разных сфер деятельности, свидетельствует о все большем вовлечении кредитных деривативов в процесс

управления рисками. Первоначально задуманные как средство страхования от неблагоприятного воздействия кредитного риска кредитные деривативы на современном этапе развития отличаются многофункциональностью. Сфера их применения не ограничена рамками банковской деятельности или границами одного рынка. Возможность отделения риска от порождающего его актива и последующей передачи этого риска привела к возникновению новых областей применения производных финансовых инструментов, в которых они могут выступать в качестве достойной альтернативы традиционным инструментам страхования.

Использование кредитных деривативов для построения более эффективных банковских портфелей с точки зрения конечного пользователя, в первую очередь, как и в случае с другими производными финансовыми инструментами, предполагает сокращение транзакционных издержек, а также издержек, связанных с обладанием базовым активом.

Заключение сделки с кредитными деривативами, по сути, означает занятие сторонами определенной позиции по базовому активу, поэтому использование данных инструментов открывает для портфельных менеджеров возможность осуществления непокрытых продаж кредитов или облигаций. Результат этих действий — освобождение части капитала для вложения в более доходные активы. Уникальность кредитных деривативов заключается в том, что они позволяют совершать непокрытую продажу кредитных инструментов при приемлемом уровне ликвидности и при незначительном уровне риска, а в обычных условиях это практически невозможно. У пользователя появляется возможность «перевернуть» профиль кредитного риска (получить небольшую премию в обмен на риск больших убытков) и в итоге платить небольшую премию за возможность получения большого выигрыша при возникновении проблем с кредитом. Данная технология позволяет продать не только отдельный кредит, но и целую корзину кредитов, а также получить прибыль от негативной кредитной оценки.

Кроме того, возможность непокрытых продаж дает простор для арбитражных сделок. Для глобальных кредитных рынков в настоящее время характерны существенные расхождения в оценке одного и того же кредитного риска посредством разных классов активов, сроков обращения, рейтинговых групп, временных зон, валют и т.д. Эти расхождения объясняются тем, что ранее участники, проводившие арбитраж, не имели возможности покупать дешевые облигации, занимая короткие позиции по дорогим бумагам, и тем самым получать арбитражную прибыль.

Кредитные деривативы — менее дорогостоящий способ сокращения риска по отдельным кредитам по сравнению с непосредственной продажей активов на наличном рынке, продажей долей участия или цессией. Банк, продающий кредитный риск по принадлежащим ему активам, в итоге несет меньшие административные обязанности: для продажи кредитного риска через деривативы не требуется вносить существенные изменения в кредитную документацию и получать согласие всех участников кредитного процесса на совершение сделки.

Для банков с узкоспециализированной сферой кредитования кредитные деривативы представляют собой способ снижения риска концентрации. Это достигается путем приобретения кредитной защиты от дефолта конкретного заемщика или посредством хеджирования риска ухудшения кредитных характеристик конкретного актива в дополнение к дефолту. Вместе с тем, приобретая кредитный риск с помощью деривативов, банки могут диверсифицировать собственный кредитный портфель. Кроме того, путем добавления в портфель кредитного риска, имеющего низкую корреляцию с общим портфельным риском, банки могут повысить общий уровень доходности своего портфеля. На текущий момент наибольших успехов в этой области достигли крупнейшие инвестиционные банки (*J.P. Morgan, Deutsche Bank*).

Для сравнительно небольших по размерам участников рынка синдицированных займов кредитные деривативы являются способом приобретения кредитного риска с более выгодным спрэдом, чем им это доступно на наличном рынке. Для многих участников рынка использование данных производных инструментов позволяет проводить операции с ранее недоступными классами активов, а также открывает возможности для применения финансового рычага по кредитным или облигационным позициям. Пользователь может определить для себя приемлемый уровень рычага по кредитным инвестициям. Привлекательность соотношения между рисками вне баланса и на балансе будет зависеть от самого пользователя: чем больше валюта баланса, тем более привлекателен забалансовый альтернативный вариант. Так, банковские кредиты традиционно не были привлекательным активом для хеджевых фондов и других небанковских институциональных инвесторов. Это обусловлено двумя причинами: административным бременем принятия и обслуживания данных кредитов, а также отсутствием рынка репо по данным активам. Без возможности финансовых инвестиций в банковские кредиты на обеспеченной основе через рынок репо доходность на капитал, предлагаемая банковскими кредитами, не была особо привлекательной для учреждений, не занимающихся необеспеченным финансированием. Однако принимая на себя риск по банковским кредитам посредством

свопа на совокупный доход и получая по свопу чистые поступления от кредита, хеджевый фонд может произвести финансирование позиции. Одновременно он уходит от административных издержек, связанных с прямым владением активом, который по условиям свопа находится у контрагента. Уровень финансового рычага в таком случае будет зависеть от суммы обеспечения, требуемой плательщиком совокупного дохода от фонда.

Однако наибольший интерес у портфельных менеджеров кредитные деривативы вызывают, пожалуй, в связи с возможностью построения уникальных активов, недоступных участникам рынка иным способом (например, в результате принятия или продажи кредитного риска по выбранным 10 годам из 30-летнего срока обращения конкретной облигации). При этом инвесторы избегают принимать на себя процентный риск, связанный с непосредственным владением долгами заемщика.

При проведении диверсификации своего портфеля путем продажи неблагоприятных с точки зрения банка кредитов банки нередко сталкиваются с противоречием между двумя целями: избавиться от излишнего кредитного риска, но сохранить плодотворные отношения с заемщиками. Использование кредитных деривативов призвано разрешить данную проблему.

Кредитные деривативы в состоянии обеспечить передачу кредитного риска без передачи самого актива, поэтому их применение позволит банкам достичь одновременно двух целей.

Продав кредитный риск, банки могут разгрузить свой кредитный портфель для приведения его в соответствие с внутренними нормативами и осуществления более эффективной кредитной политики. Использование кредитных деривативов позволяет банкам очистить свой баланс от неблагополучных кредитов посредством их выведения на специальные забалансовые счета. Прибегая к помощи данных инструментов, банк с точки зрения бухгалтерского учета и риск-менеджмента может считать застрахованный таким образом актив гарантированным, не информируя корпоративного клиента о списании кредита со своего баланса.

Признание актива гарантированным открывает банкам дорогу к предоставлению новых кредитов, в то же время они оставляют за собой право владения активом и могут сохранить благоприятные и плодотворные отношения с прежними клиентами-должниками. Это крайне выгодно банкам, делающим особый упор на сохранение и развитие клиентской базы и стремящимся поддерживать и расширять открытые кредитные линии. Кроме того, у банков появится возможность предложить своим клиентам новый вид услуг, обеспечив им доступ к рискам по кредитам из банковского портфеля и соответствующим уровням доходности.

Выполняя информационную функцию, кредитные деривативы дают возможность инвестору спрогнозировать будущую вероятность дефолта и на основе прогнозных данных занять соответствующую позицию. Например, инвестор может сделать ставку на то, что текущий коэффициент дефолта, полученный на базе исторических данных, будет ниже, чем вероятность дефолта, заложенная в кривой форварда на кредитный спрэд. Анализ упомянутых показателей открывает перед инвесторами возможность пространственного арбитража между разными долговыми рынками, а также возможность структурного арбитража, например между рынком облигаций и рынком синдицированных кредитов, где существуют различия в оценке вероятности дефолта.

Что касается страхования от риска банкротства основных клиентов, то этот способ применения кредитных деривативов весьма схож с политикой банков, направленной на расчистку своего баланса от излишних кредитов и снижение кредитного риска в расчете на конкретного заемщика.

Данный способ страхования — наиболее приемлемый для узкоспециализированных компаний. Есть отрасли, где компании полностью зависят от небольшого числа основных клиентов (например, компания, производящая буровые установки, у которой весь портфель заказов на ближайшие три года приходится на одного клиента). В таких отраслях производимое оборудование высокотехнологично и отличается высокой материало- и капиталоемкостью, основными же его потребителями выступают две-три фирмы, а зачастую и один-единственный промышленный гигант. В случае их банкротства компании-производители останутся с выполненными заказами, деньги за которые еще не получены. Во избежание такой ситуации компании-производители могут купить кредитный своп, где условной основной суммой будет выступать либо стоимость оборудования, либо сумма, обеспечивающая выход компании на уровень безубыточности в случае банкротства клиента или неожиданного срыва заказа.

Многие крупные инвесторы пользуются кредитными деривативами для обеспечения более эффективного проектного финансирования. Основные способы достижения этой цели — хеджирование странового риска по крупным инвестиционным проектам и обеспечение неизменности денежных потоков после объявления дефолта страной — реципиентом инвестиций.

Стратегический инвестор, финансирующий крупный проект через прямое участие в капитале, принимает на себя операционный и проектный риски. Однако в его планы вряд ли входит принятие на себя всей полноты странового риска. Стратегический инвестор может застраховать 70% данного риска посредством экспортного кредита, под-

крепленного соответствующим заключением кредитного агентства или агентства гарантирования экспортных кредитов. Оставшиеся 30% с той же долей вероятности приемлемы для инвестора, и они также должны быть захеджированы. В этом случае инвестор может вступить в дефолтный своп с общей условной суммой, эквивалентной непокрытому риску (т.е. этим 30%) и с той же датой погашения. Таким образом, если страна объявит дефолт, банк согласно условиям контракта выплатит инвестору определенную денежную сумму.

Инвестор, занятый финансированием крупных проектов, по которым потоки платежей определены заранее, в состоянии построить более сложную схему хеджирования странового риска. Кредитные свопы могут быть структурированы таким образом, что инвестор при наступлении дефолта будет получать платежи, как и до дефолта.

Кредитные деривативы могут заинтересовать сотрудников любой фирмы, ожидающих бонус за проделанную работу или иные заслуги. В частности, заплатив специализированной компании премию, составляющую несколько процентов от ожидаемого бонуса, они страхуются от банкротства работодателя. Иными словами, они заключают с третьей компанией своего рода дефолтный своп, страхуя риск неполучения причитающихся им выплат. С другой стороны, застраховавшиеся таким образом сотрудники могут сознательно вести компанию к банкротству, преследуя корыстные цели. Для них банкротство не окажется катастрофой, поскольку по условиям заключенного с третьей компанией свопа они получат причитающееся им денежное вознаграждение.

Банки, выполняющие дилерские функции, заключают сделки с кредитными деривативами, большей частью руководствуясь иными соображениями, нежели достижение эффективной структуры портфеля или повышение общего уровня доходности. Вне зависимости от собственных установок в области портфельного управления они видят источник своего дохода в самом осуществлении сделок по куплепродаже кредитных инструментов. В этом случае они выступают держателями активов, указанных в их сделках с кредитными деривативами, либо вообще не приобретают их.

Вместе с тем инвесторы при использовании кредитных деривативов сталкиваются с рядом ограничений и проблем. В Европе, например, средние по величине банки обычно уделяют больше внимания кредитованию местных проектов, нежели финансированию проектов в странах с развивающимися рынками. В силу этого в большинстве случаев качественные характеристики кредита, лежащего в основе производного инструмента, настолько высоки, что дефолтный своп либо его секьюритизированный аналог — обеспеченная кредитная облигация (*collateralized loan obligation — CLO*) — не приносят ожидаемый доход.

По-прежнему остается много недоработок в законодательном регулировании операций с кредитными деривативами и процесса управления кредитным риском. В частности, банкам очень сложно использовать кредитные деривативы для выноса части капитала, подлежащего нормативному регулированию, за баланс: нередко, даже продав кредитный риск по неблагополучным кредитам, банки не добиваются искомой цели.

На некоторых рынках до момента заключения сделки участники могут по-разному трактовать ключевые понятия. Среди европейских стран только в Германии, Франции и Великобритании законодатели создали нормативную базу для операций с кредитными деривативами.

Многие европейские банки и руководство некоторых национальных регулирующих органов с осторожностью относятся к малознакомым и низколиквидным инструментам. Поэтому почти все маркетмейкеры РКД отмечают сложность продажи данных финансовых продуктов небольшим банкам: сотрудники казначейств таких банков очень часто не имеют представления о предлагаемом инструменте.

Крупные банки в большинстве случаев тоже консервативны. Так, один из крупнейших заемщиков на еврорынке, *Bayerische Landesbank*, обладающий активами на сумму 241 млрд долл., потратил несколько месяцев на подготовку своего выхода на РКД и получение необходимого одобрения со стороны регулирующего органа. Причем банк вовсе не собирается проявлять чрезмерную активность — ответственные сотрудники определяют стратегию банка на данном рынке как «куплявладение» (*buy and hold strategy*). Менее крупный лейпцигский банк, *Landesbank Sachsen*, до сих пор не совершил ни одной сделки с кредитными деривативами, и одной из причин такого положения дел является необходимость прохождения весьма длительной процедуры утверждения, требуемой регулирующим органом.

Целесообразность прохождения такой процедуры в условиях низкой ликвидности и развития рыночной активности вокруг первоклассных долговых обязательств согласно мнению банкиров остается под сомнением. Тем более что из-за крайне низкого спроса со стороны инвесторов кредиты с другими характеристиками (например, выданные средним компаниям, не прошедшим листинг и не обладающим кредитным рейтингом, или компаниям государственного сектора) практически никогда не выступают в качестве базисного актива в кредитных деривативах. Именно такие кредиты региональные и местные банки желают в первую очередь списать со своих балансов для расчистки кредитных линий и повышения доходности.

Теоретически кредитные деривативы — идеальный инструмент для региональных банков. Их кредитный риск обычно отличается относительной однородностью и концентрацией в одном регионе, а под-

час и в отдельных отраслях. В принципе, значительно проще объединить в одну группу кредиты со схожими характеристиками и примерно одинаковым уровнем риска.

Вместе с тем региональные и местные банки, стараясь обойти сложности и ограничения, связанные с размером банковского капитала, прибегают к делению кредитных соглашений на небольшие по суммам договоры, что существенно затрудняет использование производных инструментов. Как показывает практика, для того чтобы был смысл прибегать к помощи кредитных деривативов, объем сделки должен быть не меньше 10 млн долл.

Многие средние банки не перестают сталкиваться с большими трудностями при продаже своих рисков в виде дефолтных свопов, обеспеченных кредитных облигаций и других кредитных инструментов. Главная причина возникновения данных трудностей — не размер капитала банков и не меньшая известность по сравнению с более крупными банками, а параметры взятого ими на себя риска. Этот риск должен привлечь соответствующую группу инвесторов, желающих принять его на себя и способных дать ему адекватную оценку. Однако практически все средние европейские банки содержат на своем балансе мало ликвидные и малоизвестные долговые обязательства, неспособные привлечь широкий круг инвесторов. Спросом пользуются лишь активы, получившие кредитный рейтинг какого-нибудь специализированного агентства.

Одной из самых больших проблем для всех участников рынка без исключения является отсутствие серьезных исследований кредитоспособности местных заемщиков.

Один из способов решения этой проблемы — поиск новых возможностей присвоения кредитных рейтингов. Так, агентство *Standard & Poor* в 1999 г. создало специальную группу, которая должна проводить рейтинговый анализ деривативов и новых видов секьюритизированных активов (табл. 9.2).

Таблица 9.2

Преимущества и недостатки кредитных деривативов

Преимущества перед другими методами	Недостатки
Освобождение существующих кредитных линий путем продажи кредитного риска	Относительная неликвидность РКД по сравнению с рынком процентных инструментов
Способ расширения программ кредитования при соблюдении установленных нормативов банковской деятельности	Относительная неликвидность остальных кредитных деривативов по сравнению с дефолтными свопами

Продолжение табл. 9.2

Преимущества перед другими методами	Недостатки
Снижение концентрации кредитного риска по географическому и отраслевому признаку	Недостаточная четкость имеющейся документации, а также ее двусмысленность
Возможность менее дорогостоящей диверсификации кредитного портфеля	Слабое законодательное регулирование операций с кредитными деривативами
Эффективное управление кредитным риском без необходимости продаж кредитов	Инертность рейтинговых агентств при оценке уровня кредитного риска по конкретным заемщикам
Повышение общей доходности портфеля путем диверсификации кредитного риска	Отсутствие полноценных исторических данных о дефолтах, необходимых для надлежащей оценки текущего уровня кредитного риска
Обеспечение фондирования позиций по более выгодным ставкам	Отсутствие необходимых данных о кредитоспособности менее известных заемщиков
Экономия на затратах за счет снижения административных издержек и отсутствие расходов, связанных с занятием позиций на наличном рынке	Отсутствие единого подхода участников рынка к вопросам ценообразования и использование разных ценовых моделей
Возможность применения финансового рычага по желаемым позициям	Сложность со своевременным и надлежащим хеджированием открываемых позиций
Возможность занятия любых желаемых позиций (включая непокрытые короткие) по кредитам, облигациям и другим базовым активам	Возникновение рисков иного характера и практическая сложность их хеджирования
Обеспечение доступа к ранее не доступным активам	Часто несовпадение интересов покупателей и продавцов защиты от кредитного риска
Возможность проведения эффективных арбитражных операций между различными инвесторами и рынками, основанных на различиях в рыночной оценке риска и дохода по разным кредитам	Возможность эффективного страхования кредитного риска лишь по крупным сделкам (на сумму от 10 млн долл.)
Широкая гамма активов, используемых в качестве базовых (облигации, кредиты, корзины кредитов)	Продолжающаяся практика документарного арбитража

Окончание табл. 9.2

Преимущества перед другими методами	Недостатки
Гибкость структуры и возможность построения высокоиндивидуализированного продукта в зависимости от конкретных потребностей инвестора Хеджирование рисков по бумагам, продажа которых крайне нежелательна по причинам, связанным с налогообложением или нормативным регулированием Страхование риска дефолта конкретных заемщиков без ущерба для клиентской политики банка	

Кредитные деривативы, предоставляя защиту от кредитного риска, сами порождают различного рода риски. Идеальной стратегией хеджирования для дилеров в данном случае является взаимный зачет рисков по занимаемым позициям (*matching*) или ведение компенсационной торговли (*back-to-back trading*). Бо́льшая часть сделок закрывается соответствующими офсетными трансакциями. Банки-дилеры не заключат сделку по кредитным деривативам, пока не узнают наименование стороны по оффсетной сделке, поскольку иначе это может привести к вовлечению собственного портфеля банка в процесс страхования рисков.

Другой распространенной стратегией хеджирования является обладание базовым и (или) указанным активом. Следуя ей, банк, продающий кредитный риск через кредитные деривативы, занимает длинную позицию по указанному активу и короткую позицию по дефолтному свопу или свопу на совокупный доход. Факт наличия или отсутствия у банка длинной позиции по указанному активу перед его вступлением в своповую сделку свидетельствует о цели заключения свопа. Так, если банк обладает активом перед заключением контракта, его интерес преимущественно лежит в области риск-менеджмента. В случае если банк приобретает актив для исполнения свопа, то его интерес к свопу обусловлен желанием удовлетворить потребности своих клиентов.

На практике применяется также способ страхования рисков по кредитным деривативам, правда, не так широко распространенный, как первые два. Речь идет о добавлении (вычитании) основной условной суммы длинных или коротких позиций к действующим кредитным линиям указанных должников (из действующих кредитных ли-

ний). Это наименее сложный подход к риск-менеджменту в кредитной области, он явно не устраивает в первую очередь торгующие организации в силу того, что не принимается в расчет риск контрагента. Этот метод может эффективно применяться лишь в сочетании с другими методами; он весьма полезен при определении общей величины кредитного риска в расчете на одного заемщика.

Процесс ценообразования по кредитным деривативам следует напрямую увязывать с оценкой кредитного риска, лежащего в основе контракта, и вероятности наступления кредитного случая.

Инструменты РКД можно сгруппировать в основном по двум признакам: по активу, лежащему в основе контракта, и по типу используемого инструмента.

В зависимости от *лежащего в основе контракта актива* можно выделить следующие группы кредитных деривативов (табл. 9.3):

1) деривативы, выписанные на суверенные долги (*derivatives based on sovereign credits*) (например, деривативы на облигации «брэйди» позволяют инвесторам ставить на сужение спрэдов по суверенным долгам или разницу между двумя оценками кредитного риска одного и того же заемщика);

2) деривативы, выписанные на корпоративные кредиты (*derivatives based on corporate credits*), часто используются для управления пассивами, принятия специфических инвестиционных решений или проведения структурного арбитража (*capital structure arbitrage*);

3) деривативы, выписанные на банковские долги (*derivatives based on bank loans*) (например, деривативы на один или несколько кредитов банки используют для диверсификации или нейтрализации концентрации риска по одному конкретному заемщику, а также для выработки благоприятного профиля риска с точки зрения соотношения риск — отдача).

В зависимости от *типа инструмента* кредитные деривативы можно разделить на две большие группы:

1) забалансовые инструменты, или собственно кредитные деривативы;

2) инструменты, учитываемые на балансе и являющиеся балансовыми аналогами и заменителями кредитных деривативов.

Обе группы можно подразделить на подгруппы.

К собственно кредитным деривативам следует отнести:

- форварды;
- свопы;
- опционы;
- индексные инструменты.

Таблица 9.3

Классификация кредитных деривативов в зависимости от базового актива и основных параметров контракта

Базовый актив	Наличие и характер триггера[1] и (или) выплат		
	цена/доходность	кредитный рейтинг	дефолт-статус
Суверенный долг	Своп на сужение между аргентинскими облигациями с разными параметрами выпуска	Расчетный опцион, выплаты по которому наступают при понижении (повышении) кредитного рейтинга страны-заемщика до инвестиционного	Нота, проценты по которой выплачиваются только в случае, если страна не произведет дефолт по своим облигациям
Долги отдельной корпорации	Опцион на соотношение между корпоративными и казначейскими облигациями	Своп, вступающий в силу при изменении рейтинга корпоративного заемщика до инвестиционного	Своп, по которому выплачивается дополнительный спрэд в случае дефолта по корпоративным долгам
Корзина корпоративных долгов	Нота на соотношение индекса облигаций «брэйди» и доходности по казначейским облигациям	Своп на несколько облигационных выпусков, обеспечивающий платежи в случае понижения рейтинга одной из входящих в корзину облигаций	Нота с погашением основной суммы и процентов, выписанная на банковский кредитный портфель, по которому не был объявлен дефолт
Муниципальный долг	Своп на совокупный доход между долгами муниципальных властей и индексом первоклассных муниципальных облигаций	Своп, теряющий свою силу в случае понижения кредитного рейтинга муниципальных властей	Нота, по которой основная сумма не платится до тех пор, пока муниципальные власти не объявят дефолт по своим облигациям

[1] Обычно под триггером понимается такой ценовой уровень, при достижении которого рыночной ценой все права, вытекающие из условий опционного контракта, возникают или прекращаются в полном объеме.

Форвардные соглашения (*forwards*) представляют собой самую простую разновидность кредитных деривативов и оформляются в виде форвардов на облигации (расчетных либо с физической поставкой). В них оговаривается цена приобретения облигации покупателем либо определенный размер спрэда данной бумаги к казначейским облигациям. В форвардных контрактах риск дефолта обычно лежит на покупателе: в случае наступления кредитного события происходит рыночная переоценка, и сделка исполняется.

К кредитным форвардным соглашениям относятся:

- кредитные форварды (*credit forwards*);
- форварды на кредитный спрэд (*credit spread forwards*).

Свопы (*swaps*) — наиболее популярный инструмент на РКД. Как и форвардные соглашения, они могут иметь в своей основе и конкретный актив, и спрэд. По структуре они близки к процентным свопам, некоторые вариации могут включать валютную составляющую.

Свопы, используемые на РКД, могут быть представлены следующими инструментами:

- свопы на активы (*asset swaps*);
- дефолтные (кредитные дефолтные) свопы (*credit default swaps, CDS*);
- свопы на совокупный доход (*total (rate of) return swaps, TRS, or TRORS*);
- переупакованные свопы на активы (*repackaged asset swaps*);
- динамические кредитные свопы (*dynamic credit swaps*);
- дефолтные свопы со встроенным опционом *call* (*callable default swaps*);
- корзинные дефолтные свопы, или свопы типа «первый к дефолту» (*basket default swaps, or «first to default» swaps*);
- свопы на банкротство (*bankruptcy swaps*);
- свопы на кредитный спрэд (*credit spread swaps*);
- свопы на конвертируемость валюты (*currency convertibility swaps*).

Опционы (*options*), используемые на РКД, как правило, являются своеобразными аналогами своп-контрактов и отличаются наличием вероятностных характеристик в условиях осуществления платежей.

Среди опционных инструментов рынка следует выделить:

- дефолтные (кредитные дефолтные) опционы (*credit default option*);
- опционы на кредитный спрэд (*credit spread option*);
- рейтинговые опционы, или опционы на кредитный рейтинг (*downgrade options*);
- кредитные свопционы на активы (*asset swap credit options*).

Индексные инструменты (*index derivatives*) в большинстве своем — продукт биржевого рынка, вследствие чего отличаются высоким уровнем ликвидности и более совершенной системой расчетов. Индексные кредитные деривативы представлены:

а) фьючерсами и опционами на спрэд между казначейскими векселями Правительства США и евродолларом на Чикагской товарной бирже (*Treasury bill — Eurodollar spread, TED spread*);

б) деривативами на ежеквартальный индекс банкротства Чикагской товарной биржи (*CME Quarterly bankruptcy index, CME QBI*);

в) деривативами на индексы агентства *Standard & Poor's* (*S&P's credit indexes-based derivatives*):

• на индекс 99 американских промышленных компаний с инвестиционным кредитным рейтингом (*US industrial investment-grade credit index*);

• на индекс 99 американских компаний со спекулятивным кредитным рейтингом (*US speculative-grade credit index*).

Большая группа инструментов РКД формируется за счет ценных бумаг, учитываемых на балансе банка или предприятия, представляющих собой балансовые аналоги кредитных деривативов. Они не являются производными инструментами, однако выполняемые ими функции, а также применение кредитных деривативов при формировании их структуры позволяет включить их в круг инструментов исследуемого рынка.

Можно выделить две основные подгруппы балансовых инструментов, страхующих кредитный риск:

1) ноты;

2) секьюритизированные активы.

Ноты (*notes*) представляют собой краткосрочные и среднесрочные долговые обязательства, эмитентом которых могут выступать как банки, так и корпоративные участники рынка. Ноты, обращающиеся на РКД, отличаются привязкой к кредитным характеристикам базового актива. Существуют следующие виды кредитных нот:

• простые связанные кредитные ноты (*credit-linked notes, CLNs*);

• переупакованные ноты (*repackaged notes*);

• ноты типа «ноль-один» (*zero-one structures*).

Секьюритизированные активы — это практическое отражение тенденции к секьюритизации, заключающейся в более активном использовании в качестве инструмента получения заемных средств ценных бумаг (в том числе эмитируемых фирмами) по сравнению с практикой прямого заимствования у банков.

На РКД представлены следующие секьюритизированные активы:

• обеспеченные облигационные обязательства (*collateralized bond obligations, CBOs*);

• обеспеченные кредитные облигации (*collateralized loan obligations, CLOs*).

Структура свопа на активы очень проста и позволяет инвестору заработать на кредитном спрэде по ценной бумаге с фиксированной процентной ставкой, минимизируя процентный и рыночный риски. С точки зрения построения он представляет собой широко распространенный способ переупаковки процентных ценных бумаг посредством использования одного или нескольких процентных свопов.

Структура свопа на активы предполагает заключение двух разных сделок: приобретение инвестором облигации (за свой счет); вступление инвестора в процентный своп с банком, продавшим ему облигацию.

Документально сделка по продаже свопа на активы представляет собой одновременную продажу инвестору базового актива и процентного свопа.

Свопы данного типа структурированы так, что по условиям сделки инвестор приобретает базовый актив по номинальной стоимости, хотя рыночная цена облигации может существенно отличаться от номинала. В большинстве случаев фиксированный купонный платеж по процентному свопу эквивалентен по размеру, датам платежей и сроку купонному платежу по облигации, лежащей в основе контракта.

На текущий момент рынок свопов на активы отличается относительной зрелостью и сравнительно высоким уровнем ликвидности по сравнению с рынками других кредитных инструментов. Примерно 60—70% всех сделок приходится на простые свопы на активы (*plain vanilla asset swaps*). Оставшиеся 30—40% — свопы с более сложной структурой, используемые как для повышения общего уровня доходности, так и для устранения нежелательных характеристик базовой облигации.

Свопы на активы позволяют переупаковывать облигации, выпущенные при других рыночных условиях, модифицируя их в облигации с плавающим купоном, близким по своему размеру к рыночным ставкам. Переупакованные облигации учитываются по номинальной стоимости. Таким образом, размер спрэда по платежам, выплачиваемым банком инвестору, будет определять кредитный спрэд между базовой облигацией и межбанковским курсом «своп» (под последним понимается премия или скидка с курса «спот» в срочных сделках).

Купоны, выплачиваемые по премиальным облигациям, по уровню превосходят текущие рыночные ставки, поэтому премиальные облигации ведут себя таким образом, как если бы они обладали более близкой датой погашения.

Кредитный дефолтный своп (кредитный своп, дефолтный своп) представляет собой двусторонний финансовый контракт, по которому одна сторона (покупатель кредитной защиты) производит периодические выплаты другой стороне (продавцу кредитной защиты), выражающиеся обычно в базисных пунктах от номинальной стоимости, в обмен на платеж, обусловленный наступлением кредитного случая по указанному активу (*reference asset*) указанного предприятия (*reference entity*). Периодичность платежей определяется соглашением сторон, но обычно они совершаются на ежеквартальной или ежегодной основе и играют роль премии за принимаемый продавцом защиты кредитный риск. В соответствии с краткосрочными контрактами эта премия может уплачиваться единовременно.

Обязательному уточнению сторонами в контрактах подлежит понятие *кредитного случая*. Чаще всего это банкротство (*bankruptcy*); неплатежеспособность (*insolvency*); роспуск компании либо иное юридическое прекращение ее деятельности (*dissolution*); введение управления имуществом должника (*receivership*); существенные изменения параметров долга в рамках его реструктуризации (*material adverse restructuring of debt*); неспособность осуществления платежей в установленный срок (*delinquency*). Как правило, все они сопровождаются значительным обесценением актива (сальдо изменений с учетом движений процентных ставок).

Уточняется также понятие «материальная оговорка» (*materiality clause*), необходимое, для того чтобы исполнение контракта не было следствием технического дефолта (т.е. события, не связанного с кредитной стороной вопроса). К последнему можно отнести оспариваемые или произведенные позже платежи (*disputed or late payments*), которые скорее всего не будут сопровождаться значительным падением цен на облигации указанной фирмы, а также умышленную задержку платежей, не связанную с ее кредитоспособностью.

На практике нередки ситуации, когда банкротство указанного предприятия фигурирует в условиях контракта в качестве единственного кредитного случая. Свопы, заключенные на данных условиях, обычно называют свопами на банкротство (*bankruptcy swap*). Они ничем не отличаются от обычных дефолтных свопов, являясь их разновидностью. Вместе с тем это дефолтные свопы, страхующие лишь риск банкротства, а не риск наступления одного из вышеуказанных кредитных случаев.

Механизм расчетов при наступлении кредитного случая и метод оценки условного платежа определяются соглашением сторон.

Условный платеж обычно производится расчетным способом. Размер платежа определяется как величина падения цены облигации от

номинальной стоимости или другой зафиксированной в контракте цены (страйка) на заранее определенную дату после кредитного случая. Часто размер платежа устанавливается в виде определенного процента от номинальной стоимости облигации (например, 25, 50 или 100%). Дефолтные свопы с таким способом расчетов обычно применяются в случаях, когда указанный актив неликвиден и убытки по нему при дефолте подлежат обязательной оценке.

В качестве альтернативного варианта возможно проведение расчетов с физической поставкой. В этом случае покупатель кредитной защиты поставляет специально указанную облигацию, а продавец выплачивает ее номинальную стоимость. В роли облигации к поставке может выступать указанная облигация либо иная облигация, удовлетворяющая определенным критериям (например, любое более раннее необеспеченное требование к указанному предприятию). Ключевым отличием от денежного способа расчетов является то, что, следуя процедуре расчетов с физической поставкой, продавец кредитной защиты вступает в имущественные отношения с предприятием, имея тем самым возможность участвовать в урегулировании долговой проблемы на правах владельца облигации, по которой был объявлен дефолт.

Дефолтные свопы могут иметь в своей основе не отдельно взятую облигацию или кредит, а целую корзину облигаций или кредитов. В этом случае речь идет о корзинных дефолтных свопах (*basket default swaps*, или *basket trade structures*), известных также как свопы типа «первый к дефолту» (*first-to-default swaps*). Объем одной сделки по таким инструментам обычно превышает 1 млрд долл., и в ее основе, как правило, лежит корзина, включающая от 30 до 50 кредитов.

Дефолтные свопы — внебиржевые продукты, поэтому представляют собой менее стандартизованные продукты, чем инструменты наличного рынка. Сделки по дефолтным свопам заключаются между хорошо известными друг другу сторонами. Это отличает их от биржевых обезличенных сделок. В связи с этим рынок дефолтных свопов зачастую характеризуется меньшей ликвидностью, чем рынок указанного в контракте актива, что приводит к завышению премий по свопам. Это наблюдается и в условиях так называемого одностороннего рынка, когда в течение определенного промежутка времени практически все участники занимают одну сторону, имеют одинаковое представление о ходе ближайшего развития рынка. В такой ситуации маркет-мейкеры испытывают большие трудности с закрытием или хеджированием своих позиций.

Своп на совокупный доход (*total rate-of-return swap, total return swap, TROR or TR swap*) так же как дефолтный своп — двусторонний

контракт, заключаемый в целях передачи кредитного риска от одной стороны другой. Важным и принципиальным отличием свопа на совокупный доход от других инструментов РКД является то, что посредством него поток, характеризующий экономические результаты по указанному в контракте активу, обменивается на другой денежный поток.

Платежи по свопу на совокупный доход (далее — СД) рассчитывают исходя из изменений рыночной стоимости определенного кредитного инструмента и проводят вне зависимости от того, имел место кредитный случай или нет. Это обстоятельство коренным образом отличает своп на СД от дефолтного свопа, по условиям которого условный платеж производится только при наступлении кредитного случая.

По условиям свопа на СД одна сторона — плательщик СД (*TR payer*) выплачивает другой стороне — получателю СД (*TR receiver*) полную сумму доходов (совокупный доход) по оговоренному базовому активу (как правило, по облигации). В свою очередь, получатель СД осуществляет регулярные платежи по плавающей ставке *LIBOR* плюс спрэд оговоренного размера (в годовом исчислении).

Полная сумма доходов включает в себя сумму процентов, иные процентные платежи по облигации и любые другие выплаты, связанные с изменением ее стоимости (*change-in-value payments*). Платежи, обусловленные изменениями в стоимости облигации, — любая положительная (*appreciation*) или отрицательная (*depreciation*) переоценка рыночной стоимости указанной облигации. Обычно данная переоценка проводится на основе ценовых данных, предоставленных ведущими операторами рынка. Упомянутые платежи могут производиться по истечении срока обращения или на периодической основе в течение срока обращения. Отрицательное сальдо изменений стоимости (отрицательное сальдо совокупного дохода) оформляется в виде платежа получателя плательщику СД.

Срок действия свопа необязательно должен совпадать с датой погашения по указанной облигации. В этом случае после наступления кредитного случая плательщик СД продолжает осуществлять периодические платежи исходя из изменений последефолтной цены указанного актива.

На практике применяют два варианта расчетов: собственно денежные расчеты и вариант с физической поставкой актива. При денежных расчетах стороны осуществляют все платежи. В случае физической поставки актива плательщик СД производит поставку указанной в контракте облигации в обмен на выплату получателем СД ее изначальной стоимости. Данный механизм применяется в случае возникновения сложностей с адекватной оценкой актива при денежных расчетах. Все

платежи по свопу меняются пропорционально движению процентных ставок, поскольку в основе большей части коммерческих кредитов лежит базовая ставка (*prime rate*). Таким образом, кредитный риск полностью отделен от процентного, а последний присутствует лишь в форме базового риска (например, как соотношение базовой ставки и ставки *LIBOR*).

Связанная кредитная нота (СКН) представляет собой структурированную ноту или среднесрочную ноту со встроенным свопом. Все СКН являются инструментом, учитываемым на балансе предприятия-покупателя. Наиболее широкое распространение на рынке получили кредитные ноты со встроенными дефолтными свопами, известные также как дефолтные ноты. Особенную популярность они завоевали в Европе и Азии, где участники рынка стремились совместить надежность первоклассных заемщиков со специфическими чертами, позволяющими увеличить общий уровень доходности или удовлетворить индивидуальные потребности инвестора.

Согласно условиям контракта инвестор приобретает ноту у эмиссионной организации (*issuing vehicle*), в роли которой обычно выступают либо сами корпоративные заемщики, либо специально привлеченные трастовые фонды.

Нота структурирована таким образом, что при наступлении дефолта по указанному активу основная сумма, подлежащая по окончании срока погашению инвестору, сокращается на определенную величину.

Важную роль в данной схеме играет организующий банк. Он выплачивает эмитенту нот (а тот в свою очередь — инвестору) спрэд оговоренного размера в обмен на платежи, обусловленные дефолтом. Инвестор же за принятие на себя риска дефолта по указанному активу получает премию в размере ставки *LIBOR* плюс заранее определенное количество базисных пунктов.

Инвестор выступает в качестве продавца кредитной защиты по долгам предприятия, получая взамен премию в виде привлекательного спрэда к доходности, а эмитент ноты страхует риск дефолта предприятия.

Переупакованные ноты представляют собой логическое расширение рынка СКН, являясь, по сути, их разновидностью. Появление данных инструментов следует отнести к более поздним этапам развития РКД.

Под процессом *переупаковки* (*repackaging*) подразумевается разделение ценных бумаг на элементы для последующей продажи этих элементов в качестве самостоятельных финансовых инструментов.

Лежащие в основе контракта ценные бумаги и производные финансовые инструменты помещаются в организацию специального на-

значения (ОСН) (*special-purpose vehicle, SPV*), а она, приняв эти активы в качестве обеспечения, эмитирует ноты с необходимыми, искомыми характеристиками.

Цель переупаковки — придание существующим на рынке активам более привлекательных параметров. Речь идет о ценных бумагах, обладающих набором привлекательных инвестиционных черт (высокий уровень доходности, хорошие кредитные характеристики и т.д.), но в силу некоторых причин не доступных для многих инвесторов.

В зависимости от размера и срока контракта доходность по переупакованным инструментам может оказаться на 10—20 базисных пунктов ниже доходности по аналогичным, но не прошедшим переупаковку инструментам. Сделки по налоговому арбитражу или переупаковка купонных платежей влекут за собой еще более значительные издержки. Однако в конечном итоге инвестор получит бумагу с набором характеристик, иным образом не доступных.

Практически любая разновидность простого или структурированного свопа на активы может быть подвергнута переупаковке. Структура переупакованного свопа на активы может включать ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, и валютный своп. Еще одним вариантом построения переупакованного свопа на активы является реструктуризация купонных платежей в зависимости от индивидуальных потребностей инвестора. Так, сначала по нотам может выплачиваться плавающий купон, затем с определенного момента размер купона станет фиксированным. Либо в начале срока купонная ставка может быть ниже рыночной, а в конце — наоборот, превосходить ее. Создание инструментов такого рода предполагает комбинирование характеристик активов в обеспечении и соответствующих процентных деривативов.

Еще один вариант использования возможностей процесса переупаковки — создание разделенных конвертируемых ценных бумаг.

По условиям таких сделок ОСН выпускает облигации, обеспеченные конвертируемыми бумагами. Право их обмена на акции выделяется из структуры инструмента и обращается в денежную форму посредством использования соответствующих производных инструментов (обычно опционов на акции). Если данные опционы предъявляются к исполнению, то облигации досрочно погашаются, т.е. в данной ситуации обмениваются на акции.

Переупаковка позволяет участникам рынка проводить инвестиции в ценные бумаги, в ином случае нецелесообразные из-за неблагоприятного налогового режима. Например, согласно законодательству некоторых стран налогообложению подлежат проценты, выплачиваемые иностранному инвестору, в случае если это не предусмотрено законо-

дательством страны инвестора. Программа переупаковки дает возможность выбрать наиболее благоприятный налоговый режим.

Для осуществления налогового арбитража (*tax arbitrage*) в одной из двух стран учреждается ОСН, впоследствии приобретаются ценные бумаги, подлежащие налогообложению в третьей стране, и для инвесторов этой страны выпускаются ноты, которые согласно ее законодательству уже не подлежат налогообложению.

Опцион на кредитный спрэд дает держателю право (но не наделяет его обязанностью) купить или продать определенный актив с заранее установленным сторонами кредитным спрэдом. Если в обычном опционе (*call* или *put*) на облигацию страйком и (или) триггером является цена базового актива, в опционе на кредитный спрэд страйком и (или) триггером является доходность базового актива, сравниваемая с доходностью эталона.

Опционы на кредитный спрэд позволяют покупать и продавать базовый актив по заранее установленной цене в течение заранее определенного периода времени (американский опцион) или на определенную дату в будущем (европейский опцион).

Цена исполнения (страйк) обычно устанавливается в форме спрэда к ставке *LIBOR* или другой ставке-эталону, и вероятность выплат по опциону зависит от того, насколько текущий рыночный спрэд будет выше или ниже страйкового спрэда по указанному активу. Например, если спрэд, по которому торгуется базовая облигация, на дату исполнения опциона будет ниже страйка, то опцион истечет неисполненным и инвестор ничего не платит. В противном случае банк поставляет облигацию, а инвестор производит платеж по цене, исходя из которой спрэд доходности к выбранному эталону равен страйковому значению.

Сделка может быть основана не только на изменениях кредитного спрэда по отношению к безрисковой эталонной ставке (абсолютный кредитный спрэд), но и на изменениях спрэда между двумя кредитными инструментами.

Опционы на кредитный спрэд чаще находят нетрадиционное применение в различных финансовых схемах. Так, все более широкое распространение получает практика синтетического кредитования (*synthetic loan facility*), в частности схема, известная как синтетический револьверный кредит (*synthetic revolver*).

Являясь изначально чисто банковским продуктом, синтетический револьверный кредит представляет собой свопцион на активы; по его условиям банк получает комиссионное вознаграждение в обмен на форвардное обязательство купить базовый актив с заранее определенным уровнем спрэда. Синтетическое кредитование имеет много схо-

жих черт с непокрытым револьверным кредитованием (*unfunded revolving loan*), по условиям которого банк получает комиссионное вознаграждение в обмен на согласие предоставить средства по заранее определенной ставке по первому запросу заемщика. В обоих случаях банк берет на себя обязательство предоставить средства.

Схемы синтетического кредитования весьма привлекательны для банков, часто предпочитающих платить высокие ставки вместо того, чтобы возобновлять кредитные соглашения. Во многих странах данные схемы открывают широкие возможности для проведения арбитража, поскольку соглашения о непокрытом кредитовании (как для традиционных револьверных кредитов, так и для их синтетических аналогов) относятся к льготной с точки зрения регулирования категории средств.

Кредитные дефолтные опционы представляют собой опционы-*put* или опционы-*call* на цену:

1) кредита, облигации или ноты с плавающей ставкой — в таком случае речь идет о простом кредитном опционе (*plain vanilla credit option*);

2) сложно структурированного (упакованного) свопа на активы, состоящего из инструмента — носителя высокого кредитного риска с любым характером платежей по нему и соответствующего производного финансового контракта, посредством которого денежные потоки по такому инструменту обмениваются на платежи по плавающей ставке — в этой ситуации говорят о кредитном свопционе на активы (*asset swap credit option*).

В первом случае кредитный опцион-*put* (или опцион-*call*) предоставляет покупателю право продать продавцу опциона (или купить у него) заранее оговоренный указанный актив с плавающей ставкой по заведомо определенной цене, называемой ценой исполнения, или страйком. При исполнении контракта стороны по обоюдной договоренности могут прибегать как к варианту с физической поставкой, так и к чисто денежному варианту проведения расчетов. Главным отличием кредитных дефолтных опционов от аналогичных инструментов финансового рынка является увязка механизма осуществления выплат или иных условий контракта с наступлением заранее оговоренного кредитного случая.

Во втором случае покупатель опциона-*put* уплачивает премию за право продать другой стороне по контракту заранее оговоренный указанный актив и одновременно вступить с ней в своп. По условиям данного свопа продавец опциона передает купонные платежи по указанному активу, получая взамен обычно трех- или шестимесячную ставку *LIBOR* плюс заранее определенный спрэд, называемый также страйк-

спрэдом (*strike spread*). При исполнении опциона продавец пута перед осуществлением упомянутых платежей уплачивает покупателю номинальную стоимость указанного актива.

В зависимости от способа исполнения кредитные опционы могут быть американскими, европейскими или мультиевропейскими. Что касается сроков обращения, то они могут быть структурированы следующим образом:

1) опционы могут обращаться и после наступления кредитного случая у эмитента указанного актива или его гаранта; в этой ситуации риск дефолта и риск неблагоприятного изменения кредитного спрэда распределяются между сторонами;

2) в условиях опциона может предусматриваться положение о прекращении действия опциона при наступлении кредитного случая — в данном случае речь идет о кредитном опционе «нок-аут» (*knock-out credit option*), и тогда передается лишь риск неблагоприятного изменения кредитного спрэда.

Своп на конвертируемость валюты предоставляет инвесторам защиту от наступления кредитного случая вследствие реализации валютного риска, т.е. они позволяют захеджироваться от риска неплатежа из-за потери валютой конвертируемости. Согласно условиям свопа на конвертируемость валюты покупатель защиты производит другой стороне (продавцу защиты) периодические платежи, выражаемые обычно в базисных пунктах, в обмен на платеж, обусловленный наступлением валютного случая (*currency event*).

Термин «валютный случай» может означать начало военных действий, конфискацию зарубежных банковских активов и многое другое.

Инструменты типа «первый к дефолту» (*first-to-default structures*), или корзинные инструменты (*basket trades*) используются в случае, если инвестор, выступавший в качестве продавца кредитной защиты, имеет намерение стать владельцем ценных бумаг неплатежеспособного предприятия или страны. Максимальный размер убытков является постоянной величиной и ограничен суммой контракта. Если за срок действия контракта кредитный случай не реализуется, инвестор в итоге получит значительно бóльшую доходность, чем по каждой из указанных в корзине облигаций в отдельности. Это вполне обоснованно, поскольку инвестор, вступая в своп, принимает на себя дополнительные риски по сравнению с простым владением одним из указанных активов.

Если на корзину долговых обязательств выписываются не свопы, а ноты, ситуация изменяется. Связанные кредитные ноты типа «первый к дефолту», эмитированные ОСН, прекращают свое обращение после наступления кредитного случая. Переупакованные ноты и ноты друго-

го типа, эмитированные непосредственно предприятиями-заемщиками, не прекращают хождение, а в конце срока по ним производятся расчеты, где и учитываются убытки, понесенные при дефолте.

Индексные кредитные деривативы являются первыми биржевыми инструментами, позволяющими страховать кредитные риски. Они включают фьючерсы и опционы на спрэд между казначейскими векселями США и евродолларовым контрактом (*futures and options on the Treasury bill — Eurodollar spread, TED spread*), фьючерсы и опционы на ежеквартальный индекс банкротства Чикагской товарной биржи (*futures and options on the CME QBI*), фьючерсы и опционы на индексы агентства *Standard & Poor's (S&P's credit indexes-based derivatives*).

В сентябре 1998 г. рейтинговое агентство *Standard & Poor's* объявило о начале расчета двух новых кредитных индексов:

1) индекса, включающего 99 американских промышленных компаний с инвестиционным кредитным рейтингом (*US industrial investment-grade credit index*);

2) индекса, включающего 99 американских компаний со спекулятивным кредитным рейтингом (*US speculative-grade credit index*).

Данные индексы отражают спрэд между корзиной соответствующих облигаций и казначейскими облигациями Правительства США.

Указанные инструменты отнести к кредитным деривативам можно лишь с определенной долей условности.

Глава 10

ХЕДЖ-ФОНДЫ И ФИНАНСОВЫЕ ЦЕНТРЫ

Попробуйте найти столик в «Нобу» в пятницу вечером, если, конечно, сможете. Кстати, «Нобу» — ресторан японской кухни и одновременно его шеф. Был открыт в 1994 г. В партнерах у Нобу, в частности, Роберт де Ниро. Нобу считается создателем нового стиля блюд японской кухни. Отмеченный звездами в престижном путеводителе Мишлена, ресторан действительно отличается особым лоском. Публика здесь собирается также изысканная. В коктейльном зале не протолкнуться, битком и в суши-баре. Подают здесь экзотическую еду, название которой большинству из нас ничего не говорит. Желтохвост, например. Угольная рыба и суп мисо. Часто среди тех, кто все это ест, можно обнаружить молодых управляющих хедж-фондами, ведущих себя так, будто они небожители. Где же все это находится? По какую сторону Атлантики?

В Нью-Йорке или в районе Майфэр в Лондоне менеджеров хедж-фондов, или хеджи (*hedgy*), трудно не заметить. Это особый тип людей, характеров и даже внешности. Они умны, много путешествуют и в подавляющем большинстве богаты. Ими наполнены рестораны, именно они подстегивают, где бы ни появлялись, рост цен на все, начиная от жилья и кончая предметами искусства.

Во всем мире в 2007 г. хедж-фондов уже 9 тыс. В своем управлении они имеют свыше 1,5 трлн долл. активов. Инвестиции финансовых институтов в хедж-фонды возросли с 20% до $^1/_3$ в 2005 г. Привлечение их к работе в любом из финансовых центров само по себе означает большой бизнес. Более того, благодаря сложным и одновременно молниеносным операциям хедж-фонды берут на себя все больше и больше, выходя за рамки управляемых ими объемов. В результате им уже сегодня по плечу половина торгового оборота крупнейших бирж.

С конца 1940-х гг., когда американский журналист Альфред Уинслоу Джоунс стал занимать компенсирующие позиции по акциям для хеджирования рыночного риска, Нью-Йорк и относительно недавно его зеленые пригороды, расходящиеся лучами от Гринвича (штат Коннектикут), стали центром того, что впоследствии породило мир хеджевых фондов. Принадлежащие этому миру люди, выглядящие внешне

асоциальными, более склонными к математическим расчетам, поддерживают денежные потоки в Манхэттене и южном Коннектикуте.

По данным чикагской *Hedge Fund Research*, в 2006 г. существовало более 8 тыс. фондов, чьи активы в совокупности составляли около 1,2 трлн долл. Для сравнения в 1990 г. на рынке присутствовало 600 хеджевых фондов с активами около 39 млрд долл. В тот момент их клиентами в основном являлись состоятельные частные инвесторы. Инвесторов в хеджевых фондах привлекает отсутствие ограничений на направления вложений.

В Великобритании хедж-фонды появились позднее, в начале 1990-х гг. Именно с этого момента Лондон зарекомендовал себя в качестве европейского регионального центра отрасли, специализирующейся на управлении активами через хедж-фонды. Здесь сосредоточено $^2/_3$ всех активов, находящихся в управлении хеджевых фондов Европы, — 325 млрд долл. Непосредственно эти капиталы размещены на счетах офшорных фирм, например, в налоговом раю на Каймановых островах. Для сравнения можно указать, что в Швейцарии имеется 150 хедж-фондов. Большинство из них — фонды хедж-фондов. Специфика этих фондов обусловлена наличием зрелой банковской системы и богатых клиентов. На долю индивидуальных инвесторов в хедж-фондах мира приходится 44% управляемых ими активов. Самым высоким этот показатель является в Австралии — $^2/_3$. В мире хедж-фондов Австралия, правда, занимает особое место. Здесь насчитывается 200 хедж-фондов, а управляют они лишь 60 млрд долл.

В Нью-Йорке насчитывается по крайней мере в два раза больше компаний — управляющих хеджевыми фондами, чем в Лондоне. И Нью-Йорк, и Лондон значительно опережают остальной мир по масштабам данной деятельности.

В 2005 г. английские хеджевые фонды получили определенное преимущество перед американскими по доходности. Их средняя норма прибыли составила 16,15% — почти в два раза больше, чем в Америке. Это может быть одной из причин, по которой Лондон привлекает средства и талантливых специалистов для хедж-фондов более высокими темпами, чем Нью-Йорк. Сегодня в Великобритании насчитывается примерно 700 хеджевых фондов. В 2002 г., по данным торговой группы «Ассоциации управляющих альтернативными инвестициями (*the Alternative Investment Management Association, AIMA*)», их было 400.

В обоих городах хедж-фонды способствуют развитию тенденций, в корне меняющих рынок финансовых услуг. Ощущается отток наиболее талантливых специалистов из крупных банков и их приток в мелкие фирмы. Чем так привлекательны хедж-фонды? Заработными пла-

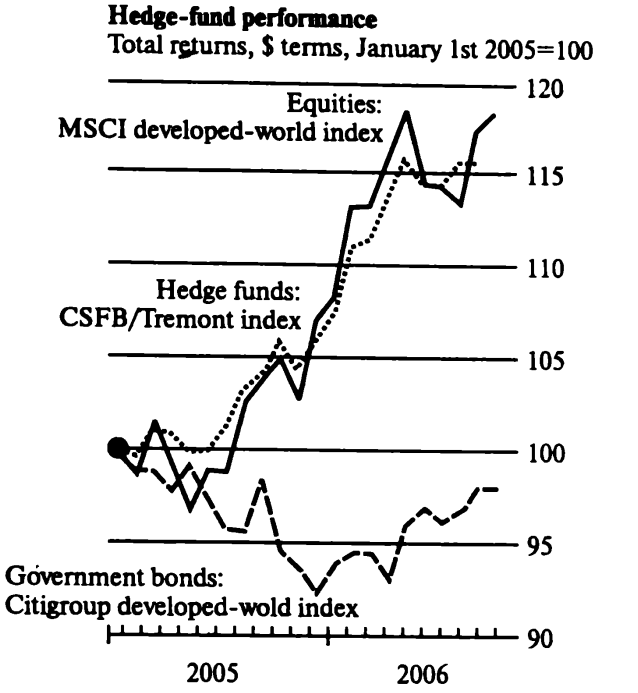


Рис. 10.1. Результаты работы хедж-фондов

тами, а также наличием большей независимости с точки зрения регулирования предоставляемых ими услуг.

Для американских хедж-фондов Лондон привлекателен возможностью разнообразить применяемые стратегии. В первой половине 2006 г. и в Америке, и в Великобритании наиболее популярной стратегией хеджирования акций были продажи как с длинной, так и с короткой позициями. Вместе с тем американские хедж-фонды проявляли склонность к торговле на основе подстегиваемых событиями стратегий. Как правило, это неожиданные изменения на рынке, например поглощения. Британские фонды при этом ориентировались в большей степени на операции на нарождающихся рынках и инструменты с фиксированной ставкой.

Несмотря на возрастание влияния хедж-фондов в Великобритании (только в 2006 г. число их возросло по крайней мере на 100), многие из их менеджеров ориентированы главным образом на американских инвесторов. Этому отчасти способствовало изменение американского пенсионного законодательства, облегчившего взаимодействие пенсионных фондов с хеджевыми. В целом ситуация в рассматриваемой сфере в США стала существенно благоприятнее, чем в Великобритании.

Здесь в хедж-фонды инвестируется только 3% средств пенсионных фондов.

Наиболее серьезное различие между Америкой и Великобританией связано с регулированием деятельности хедж-фондов. В США их не нужно регистрировать. Попытка Комиссии по ценным бумагам и биржам (*SEC*) ввести такую регистрацию в феврале 2006 г. была пресечена федеральным судом.

Вместе с тем, хотя каждый и может открыть хедж-фонд в течение суток, легальные последствия при неблагоприятном развитии событий здесь весьма суровы. Примером тому может служить крах *Long-Term Capital Management* в 1998 г. и *Bayou Hedge Fund Group* в 2005 г. С июня 1999 г. *SEC* выступила инициатором возбуждения 97 дел против советников по инвестициям, обвиняя их в обмане инвесторов хедж-фондов или использовании фондов для обмана клиентуры.

Руководители крупных хедж-фондов в Великобритании критикуют американскую практику как слишком свободную. Требования регулятора в Лондоне по открытию хедж-фонда чрезвычайно обременительны. Наряду с требованиями о соответствии фирмы в отношении риск-менеджмента, в обязательном порядке требуется предоставление годового отчета. Еще более тщательной проверке подвергаются крупные хедж-фонды. При этом возможны выездные проверки властей.

Однако после открытия фонда регулятор осуществляет относительно мягкий контроль, основанный на реализации широких принципов, в частности, таких как защита интересов потребителей и развитие конкуренции. До 2006 г. был только один случай наказания менеджера хедж-фонда: он был оштрафован на 750 тыс. ф. ст.

К современному миру хедж-фондов вполне может быть адаптирована древняя байка с Уолл-стрит.

Молодого стажера хедж-фонда привезли в гавань.

— Здесь, — говорит его босс, — находятся яхты партнеров. А там — яхты банкиров, которые нас кредитуют.

Реакция наивного юноши — весьма непосредственна:

— А где же яхты клиентов?

Есть масса примеров того, насколько привлекательно выглядит место на этой великолепной пристани яхт. Один из крупнейших инвестиционных банков *Morgan Stanley* приобрел доли в трех фондах — *Avenue Capital*, *FrontPoint Partners* и *Lansdowne* — на сумму свыше 1 млрд долл. Два бывших министра финансов США Лари Саммерс и Джон Сноу, так же как и дочь экс-президента Челси Клинтон, оказались в числе обнаруживших высокую прибыльность хедж-фондов. В надежде на новые источники капитала *Fortress Investment Group*, предлагающая

ценные бумаги хедж-фондов и частных компаний, намерена разместить 10% собственных акций на американском фондовом рынке. Британский менеджер Маршал Уэйс открыл хедж-фонд с капиталом 1,5 млрд евро на бирже *Euronext* в Амстердаме.

Подобная интенсивность операций ставит два вопроса. Во-первых, известно, что средств в хедж-фондах хватает. Только в 2005 г. некоторые из них заработали более 1 млрд долл. Инвестиционные банки также не остались в стороне. От взаимодействия с хедж-фондами в виде их кредитования, а также других операций они обеспечивают существенную часть своих доходов. Привлекаемые в отрасль новые инвесторы финансируют ее с помощью других «вторичных» фондов, в свою очередь, не остающихся без заработка. Таким образом, если принадлежащие к отрасли участники так много зарабатывают, может ли что-нибудь остаться клиентам? Где их яхты?

Во-вторых, если инвестиционные банки покупают и открывают собственные хедж-фонды, то данный сектор финансового рынка не может не расширяться, приобретая черты кредитного рынка и рынка частных акций. С другой стороны, технику работы хедж-фондов все больше заимствуют совместные фонды. В таких условиях сложно говорить о наличии самостоятельной отрасли хедж-фондов. В принципе более уместным здесь выглядит управление активами. Будучи первоначально занятием относительно узкого круга специалистов, сегодня это направление превращается в гигантскую сферу деятельности на финансовом рынке.

Дать определение хедж-фонда непросто. Проще выделить их некоторые ключевые характеристики. *Хедж-фонды* — это частные фонды капитала, подлежащие незначительному регулированию. Для улучшения финансового результата они прибегают к частым заимствованиям. По результатам деятельности возможны соответствующие выплаты участникам.

Хеджирование (первоначально это означало удвоение ставки в пари) исходит из цели заработать независимо от того, отмечается рост или снижение на рынке. Возможность заработка при падении цен называется торговлей с короткой позиции (*going short*). Она существенно отличается от традиционных операций с длинных позиций (*long-only*), приносящих прибыль только при росте цен.

Чем разнообразнее инструменты, тем больше преимуществ у клиентов. Появление подобной гибкости обязано неудачной деятельности пенсионных фондов. В 1990-е гг. многие пенсионные фонды чрезмерно увлеклись игрой на фондовом рынке (в условиях «медвежьего» рынка 2000—2002 гг. привело к плачевным результатам). По мере нарастания проблем пенсионные фонды начали поиск альтернативных источников дохода.

Именно в этот период начался беспрецедентный рост хедж-фондов. В 1990 г. их было 610. Ими контролировалось 39 млрд долл. активов. К 2000 г. их стало 3873 (490 млрд долл. активов). По последним оценкам, эти показатели возросли до 9 тыс. и 1,5 трлн долл.

Развитие бизнеса в отрасли хедж-фондов стало частью осознанной диверсификации вложений и развития альтернативных активов. Сюда входят инвестиции в недвижимость, товары и частные акции. Хедж-фонды предлагают источники дохода, не зависящие от конъюнктуры на рынках акций и облигаций.

Такая диверсификация источника дохода выглядит своеобразным бесплатным ленчем в мире инвестиций. Если такой источник найден, он улучшает соотношение риска — прибыли. Именно поэтому инвесторы соглашаются на повышенные комиссионные (часто 2% в год плюс пятая часть всей прибыли), которые взимаются хедж-фондами.

В целом до сих пор хедж-фонды прекрасно справлялись со своими функциями по защите инвесторов. Худшим, хотя и не смертельным, для них стал 2002 г. С 1990 г. показатели их деятельности, за исключением ограниченных периодов, оставались на стабильно высоком уровне.

Вместе с тем хедж-фонды могут более тесно коррелировать с другими инвестициями, чем это принято было считать до сих пор. Очевидно, отчасти по этой причине многие консультационные фирмы советуют инвестировать в хедж-фонды средства пенсионных фондов. Последние, по всей видимости, находятся под сильным впечатлением от обеспечиваемого в результате инвестиций хедж-фондов соотношения риска — прибыли.

Навязчивая пропаганда хедж-фондов не может не сказываться на увеличении и без того высоких комиссионных, взимаемых фондами за свои услуги. Обычно финансовый советник может рассчитывать на ежегодный заработок в размере 1% суммы активов клиента.

Мнение консультантов основывается на информации о рынке за прошлые годы. В 1990-е гг. цены на многие активы росли высокими темпами. В рассматриваемой отрасли доминирующее положение занимали глобальные макроменеджеры вроде Джорджа Сороса, делавшие огромные ставки на валютном и фондовом рынках с привлечением заемных ресурсов. Доходы сектора выглядели еще существеннее под воздействием своеобразного «эффекта выживающего»: в индексы не включались данные о развалившихся фондах.

В последние годы доходность фондов заметно снизилась. В 1990-е гг. накапливаемая сложная годовая доходность (ставка доходности, рассчитываемая исходя из предположения о ежегодном начислении и реинве-

стировании процентов и предполагаемой величины будущего совокупного чистого дохода от инвестиций; показывает, какой должна быть ежегодная доходность с учетом реинвестированных доходов, чтобы в конце периода была достигнута заданная общая сумма дохода), взятая из сводного индекса консультационной и исследовательской фирмы *Hedge Fund Research (HFR)*, достигла 18,3%. С 2000 г. этот показатель снизился до 7,5%. Это не могло не разочаровать потенциальных инвесторов. По данным опроса компании *Mercer Investment Consulting*, только 23% пенсионных фондов удовлетворены инвестициями при посредничестве хедж-фондов.

После краха интернет-компаний в 2000 г. зарабатывать на рынке стало тяжелее. Одно это уже говорит о том, что доходы хедж-фондов зависят не только от квалификации персонала (альфа на отраслевом жаргоне), но от общего положения на рынке (бета). В последние годы доходы хедж-фондов основывались главным образом на втором направлении. У хедж-фондов есть все основания двигаться именно по этому пути, поскольку их доходы складываются из процентов от всей прибыли, какой бы производной она ни была. Бета может быть обеспечена с низкими затратами путем использования индексов. В этом случае возникает вопрос: зачем платить высокие комиссионные хедж-фондам?

Ответ на этот вопрос — большие деньги. Крупнейший в Европе пенсионный фонд из Нидерландов *ABP* располагает активами на сумму 200 млрд евро. Примерно 3% его инвестиций направляется в хедж-фонды. В результате работа *ABP* становится более эффективной, сбоев с выплатами пенсий нет. Группа в состоянии диктовать партнерам приемлемые для себя ставки. Группа также заинтересована в работе со специализированными хедж-фондами, доходы которых не связаны тесно с остальными компонентами ее портфеля.

Как правило, хедж-фонды с некоррелируемыми доходами имеют свои стратегические ниши. В связи с этим масштабы их инвестиций имеют пределы. Слишком большие объемы способны растворить доходы, как это уже произошло, например, в 2005 г. в секторе конвертируемого арбитража. Кроме того, при реализации названных стратегий инвестиции осуществляются в неликвидные активы (например, экзотические опционы). Такие активы ведут себя не так, как акции и облигации господствующего потока, поскольку цены на них подвержены более редким изменениям. Вместе с тем при потрясениях фондового рынка последствия для неликвидных активов могут быть особенно тяжелыми. В этом случае корреляция существенно возрастает.

Менеджеры хедж-фондов прекрасно осведомлены о пределах специализации на таких продуктах. Некоторые хедж-фонды просто за-

крыты для новых инвесторов по достижении определенного объема в управлении. Но есть варианты, когда продолжается неограниченный рост вложений. Хелж-фонды иногда занимаются частными акциями или пытаются продавать услуги, аналогичные банковским, предоставляя кредитные капиталы компаниям напрямую или, наоборот, заимствуя их. Ряд хедж-фондов диверсифицирует свою деятельность, превращаясь в многоцелевые, ориентированные на инвестирование в нескольких направлениях. Другие сумели занять место на более крупных рынках, специализируясь на торговле только с длинных позиций. Если в управлении хедж-фондов находится свыше 1 трлн долл., то масштабы последнего рынка на порядок выше — примерно 90 трлн долл.

Одновременно с расширением деятельности хедж-фондов на их территории появляются и традиционные финансовые группы. Некоторые, такие как *Morgan Stanley*, попадают на данный рынок путем приобретений. Другие (*Barclays Global Investors* и *Gartmore*) открывают собственные компании-франчайзи. Это происходит на основе специального вида лицензирования, когда компания — владелец известной торговой марки разрешает другой компании ставить эту торговую марку на свою продукцию, но при этом получает право контроля над качеством продукции компании-франчайзи — пользователя данной торговой марки. Практика работы хедж-фондов сегодня доступна и розничным инвесторам, что стало возможно после принятия в ЕС изменений к правилам деятельности совместных фондов, известных как *UCITS* III. Такие продукты финансового рынка, как фонды 130/30, позволяют использовать в операциях с длинных позиций 130% управляемых активов и 30% — с коротких и обладают схожей с хедж-фондами эластичностью, также требуя уплаты дополнительных комиссионных. Таким образом, дальнейшее размывание различий между хедж-фондами и менее специфическими участниками финансового рынка сделает разницу между ними неактуальной. Вполне возможно, что через три-четыре года уже не будут говорить о хедж-фондах как об отдельном элементе в структуре портфеля. Скорее речь пойдет о вложении средств в акции и поддержке управляющих активами компаний вне зависимости от результатов их деятельности.

С ростом зрелости отрасли хедж-фондов концентрация здесь возрастает. По данным *Hedge Fund Intelligence*, первые 20 фондов контролируют треть всех активов отрасли. Самыми крупными являются фонды фондов, в частности, входящие в *Man Group* и *UBS*. Четыре американские группы имеют активы свыше 20 млрд долл.: *Goldman Sachs*, *JPMorgan Chase*, *Bridgewater* и *D.E. Shaw*. Еще четыре — свыше 15 млрд долл.: *Farallon Capital Management*, *Och-Ziff Capital*, *Barclays Global Investors* и *ESL Investments*.

Многие хедж-фонды уже сегодня способны диктовать свои условия клиентуре. Это означает, что могут быть установлены сроки и периоды уведомления, до истечения которых инвесторы не могут требовать возврата своих средств. Такие условия особенно никого не смущают до тех пор, пока не грянет беда. А это случается. Пример тому — потеря 65% капитала в течение одного месяца хедж-фондом *Amaranth Advisors*, который вел игру на основе изменяющихся цен на природный газ. Вместе с тем было бы неправильно воспринимать хедж-фонды как казино с высокими ставками. Большая часть хедж-фондов закрывается из-за отсутствия интереса к ним, а не в результате масштабных убытков.

Деятельность этих предприятий могла бы стабилизировать рынок, добавляя ему ликвидность и предоставляя возможность делать ставки на рост и падение цен. Со всей определенностью можно констатировать: совпавшее по времени замедление волатильности на рынках акций, облигаций, а также валютных рынках никак не было связано с взрывным ростом операций хедж-фондов.

Рвение и сторонников, и противников хедж-фондов выглядит чрезмерным. Хедж-фонды, безусловно, не панацея для покрытия дефицита всех пенсионных фондов, но они и не причина всех болезней финансового рынка. Как любой быстро растущий молодой организм, они иногда слишком энергичны, иногда неповоротливы, но продолжают развиваться.

Проблемы хеджевых фондов *Amaranth Advisors LLC*, потерявших за сентябрь 70% своих активов в результате неудачной торговли контрактами на энергоносители, не вызвали сильных колебаний на финансовых рынках, но всколыхнули чувства всех, кто имеет к ним отношение: аналитиков, инвесторов, регулирующих органов и т.д. *Amaranth* уже успели сравнить с *Long Term Capital Management*, а пессимисты даже заявили, что дальнейшее развитие сектора хеджевых фондов закончится масштабным кризисом, сравнимым с кризисом *Savings&Loans*, последствия которого ликвидировались на средства американских налогоплательщиков. В результате неправильных прогнозов цен на энергоносители, сделанных трейдерами *Amaranth*, пострадали его инвесторы — крупнейшие финансовые институты и пенсионные фонды.

Фонд *Amaranth* был создан в 2000 г. Николасом Маонисом (*Nicholas Maounis*), до этого являвшимся портфельным менеджером *Paloma Partners*, специализировавшимся на долговых инструментах. Изначально фонд занимался торговлей конвертируемыми облигациями, рынок которых гораздо менее волатильный, чем рынок энергоносителей. Операциями на рынке энергоносителей руководил трейдер Брайан Хантер (*Brian Hunter*) (его называли не иначе как звездой). За восемь месяцев

2006 г. он увеличил активы фонда более чем на 2 млрд долл. За период с начала года до августа они выросли с 7,4 до 9,5 млрд долл. Это произошло на фоне повышения цены фьючерсов на природный газ до 15 долл. за тысячу кубических футов. Причиной роста цен были сбои в поставках из Мексиканского залива в сезон ураганов и ожидания холодной зимы. Хантер сделал ставку на то, что цена фьючерсов будет подниматься и дальше, но летом тенденции на рынке кардинально изменились. Прогнозы более мягкой, чем обычно, зимы и отсутствие перебоев в поставках газа в последний сезон ураганов привели к тому, что цена фьючерсных контрактов значительно упала, до 5 долл. за тысячу кубических футов. 18 сентября представители фонда сообщили, что размер убытков по портфелю контрактов на энергоносители составил 3 млрд долл. После продажи этого портфеля по заниженным ценам и части других активов для удовлетворения требований кредиторов эта цифра увеличилась до 6,5 млрд долл. Таким образом, фонд потерял 70% суммы активов, рассчитанной на конец августа. Система управления рисками *Amaranth* не позволяла правильно оценить уровень принимаемых рисков и установить соответствующие лимиты потерь. Как и модели, используемые другими хеджевыми фондами, модель *Amaranth* была построена на исторических данных, но в роковом для фирмы году рынок природного газа отличался очень высокой волатильностью, впервые с 2001 г. Таким образом, используемая модель не могла точно предсказать вероятность сильных колебаний и не позволяла оценить, каким образом ликвидация фондом позиций повлияет на цены.

Положение *Amaranth* усугубилось из-за высокой доли заемных средств. На каждый доллар собственных средств хеджевый фонд использовал 4,50 долл. заемных. Сложившаяся ситуация иллюстрирует, как отсутствие строгих правил, определяющих предельные значения доли заемных средств и доли вложений в отдельные инструменты, может сделать фонд уязвимым на очень волатильном рынке.

В итоге *Amaranth* был вынужден продать портфель финансовых инструментов, базисным активом которых являются энергоносители, по заниженным ценам. Фонд не сообщил, кто стал покупателями портфеля, однако позже появилась информация о том, что ими являются крупнейшие брокеры *JPMorgan Chase (JPM)* и *Citadel Investment Group*. *Amaranth* реализовал и часть других активов, чтобы не допустить закрытия. Переговоры с *Citigroup Inc. (C)* о продаже оставшихся активов фонда потерпели неудачу.

1 октября основатель *Amaranth* Маонис сообщил, что фонд нанял *Fortress Investment Group LLC* в целях реализации оставшегося портфеля активов на наилучших условиях. Таким образом *Amaranth* стремился минимизировать потери инвесторов. Кроме того, из заявления

Маониса стало понятно, что он искал возможности для стратегического альянса, позволяющего созданной *Amaranth* платформе работать дальше.

В число пострадавших от неудачных действий *Amaranth* входят *Union Bancaire Privee*, пенсионный фонд округа Сан-Диего, страховая компания *Max Re Capital Ltd.*, *Arden Asset Management*, пенсионный фонд компании *3M Co. (MMM)*. Фонды, управляемые крупнейшими инвестиционными компаниями *Goldman Sachs Group Inc. (GS)*, *Morgan Stanley (MS)*, *Credit Suisse Group (CS)* и *Deutsche Bank AG (DB)*, также входили в число инвесторов *Amaranth*. По оценке *Goldman Sachs*, один из ее фондов (*Dynamic Opportunities*) мог потерять 2,5—3% стоимости портфеля. Однако если рассматривать не подразделения этих крупнейших инвестиционных банков, а весь их бизнес в целом, вряд ли они окажутся в числе проигравших. Инвестиционные банки стабильно получают около 8 млрд долл. от брокерских услуг, оказываемых крупным клиентам. Потери инвестиционных банков, вероятно, ограничились недополученными комиссионными. Как правило, клиенты хеджевых фондов выплачивают брокерским фирмам комиссионные порядка 0,6% стоимости активов фонда за предоставление кредитов в наличной форме или в акциях, проведение клиринга и расчетов по сделкам. С учетом того, что *Amaranth* потерял в августе 2006 г. 6,5 млрд долл. активов, инвестиционные банки недополучат порядка 39 млн долл. комиссионных.

Если кто-то и имеет рычаги управления, способные снять угрозу, нависшую над финансовыми рынками, — это крупные инвестиционные банки. Во-первых, они выиграли, приобретя портфель *Amaranth* по заниженным ценам. Во-вторых, вполне возможно, что такие компании, как *Goldman Sachs*, были противоположной стороной по сделкам, совершаемым *Amaranth*, и хорошо заработали на этом. *Goldman Sachs* и *Morgan Stanley* являются крупнейшими трейдерами на рынке энергоносителей.

Тем не менее непонятно, какие выводы из ситуации с *Amaranth* сделали инвестиционные компании. Некоторые из них уже заявили, что этот случай заставил их пересмотреть кредитные соглашения, лимиты по уровню рисков и документальное оформление договоров с хеджевыми фондами. Комиссия по ценным бумагам и биржам США *SEC* ожидает, что инвестиционные компании будут чаще предоставлять Комиссии информацию о подозрительных действиях хеджевых фондов. Однако крупнейшие инвестиционные банки, вероятно, не изменят свои системы риск-менеджмента, несмотря на события с фондом *Amaranth*. Конкуренция среди инвестиционных банков слабая, и это позволяет им, так же как и в сфере кредитования, не принимать серьезные меры для ограничения рисков. Представитель *Citigroup Inc.* заявил:

банк не собирается пересматривать подход к анализу рисков и кредитованию, так как существующая система риск-менеджмента не замедляет развитие компании. Вероятно, осторожнее станут лишь небольшие брокерские фирмы, до случая с *Amaranth* предлагавшие либеральные условия и требовавшие низких комиссионных за свои услуги.

События вокруг *Amaranth* вновь поставили вопрос о регулировании хеджевых фондов и обеспечении большей прозрачности их деятельности. В 2004 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США ввела правила регистрации хеджевых фондов, в первую очередь чтобы лучше отслеживать инвестиции пенсионных фондов. Но вскоре правовая норма была признана недействительной, а 23 июня 2006 г. отменена Апелляционным судом США по федеральному округу Колумбия. Между тем более строгое регулирование хеджевых фондов необходимо для устойчивости финансовой системы.

Представители Конгресса, в свою очередь, тоже призывают к внимательному изучению деятельности хеджевых фондов. Особенно это касается управления рисками, а также оценки их влияния на экономику в целом.

Если регулирующие органы не сделают первый шаг, инвесторы будут вынуждены защищать себя сами с помощью тщательного анализа фондов (не только их операционной деятельности, но и маркетинга, и корпоративной культуры). Причем отслеживать ситуацию необходимо не только в момент выбора фонда, но и в течение всего периода инвестирования.

Исследование *CarbonBased Consulting* показало, что сейчас при выборе фонда самым важным аргументом для инвесторов является его доходность. Только 12% инвесторов интересует, каким образом эта доходность была получена. Даже если фонд максимально прозрачен и предоставляет массу отчетности, многие инвесторы не читают ее; они гонятся за доходностью.

Практика показывает: к работе с хеджевыми фондами нужно подходить комплексно. Ниже приводятся некоторые данные о скандалах в финансовой сфере, в том числе связанных с деятельностью хеджевых фондов.

Итак, кто же входит в «черный зал славы» мирового трейдинга?

Брайан Хантер (*Amaranth Advisors*). Для 32-летнего Хантера 2006 г. оказался весьма напряженным. За первые несколько месяцев он увеличил свой счет на 2 млрд долл. В мае 2006 г. его убытки составили 1 млрд долл., которые он отыграл в течение лета. Наконец, в сентябре его счет сократился более чем вдвое. Он потерял 5 млрд долл. всего за несколько дней. Почему счастье оказалось столь переменчивым для этого трейдера? Он открыл миллиардные позиции на газовые контрак-

ты. Но в декабре 2005 г. цена газа составляла 15 долл. за одну британскую термическую единицу, а в сентябре 2006 г. она снизилась до 5 долл.

Николас Лисон (*Barings PLC*). Хантер не одинок в своих просчетах. В 1995 г. частный банк английской королевы *Barings PLC* был признан банкротом. Причиной стала потеря более 1 млрд долл., которые Николас Лисон проиграл на японском фондовом рынке. 28-летний трейдер, работавший в представительстве банка в Сингапуре, чтобы скрыть убытки, фальсифицировал электронную отчетность по сделкам.

В декабре 1995 г. он был приговорен к заключению сроком на шесть с половиной лет, однако освобожден досрочно в 1999 г. В 2005 г. стало известно о том, что Лисон назначен генеральным менеджером футбольной команды *Galway United FC*. Тогда же он опубликовал книгу-самоучитель, посвященную психологическим аспектам преодоления стресса при работе на рынке.

Ясуо Хаманака (*Sumitomo*). Хаманака известен как «Мистер 5%». Это прозвище закрепилось за ним после того, как в течение нескольких лет он покупал 5% всех торгуемых контрактов на медь ежегодно. Хаманака был признан виновным в утаивании убытков в размере 2,6 млрд долл. и приговорен к семилетнему заключению. В 1996 г. Хаманака искусственно стимулировал рыночный спрос на медь, на рынке произошел кризис, и фьючерсы на этот металл обесценились.

Джон Раснак (*Allied Irish Bank*). Раснак потерял почти 700 млн долл., принадлежавших компании *Allfirst Financial* (подразделение *Allied Irish Bank*). Однажды он заключил убыточную сделку, после того как неверно предсказал направление движения японской иены против американского доллара. Он фальсифицировал отчетность по своим сделкам и тщетно пытался отыграть у рынка проигранные деньги. За пять лет он проиграл 691 млн долл., прежде чем его разоблачили в 2002 г.

В тюрьме Раснак занимался тем, что учил основам управления финансами своих сокамерников.

Трейдер с толстыми пальцами из Mizuho. Трейдер из *Mizuho Securities* продал 610 тыс. акций рекрутинговой компании *J-Com Co.* по цене 1 иена, вместо того чтобы продать одну акцию по цене 610 тыс. иен. Руководство компании заявило, что не в состоянии было отменить сделку, которая стоила ей 340 млн долл. Произошедшее было приписано так называемому синдрому толстого пальца — так научно назвали ситуацию, когда человек нажимает не ту клавишу на клавиатуре.

Позже Токийская биржа признала: сбой в системе не позволил ей отменить сделку. *Mizuho* и руководство так и не пришли к соглашению о том, кто и в каких пропорциях должен компенсировать убытки.

Братья Хант. Нельсон Банкер Хант и Вильям Херберт Хант в 1979 и 1980 гг. купили более 100 млн унций серебра в слитках, что привело к резкому росту цен на серебро до рекордной отметки 50 долл. Однако затем цена развернулась вниз. После обвала цен братья потеряли более 550 млн долл.

Братья Хант, чьи активы в конце 70-х гг. оценивались в 6 млрд долл., были признаны банкротами в 1988 г.

Филипп Джабре (Philippe Jabre) прославился в качестве опасного биржевого авантюриста. Данный любитель спекулятивных акций с резким ростом курса, буквально недавно наказанный Британским финансовым регулятором за злоупотребления на рынке, «возродился» в Швейцарии, найдя крупного инвестора для поддержки своих операций. Немногие допускали возможность такого впечатляющего возвращения на рынок.

Родом из Ливана, Джабре в течение двух десятилетий был главным светилом на орбите хеджевых фондов в Лондоне. Показал себя высоким интеллектуалом, стремящимся к риску. В течение ряда лет обеспечивал впечатляющую выручку на арбитраже с конвертируемыми облигациями. Один из его фондов в 1998—2005 гг. ежегодно генерировал в среднем 23%-ную прибыль.

Терри Даффи и Чарльз Кэари (Terry Duffy and Charles Carey) оказались еще более «успешными». Оба начали трейдерами фьючерсными контрактами на свинину в хаосе голосового рынка торговой биржи в Чикаго. Выкрикивая предложения о покупке или продаже, они имели дело с крепкими парнями с громкими голосами и острыми локтями. 17 октября 2006 г. два председателя заключили сделку своей жизни. Они обменялись рукопожатиями, подписав контракт на сумму 8 млрд долл., в соответствии с которым Чикагская товарная биржа (*Chicago Mercantile Exchange — CME*) приобрела Чикагскую торговую палату (*Chicago Board of Trade — CBOT*). Чикагская товарная биржа основана в 1919 г., специализируется на продуктах животноводства и финансовых срочных сделках. Чикагская торговая палата — крупнейшая в мире срочная товарная биржа, созданная в 1848 г. и первоначально специализировавшаяся на срочных сделках с зерном и драгоценными металлами; в настоящее время также торгуются фьючерсные и опционные контракты на казначейские бумаги, фондовые индексы и т.п. Названные господа выразили, таким образом, намерение создать крупнейший в мире центр для проведения рыночных торгов на мировом финансовом рынке. Перед инвесторами в результате открылись широкие возможности по торговле финансовыми фьючерсами на многие виды базисных активов (начиная с процентных ставок и кончая государственными об-

лигациями), фондовые индексы, валютные курсы, золото и свинину. Последняя позиция представляет собой популярный срочный товарный контракт на фьючерсных биржах США. В общем, один умный ход, и парни из Чикаго буквально всколыхнули весь мир.

Будучи далеко не внутригородским делом Чикаго, данное слияние объединяет двух мировых лидеров в биржевой торговле деривативами. Совместно здесь продается 9 млн контрактов в день номинальной стоимостью 4,2 трлн долл. После одобрения акционерами и финансовым регулятором рыночная стоимость нового совместного образования, составляющая сегодня 25 млрд долл., превзойдет соответствующий показатель Нью-Йоркской фондовой биржи или германо-швейцарской биржи *Eurex*, являющейся гигантом торговли производными финансовыми инструментами. Важным представляется также оказание давления на *NYSE*, вынашивающей планы трансатлантических слияний на мировом финансовом рынке. Кроме того, автоматически повышается планка по размерам капитала любой биржи, стремящейся доминировать на рынке деривативов.

Одним из главных центров мировых финансов сегодня является Лондон. Феномен такого развития британской столицы весьма интересен и поучителен.

Один раз в год лорд-мэр Лондона приглашает крупнейших финансистов на «банкет в Сити» в своей официальной резиденции. Данная традиция восходит к средним векам, когда лорд-мэр действительно занимался городскими делами, а не вел себя как почетный торговец в своем финансовом центре. Вместе с тем несмотря на то, что традиции Лондонского Сити сохраняются до сих пор (нынешний лорд-мэр — 678-й), современный Сити после преобразовавших 20 лет назад фондовый рынок реформ можно рассматривать в качестве узлового центра международных финансов.

Указанные фактически революционные преобразования были названы «Большим взрывом», поскольку буквально в один день (27 октября 1986 г.) был введен новый порядок торговли акциями. По аналогии с Большим взрывом, взорвавшим Вселенную, Сити вырвался за пределы привычной границы размером в одну квадратную милю с резиденцией лорда-мэра в эпицентре и с течением времени преобразил контуры английской столицы.

20 лет назад район *Canary Wharf* был не более чем пустырем на востоке Лондонских доков. Сегодня здесь все застроено небоскребами. Только в одном этом месте работают столько же финансовых специалистов, сколько их насчитывается во всем Франкфурте — основном конкуренте Лондона.

Экспансия Сити движется и в западном направлении. Хеджевые фонды облюбовали себе небольшие офисы в престижных районах Уэст-Энда, например в Майфэре (*Mayfair*). К северу на улице Мэрилебоун (*Marylebone*) в 1997 г. расположился шикарный офис банка *BNP Paribas* с 3100 служащими. Большего количества работников у банка нет ни в одном из его многочисленных зданий по всему миру. Торговый зал этого французского банка насчитывает 850 рабочих столов и 2550 мониторов. По размерам он как два футбольных поля.

Непосредственно традиционную квадратную милю Сити накрыла волна новшеств и перестройки. К востоку от собора Святого Павла, построенного в XVII в., намечено строительство комплекса небоскребов. Под названием «Спиральная горка» (*«Helter-skelter»*) они дополнят построенный здесь же в 2003 г. до сих пор потрясающий воображение небоскреб «Огурец» (*«Gherkin»*).

Бум на рынке недвижимости стал отражением экспансии Сити после Большого взрыва. Число специалистов, занятых международным финансовым бизнесом, увеличилось вдвое за последние 15 лет. Сегодня высокооплачиваемые финансисты, трейдеры и другие специалисты стали гораздо более космополитичными. Так, в Лондонском офисе *BNP Paribas* 35% сотрудников являются иностранцами, из них менее половины — французы.

Нет никаких сомнений, что именно рынки ценных бумаг стали стимулом революционных преобразований на Лондонском финансовом рынке. Однако сумеет ли Лондон поддерживать статус глобального финансового центра, покажет время.

В 1960-х и в 1970-х гг., еще до биржевой революции, Сити сумел вновь утвердить себя в качестве одного из основных международных финансовых центров. Впервые этой позиции Лондон достиг в XIX в., находясь в то время на высоте своего экономического господства. Нью-Йорк также мог вполне рассчитывать на эту роль после Второй мировой войны, когда доллар имел неоспоримые преимущества в мировых финансах. Вместо этого жесткое регулирование (например, ограничение процентных ставок, сделавшее непривлекательными краткосрочные депозиты в Америке) вытолкнуло международные финансы с Уолл-стрит. Осели они на всем готовом в Лондоне, где Банк Англии обеспечил необременительный мониторинг иностранных банков.

К началу 1980-х гг. Сити превратился в большой торговый зал международных банковских операций. На узких улицах Сити можно встретить банки со всего мира. Так, улица Мооргейт (*Moorgate*) получила прозвище «авеню Америк». В Лондоне открылось гораздо больше иностранных банков, чем в каком-либо другом финансовом центре

мира. Здесь же была сосредоточена большая часть мирового валютного рынка.

Тяга бизнеса к Лондонскому Сити обусловлена тем, что он перестал опираться на фунт стерлингов, отдав предпочтение иностранным валютам, прежде всего доллару. Вместе с тем возможности Сити в то время были раскрыты далеко не полностью. Сдерживающим фактором выступали ограничения на фондовом рынке.

Лондонская биржа была фактически закрытым цехом с бросающимся в глаза старомодным разделением между брокерами, работавшими за счет клиентов, и джобберами, выполнявшими на фондовой бирже операции с ценными бумагами за собственный счет. Брокеры работали с акциями и ценными бумагами с золотым обрезом за фиксированную минимальную комиссию, казавшуюся грабительской даже состоятельным клиентам. Джобберы явно страдали недостатком средств для проведения крупных операций. В результате торговля лучшими британскими акциями постепенно перенеслась в Нью-Йорк, где инвестиционные банки оказались способны предложить приемлемые цены, поскольку смогли сочетать брокерские услуги с собственной инвестиционной деятельностью, задававшей тон всему рынку, а также услуги по андеррайтингу, гарантировавшему размещение или покупку ценных бумаг у эмитента для последующей их перепродажи инвесторам. Лондонская фондовая биржа в то время была не готова к реформам из-за того, что правила работы на ней должны были рассматриваться в суде по запросу ведомства по справедливой торговле. В июле 1983 г. Биржа достигла исторического соглашения с консервативным правительством. Дело было прекращено. Взамен Биржа согласилась на отмену минимальной комиссии. Это произошло в конце 1986 г.

Задолго до этого за контроль над фирмами — членами Биржи еще со времен Викторианской эпохи началась война предложений. В лихорадке сделок местные и иностранные банки пытались стать участниками любого мало-мальски приемлемого брокера и джоббера. Особенно большие надежды подавали два британских предприятия — коммерческий банк *S.G. Warburg*, который в начале 1960-х гг. стал пионером Лондонского рынка еврооблигаций на базе евродолларов, и розничный банк *Barclays*, создавший в результате приобретений на Бирже инвестиционный банк *BZW*.

Большой взрыв стал поворотным пунктом в послевоенной истории Сити, обеспечив ему позиции центра торговли международными ценными бумагами. Сигналом для иностранных финансовых компаний, посланным из Сити, стала отмена правил, защищающих своих. Из-за

невозможности осуществлять операции с ценными бумагами в США американские коммерческие банки стали рассматривать Лондон как своеобразную лабораторию.

К октябрю 1986 г. ситуация в Сити заметно изменилась. Американские инвестиционные банки придали новый импульс финансовым рынкам, включая захватывающие дух бонусы и раннее начало рабочего дня. Сити, известный своей консервативностью, где внешний вид значил больше, чем талант, стал больше внимания обращать на способности работников. Шумные трейдеры в пиджаках разного цвета начали олицетворять более свободный стиль нового бизнеса.

Вместе с тем бурные успешные 1980-е в Сити сменились рецессией и резким сокращением занятости начала 1990-х. На обочину скатились оба вышеназванных инвестиционных банка. В 1995 г. *S.G. Warburg* был приобретен швейцарцами, а два года спустя *Barclays* продал *BZW*. Довершил картину Ник Лисон, разваливший *Barings* — банк с многовековой историей, когда-то считавшийся шестым по размерам активов в Европе.

С появлением евро возникли дополнительные риски, связанные с возможной переориентацией участников финансового рынка из Сити на Франкфурт, ставший штаб-квартирой Европейского центрального банка. Однако страхи оказались беспочвенными. Евро не только не подорвало позиции Лондона, но и усилило власть Сити в европейских финансах. По мере заката мелких центров, специализировавшихся на двусторонней торговле валютами, существовавшими до евро, Лондон сумел захватить доминирующие позиции в торговле евро.

Примерно в это время Лондон накрыл рынок мощной волной новых продуктов. И хотя биржа *Euronext* заменила *LIFFE* в 2002 г., 98% стоимости торгующихся на парижской бирже деривативов в 2005 г. торговались в Лондоне. Что еще более важно, Лондон сумел занять командные позиции на внебиржевом рынке деривативов. Стоимость этих обязательств в настоящее время в четыре-пять раз выше, чем обращающихся на биржах. Это обусловлено непомерными аппетитами инвесторов по отношению к финансовым продуктам, способным дробить и переупаковывать риски. Доля Лондона в ежедневном обороте на данном быстрорастущем рынке увеличилась с 27% в 1995 г. до 43% в 2004 г.

Одни из крупнейших потребителей деривативов — хеджевые фонды, предлагающие искушенным инвесторам возможность заработать, используя торговые стратегии (например, на падающем фондовом рынке), а также размещение активов (распределение имеющихся средств между различными видами активов, в частности, акциями, облигациями, производными финансовыми инструментами

и т.д., между отечественными и зарубежными активами и т.п.), т.е. формировать структуры инвестиционного портфеля. И в этой сфере успех Лондона налицо. Глобальная стоимость активов хеджевых фондов удвоилась с конца 2002 г. и достигла 1,2 трлн долл. И хотя на данном рынке доминирует восточное побережье США, на управляемые из Лондона инвестиции приходится пятая часть общемировых и примерно $^4/_5$ европейских. В 2002 г. этот показатель был равен 10%.

Вместе с тем успех Сити за последние два десятилетия не был таким безоговорочным. Слабым местом стали операции на международном страховом рынке. Отчасти это было обусловлено усилиями Лондонского *Lloyd's*. Рынок *Lloyd's* появился в XVII в. В XX в. он был отмечен скандалами и значительными потерями из-за выплат по искам жертв асбестового пневмокониоза. Доля Лондона в чистых доходах от морского страхования (а это одно из главных направлений деятельности *Lloyd's*) сократилась с 30% в середине 1980-х гг. до 20% в 2005 г.

В противоположность тому другие менее значимые области Сити бурно развивались. В частности, реабилитировался сектор транспортных услуг (за 2002—2004 гг. доходы от зарубежных операций выросли на четверть). Работающие в Лондоне 400 компаний судовых брокеров обеспечивают суда и грузы для 50% фрахтования танкеров. Значительный рост отмечен в предоставлении юридических услуг, что жизненно важно для обеспечения работы глобального финансового центра. В Лондоне находятся офисы 200 юридических фирм, три или четыре из которых являются крупнейшими в мире. Масштабы экспортной деятельности в Великобритании, поддерживаемой международными юридическими фирмами, увеличились сегодня в три раза по сравнению с 1995 г.

Лондон является классическим примером концентрации экономических факторов. Расположенные здесь различные виды бизнеса получают дополнительную выгоду от соседства друг с другом. Фактически это оптовый магазин различных рынков. Однако при такой концентрации экономической деятельности доминирующее место в Сити занимают иностранные финансовые компании. В этом смысле Лондон для мировых финансов является тем же, что и Уимблдон для тенниса. Именно здесь на соревнования собираются лучшие международные игроки.

Современные средства коммуникаций и информационные технологии создают условия для людей и бизнеса вести операции буквально из любого места на планете. При этом нельзя не учитывать очевидные недостатки базирования бизнеса в столице. По международным стан-

дартам стоимость жилья в Лондоне очень высока. Общественный транспорт перегружен и часто ненадежен.

Энергия и потенциал Сити показывают, что его неоспоримые преимущества намного перекрывают все эти недостатки. Концентрация финансовых компаний в Лондоне вызвана их стремлением извлекать дополнительные выгоды от внешнего эффекта, или внешней экономии масштаба. Экономия от масштаба, обусловленная внешними по отношению к данной фирме факторами (например, экономическим ростом в отрасли в целом, который снижает средние издержки всех фирм, или ростом рыночной власти фирмы и возможностью покупать ресурсы по более низким ценам, или снижением стоимости комплектующих, которые производятся в большем масштабе другими фирмами). Концентрируясь в одном месте, они образуют огромный ликвидный рынок, что сокращает торговые издержки и снижает риски возможностью осуществления крупных операций.

Есть и другие выгоды от размещения компаний в центре высокой концентрации бизнеса. Крупные и мелкие фирмы могут получить все необходимые для проведения сложной финансовой операции внешние услуги, такие как советы адвокатов и бухгалтеров, возможность использования специализированных рынков. Это, в свою очередь, создает благоприятную среду для развития инновационной деятельности, что опять же перспективно для глобального финансового центра.

Еще одно преимущество такого центра — доступ к талантам. Фирмы, расположенные в Лондоне, в состоянии черпать кадры финансовых специалистов из национальных и зарубежных источников. Это — как самореализующееся предсказание. Для того чтобы найти себе место, нужно обратиться к людям, которые возьмут вас на работу. Лондон — «магнит» для всей Европы.

Важным обстоятельством является также традиция необременительного регулирования. В 1997 г. правительство лейбористов провозгласило реформы, которые свелись к замене действовавших вразнобой нескольких органов государственного регулирования и саморегулирующихся организаций единым регулятором. Плюсом нововведения стала возможность регулирования возникающих проблем в одном месте, что было выгодно крупным компаниям, но вместе с тем таило в себе опасность забвения интересов индивидуальных потребителей. В результате на базе Управления по ценным бумагам и инвестициям создано Управление по финансовым услугам (*Financial Services Authority*). При этом удалось совместить в единой организации функции по надзору за рынком инвестиционных услуг и функции по надзору за бан-

ковской деятельностью. В 2001 г. организация приняла на себя функции Управления по личным инвестициям, Организации по регулированию управления инвестициями, Совета по ценным бумагам и фьючерсам и ряда других учреждений. В 2004 г. в рамках Управления по финансовыми услугам создан отдел оптовых и институциональных рынков. Сегодня Управление обеспечивает выполнение своих функций, основываясь на принципах, а не на подробных инструкциях.

Вместе с тем указанное британское ведомство испытывает на себе не совсем позитивное давление со стороны директив ЕС, явно не уделяющих должного внимания специфике Лондонского Сити. Разрешение возникающих при этом коллизий отнимает массу времени в деятельности Управления. ЕС, в свою очередь, считает, что деятельность Управления не так уж и хороша, но она менее вредна, чем где-либо еще в ЕС.

Дополнительные очки Сити набирает также под влиянием мер регулирования в США. Закон *Sarbanes-Oxley*, принятый после крушения *Enron* в целях усиления корпоративного управления, фактически вытолкнул иностранные компании из листинга на американском рынке. Основные выгоды в результате получила Лондонская фондовая биржа. Иностранные компании устремились сюда и на *AIM* — созданный в 1995 г. и менее регулируемый рынок.

При этом налицо ирония параллелей с Большим взрывом, когда фирмы — члены фондовой биржи скупались иностранными инвесторами. Сегодня Лондонская фондовая биржа, с 2001 г. сама являющаяся прошедшей листинг компаний, находится в осаде со стороны американской биржи *NASDAQ*, уже владеющей 25% ее акций. Однако беспокойство правительства по этому поводу сводится к возможности закулисного введения тяжеловесного регулирования американского типа. С другой стороны, данная угроза может быть заблокирована изменением законодательства. В целом никакого беспокойства по поводу захвата цитадели британского капитализма иностранным хищником не ощущается.

Успех Лондона как Уимблдона международных финансов настолько впечатляет, что Нью-Йорк даже пытается сдерживать этот процесс. Так, мэр Нью-Йорка Майкл Блумберг по этому поводу обратился к упомянутой выше консультационной фирме *McKinsey*. Но, по всей видимости, изменить американское законодательство будет не под силу и ему. Законодатели из Вашингтона обычно заботятся прежде всего о внутренних делах, а не о международных.

Последние оценки роли Лондона на финансовом рынке отдают привкусом высокомерия. Его успех как финансового центра путают

с благоприятными условиями циклического характера, которыми сумели воспользоваться инвесторы и трейдеры. Кроме того, высказываются соображения, что все это может измениться с ужесточением монетарной и дисконтной политики и замедлением мировой экономики.

Судя по всему, умалить роль Сити как центра международного финансового рынка невозможно. Это подобно узлу. Если он завязан, развязать его непросто.

Глава 11

ОТМЫВАНИЕ ДЕНЕГ

1. Проблема борьбы с легализацией нелегальных финансовых потоков

Как правило, о том, что такое отмывание денег, большинство граждан имеет весьма слобое представление. Названные типичные варианты ответа лежат в основе, по крайней мере, одной из проблем, стоящих перед любым государством, задавшимся целью искоренить данный вид преступления. На первый взгляд при этом преступлении жертв нет. Действительно, драматических последствий, с которыми ассоциируются разбойное нападение и грабеж, а также страх, пронизывающий психику жертвы после жестокого насилия, при отмывании денег не наблюдается. Отмывание денег может иметь место только после того, как какое-нибудь преступление, например вооруженное ограбление или продажа наркотиков, уже совершено. Отсюда и нехватка информации об отмывании денег, что делает указанную проблему невидимой и поэтому сложной для разрешения.

Существуют различные терминологические определения отмывания денег. Так, ст. 1 Директивы ЕС (март 1990 г.) содержит следующее определение: внешнее преобразование или трансформация собственности при знании, что источником этой собственности явилось серьезное преступление, в целях сокрытия или маскировки незаконного происхождения собственности или содействие любому лицу, имеющему отношение к совершению преступления или преступлений для уклонения от законных последствий его деятельности, сокрытие или маскировка истинной природы, источника, местонахождения, характера, перемещения, прав, имеющих отношение к какой-либо собственности, или владения этой собственностью при знании, что такая собственность явилась объектом серьезного преступления.

Иначе говоря, *отмывание денег* — это процесс, при котором крупные суммы незаконно полученных денег, например, от незаконной торговли наркотиками, террористической деятельности или другого серьезного преступления, приобретают вид полученных из законного, легального источника. В случае если данный процесс идет успешно, преступники получают возможность держать свою деятельность под контролем и иметь законное прикрытие источника своего дохо-

да. Отмывание денег играет основополагающую роль для реализации целей и амбиций наркоторговцев, террористов, представителей организованной преступности, лиц, уклоняющихся от налогов, и многих других, нуждающихся в отвлечении внимания властей к фактам стремительного обогащения в результате их незаконной деятельности. Отмывание денег предполагает размещение полученной прибыли за пределами досягаемости любых законов о банкротстве или утрате активов.

Термин «отмывка денег» появился в США в начале 20-х гг. XX в. Первоначально это было сленговое словечко из словаря чикагских гангстеров времен «сухого закона». Американские бутлегеры отмывали свои доходы с помощью прачечных, специально приобретенных ими для легализации барышей от продажи спиртного, в те годы запрещенного в США.

Однако затем словосочетание «отмывание доходов» получило международную прописку. На рубеже 60—70-х гг. практически все ведущие страны отменили ограничения на операции с валютой. Данная мера сразу привела к резкому росту международной торговли. Но проявились и издержки. Многочисленными брешами, образовавшимися в валютных законодательствах развитых стран, поспешили воспользоваться криминальные структуры, занимающиеся наркоторговлей.

Не обошлось без курьезов применительно к проблеме отмывания денег и на просторах бывшего СССР. Оказалось, что стиральный порошок «Ариэль» — лучшее средство для отмывания денег. Это с блеском доказали на следственном эксперименте граждане Киргизии. На глазах у изумленных милиционеров подельщики при помощи раствора стирального порошка «Ариэль» удалили всю краску с денежек с низким достоинством в 1 сом и, дав им подсохнуть, нарисовали на цветном принтере 100-сомовые картинки. При этом водяные знаки остались в целости и сохранности.

Если же серьезно, то проблема борьбы с отмыванием денег сегодня стоит перед всем мировым сообществом.

Широкую известность термин «отмывание денег» приобрел после 1973 г., непосредственно после уотергейтского скандала.

Незадолго до введения единой европейской валюты итальянский суд конфисковал активы стоимостью 1 трлн ит. лир (тогда 590 млн долл.) господина Винченцо Пьяцца. Известно, что в их составе были 131 квартира, 122 склада, 20 фабрик, 10 школьных зданий и примерно 250 тыс. акций Сицилийского сберегательного банка. Официально господин Винченцо Пьяцца считался ничем не выделяющимся строителем с декларированным годовым доходом в 1989 г. в размере 1,9 млн ит. лир. Итальянские власти посчитали, что господин Пьяцца, аресто-

ванный по обвинению в связях с мафией, имел отношение к отмыванию денег элиты криминального мира Сицилии.

Это всего лишь один из множества примеров, дающих представление о том, что отмывание денег, т.е. сокрытие преступного происхождения денег и последующее превращение их во внешне вполне законные инвестиции, все еще является крупномасштабным бизнесом. Поскольку его участники свою деятельность не афишируют, определить истинные размеры данного явления весьма трудно. Примерно 70% денег, полученных от торговли наркотиками в США, попадает в финансовую «стиральную машину». Легализованная таким образом прибыль от продажи наркотиков достигает 98%.

По оценке ООН, в процесс отмывания денег в течение 80-х гг. вовлекалось примерно 300 млрд долл. в год, В 90-е гг. указанный показатель возрос до 350 млрд долл. в год. По данным ООН, только годовой незаконный оборот мировой торговли наркотиками достигает 400 млрд долл. Если к этому добавить доходы от незаконной финансовой деятельности, проституции и других видов криминальной деятельности, то ежегодные доходы преступных синдикатов и кланов окажутся еще больше. По аналогии с показателем ВВП появился даже термин — «валовой криминальный продукт» (ВКП). По оценке Международного валютного фонда, в 1996 г. его размеры достигали 500 млрд долл. Значительная часть этих средств, по всей видимости, была отмыта. Поэтому представляется возможным оценить годовой объем грязных денег в мировой экономике на уровне нескольких сотен миллиардов долларов.

Объемы грязных денег, уже инвестированных в финансовые и другие активы, очевидно, существенно больше. Специалисты считают, что отмытый капитал сегодня настолько велик, что уже может представлять угрозу экономике многих стран и даже стабильности международной финансовой системы. Беспокойство вызывает также тот факт, что международные усилия по борьбе с рассматриваемым явлением подрываются активностью нового поколения профессиональных специалистов по отмывке денег, а также ростом числа новых центров отмывания денег, как в офшорных зонах, так и на территориях с вполне респектабельным уровнем политического и экономического развития.

Разрешение проблемы отмывания грязных денег видится в первую очередь на основе выработки соответствующей политической воли мирового сообщества. Однако до окончательного ее формулирования пока далеко. Предлагаемые подходы к разрешению рассматриваемой глобальной проблемы сильно различаются между собой. Крайние их формы базируются на концепции лидерства США в мировой эконо-

мике и вероятности отказа от национального суверенитета на основе использования возможностей представительных международных организаций. Так, в парламентских кругах США когда-то высказывалось мнение, что Америка и ее союзники должны в буквальном смысле «объявить войну» странам, отказывающимся от борьбы с отмыванием денег. Непосредственно в США предлагается даже ввести запрет для граждан этой страны на осуществление деловых контактов в странах, являющихся центрами отмывания денег. Прототипом такого решения может выступить действующий и сегодня запрет для американских граждан на ведение торговых операций с Кубой.

Подход Международного валютного фонда к данной проблеме несколько иной. Суть его сводится к необходимости установления минимальных стандартов при соблюдении правил, направленных на предотвращение отмывания денег. Страны, отказывающиеся соблюдать эти правила, столкнутся с необходимостью выплаты карательных налогов и сборов при движении капитала через их финансовые центры. Кроме того, финансовые сделки, заключаемые на территории этих стран, не получат признания с точки зрения норм международного права.

Представляет ли отмывание денег серьезную угрозу, и насколько эффективны для борьбы с этим явлением принимаемые сегодня меры? Попытаться ответить на поставленные вопросы можно, если иметь представление об используемых методах отмывания денег. Также в данном случае необходима информация о развитии национального режима мер по борьбе с отмыванием денег, а также попытках сдерживания данного явления на международном уровне.

Первая проблема, с которой сталкиваются борцы с отмыванием денег, заключается в трудности идентификации преступления. Как отмечается в докладе по контрабанде наркотиков и отмыванию денег Государственного департамента США, огромные прибыли, делающие контрабанду наркотиков могущественной и неуязвимой, практически исключают для большинства банков возможность отказа от участия в ее разделе (т.е. банкам делается, по сути, «предложение, от которого они не могут оказаться»). Борьба с отмыванием грязных денег сродни попыткам сбить бомбардировщик «Стелс», невидимый для радаров противника и использующий для этого целый набор современных новейших технологий. Специалисты по отмыванию денег также имеют в своем распоряжении целый арсенал средств, начиная от направления средств на офшорные и анонимные счета до дробления крупных сумм на мелкие для избегания необходимости соблюдать правила, требующие от банков раскрытия информации обо всех крупных депозитах.

Осознавая растущую угрозу, которую представляют собой грязные деньги, развитые государства попытались обезопасить себя путем принятия соответствующих мер. Прежде всего, приняты и впоследствии ужесточены законы, направленные на борьбу с отмыванием денег. Целый ряд промышленно развитых стран признал отмывание денег в качестве уголовно наказуемого преступления. Ранее отмывание денег должно было быть связано с предшествующим преступлением, например с контрабандой наркотиков. Некоторые страны, включая Германию и Гонконг, приняли или намерены принять законы, существенно облегчающие замораживание и конфискацию денег, имеющих сомнительное происхождение. Ряд стран, среди которых США и Великобритания, пошли дальше. Они распространили требование о раскрытии информации об инвестициях не только на банковские, но и на небанковские финансовые учреждения.

Усовершенствованы меры по сбору финансовой информации. Основную сложность в данном случае представляет собой исполнение соответствующих законов. Для решения поставленной задачи правительственные органы потребовали от банков обеспечить подготовку персонала в направлении обнаружения сомнительных сделок. Непосредственно в структуре правительственных органов были созданы финансовые спецслужбы, занятые розыском грязных денег. Годовой бюджет находящейся в составе Казначейства США Сети профилактики финансовых преступлений (*Financial Crimes Enforcement Network — FINCEN*) составляет 23 млн долл. В указанном подразделении казначейства работает примерно 50 специалистов-аналитиков, основная задача которых — анализ коммерческих и правительственных баз данных в поисках информации о деятельности, связанной с отмыванием денег.

Активизируется международное сотрудничество. Известно, в том числе и участникам операций по отмыванию денег, что чем больше границ пересекают деньги, тем больше шансов, что осуществляющие их отслеживание финансовые органы «утонут» в спорах об ограничениях, накладываемых на практический розыск грязных денег национальным суверенитетом. Остановить процесс пересечения деньгами национальных границ, безусловно, нельзя. Но решить проблему такого трансграничного загрязнения денежных потоков можно. Главным образом, на основе широкого международного сотрудничества. Усилия в этом направлении начали предприниматься не очень давно. Так, в 1989 г. страны «Большой семерки» учредили Рабочую группу по финансовой деятельности (*Financial Action Task Force — FATF*). В числе прочих в ее задачу входит налаживание международного сотрудничест-

ва по предотвращению отмывания денег. Офис группы находится в штаб-квартире Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в Париже. Сегодня в ее работе принимают участие все 26 стран — участниц ОЭСР. Страны-участницы обязаны принять к сведению выработанные группой 40 рекомендаций по борьбе с отмыванием денег. Международное сотрудничество стимулируется также специальными финансовыми службами, многие из которых создали у себя специализированную компьютерную сеть для обмена информацией об отмывании денег.

Имеют ли указанные усилия какой-нибудь результат? Точно сказать сложно, но данные, полученные из заслуживающих доверия источников, говорят скорее о том, что предстоит сделать, а не о достигнутых положительных результатах. Выводы опубликованного в 1995 г. доклада финансовой спецслужбы Австралии АВСТРАК (*AUSTRAC*), в частности, показывают, что ежегодно через эту страну отмывается от 1 до 4,5 млрд австрал. долл. (740 млн — 3,3 млрд долл. США). Реально указанный показатель доходит до 3,5 млрд австрал. долл. в год. Как отмечается в докладе, если эта цифра верна, то получается, что австралийская полиция в состоянии предотвратить отмывание лишь 1% всех попадающих в страну грязных денег. Указанный показатель выглядит на удивление низким, принимая во внимание тот факт, что Австралия, по всеобщему признанию, располагает одним из самых развитых в мире режимов предотвращения отмывания денег.

На сегодняшний день весьма ограниченное число стран располагает реальной статистикой наказаний за отмывание денег. Отмывание денег стало рассматриваться как самостоятельное преступление совсем недавно. Среди стран, наладивших требуемый статистический учет, лучше обстоит дело в Нидерландах. По данным министерства юстиции этой страны, в 1995 г. специальная финансовая служба Нидерландов получила донесения о 16 125 сомнительных финансовых операциях. Из них только 14% были признаны достаточно сомнительными, чтобы их можно было передать в полицию. И только по 0,5% общего числа сделок было принято судебное решение о наказании.

Невысокий уровень раскрытия преступлений, связанных с отмыванием денег, объясняется прежде всего тем, что режим предотвращения таких преступлений в большинстве государств все еще находится в зачаточном состоянии. Положение улучшается постепенно, и об этом свидетельствуют лишь косвенные факты. Так, в США комиссия профессионала по отмыванию денег в начале 1980-х гг. составляла 6% отмываемого объема, а в 2007 г. этот показатель уже достиг 25—28%. В настоящее время отмывание денег стало более сложным и рискован-

ным и поэтому более дорогостоящим. Как оценивают эксперты, возросший в последнее время контрабандный провоз наличных денег через границы является подтверждением того, что все большие объемы криминальных денег в банки не попадают.

Определенный прогресс отмечается и на международном уровне. Такие известные места паломничества отмывателей денег, как Швейцария и Каймановы острова, упростили для банков процедуру оповещения о сомнительных сделках. Подобное стало возможным в значительной степени на основе пересмотра и модификации законодательства о неразглашении банковской тайны. Кроме того, приняты меры по развитию международного сотрудничества местных финансовых спецслужб с иностранными. Активизировалась и Рабочая группа по финансовой деятельности (ФАТФ). В прошлом году впервые в своей деятельности она публично осудила бездеятельность одного из своих членов — Турции — за непринятие законов по борьбе с отмыванием денег. Банкам стран — членов группы было дано предупреждение о контроле над операциями с Сейшельскими Островами, после того как правительство Островов пообещало любому, кто разместит здесь 10 млн долл. и более инвестиций, иммунитет от административного и уголовного преследования.

К сожалению, не все принимаемые меры оказываются такими успешными, как прогнозировалось. Так, грязные деньги, не попадая в банковскую систему, вполне способны загрязнить другие отрасли экономики. По мнению полиции штата Техас (США), основными проводниками наркоденег в Мексику и обратно стали обменные пункты валюты. Уязвима и деятельность страховых компаний: «бизнесе» по отмыванию денег предполагает покупку за грязные деньги страховых полисов, дающих право на получение одноразовой премии. Страховые полисы предъявляются к досрочному погашению в обмен на «чистый» чек страховой компании либо используются в качестве гарантийного обеспечения банковских займов. В таких условиях резкий рост комиссии за отмывание денег следует оценивать комплексно. Указанное явление может отражать не только усложнение процесса отмывания денег, но и появление новой группы профессиональных отмывателей денег, более способных в борьбе с системой предотвращения отмывания денег и поэтому требующих большего вознаграждения за свои услуги. Правоохранительные органы опасаются, что эксперты новой волны по отмыванию денег вскоре овладеют системами электронных платежей, и цикл отмывания денег ускорится.

Как неблагоприятный можно рассматривать и такой фактор, что старые, традиционные центры отмывания денег закрываются, а на

смену им приходят новые. На сегодняшний день серьезные проблемы, связанные с отмыванием денег, имеются во многих странах, даже с развитым законодательством по предотвращению отмывания денег (США и Великобритания). В список стран с серьезными проблемами в области отмывания денег наряду с Кипром, являющимся, как говорят, основным центром офшорной деятельности российский мафии, попала Аруба, зависимая территория Нидерландов в Карибском бассейне. Еще несколько лет назад указанная территория никак не ассоциировалась с проблемой отмывания денег. Еще одно нововведение — Мексика, которая сегодня оценивается как элитный центр отмывания денег, специализацией которого является первичное размещение американской валюты в мировой финансовой системе. Следует, правда, отметить: в марте 1999 г. Правительство Мексики в качестве усилий по спасению своей репутации приняло серию мер по предотвращению отмывания денег.

В предстоящие годы список новых центров отмывания денег пополнится главным образом в результате появления в нем азиатских стран. Уязвимость региона с точки зрения отмывания здесь денег обусловлена значительной зависимостью местных экономических комплексов от наличного обращения. Более того, некоторые страны (Индия и Пакистан) располагают разветвленной подпольной банковской системой, существующей параллельно официальной. Основанная обычно на семейных связях и региональной структуре подпольная банковская сеть позволяет анонимно и по вполне приемлемым ставкам перемещать значительные объемы средств. Действие указанных благоприятных факторов, а также отсутствие законодательства по предотвращению отмывания денег уже превратили, например, Таиланд в рай для отмывания денег. Ежегодно здесь отмывается 730 млрд бат (28,5 млрд долл.), что эквивалентно 15% ВВП страны.

Все эти явления дают основания предполагать, что принимаемые сегодня в мире меры по борьбе с грязными деньгами явно не достаточны. Сдерживающим фактором выступает банковская тайна. Известно, что банки, расположенные во многих крупных центрах отмывания денег, могут подвергнуться преследованию за передачу конфиденциальной информации официальным органам, расследующим случаи отмывания денег. Во многих центрах еще предстоит принять законы о распространении режима борьбы с отмыванием денег на небанковские финансовые учреждения. Представители финансовых спецслужб жалуются, что в борьбе с отмыванием денег им приходится действовать со связанными за спиной руками.

Несмотря на некоторые положительные результаты, заслуживает критики выработанный на сегодня подход к проблеме центров отмывания денег как в офшорных зонах, так и на территории вполне развитых стран. Рабочая группа по финансовой деятельности сделала много полезного, однако оказалась недостаточно жесткой в отношении стран, сдерживающих эволюцию борьбы с отмыванием денег. Спустя несколько лет после присоединения Турции к ее деятельности ФАТФ лишь погрозила ей пальцем за недостаточную активность. Еще против одного участника — Австрии — меры принять еще предстоит. Австрия до сих пор разрешает анонимные сберегательные счета для своих граждан, несмотря на то, что Рабочая группа по финансовой деятельности требует запрета таких услуг. Критика участников Группы часто выхолащивается по дипломатическим причинам. Вместе с тем, как утверждается в Рабочей группе, серьезных поблажек все-таки ни одна страна-участница не получает.

В подходе Рабочей группы к рассматриваемым проблемам есть еще более серьезные пробелы. Каждый раз, когда Группа убеждает представителей финансового центра больше внимания уделять мерам по предотвращению отмывания денег, преступники уходят в новое место. По мере роста объемов денежных средств, поступающих в новые центры отмывания параллельно с приходом изгнанных с прежних мест профессиональных отмывателей, стимулов для новых центров к изменению действующего у них режима становится все меньше. Решить проблему можно путем создания региональных групп по предотвращению отмывания денег. Уже создана региональная рабочая группа по Карибскому бассейну. Всячески поддерживается идея создания аналогичной группы по Азиатско-Тихоокеанскому региону. При этом рассчитывать на быстрые результаты не приходится. Существует также опасность, что многие страны с восторгом поддержат политику ФАТФ, с тем чтобы, пользуясь ее вывеской и авторитетом, тянуть с практическим воплощением ее рекомендаций.

Следует ли идти по пути применения экономических санкций к странам, отказывающимся проводить мероприятия по борьбе с отмыванием денег? Наверное, нет. Запрет для граждан промышленно развитых стран вступать в деловые отношения с представителями стран, являющихся центрами отмывания денег, может навредить нормальному бизнесу, в то время как всемогущие отмыватели денег найдут новые обходные пути для своей деятельности. Поэтому целесообразно заключить международные соглашения, предусматривающие соблюдение минимума стандартов по предотвращению отмывания денег. Если такие меры не принимать, глобальная «стиральная машина» для грязных денег может выйти на новые обороты.

2. Мировой опыт

Европейский союз начал систематическую борьбу с отмыванием денег в 1991 г. Тогда вышла первая Директива, обязывающая финансовые учреждения сотрудничать с властями по выявлению грязных денег. Речь шла о том, что в случае обоснованных подозрений должна нарушаться тайна банковских вкладов. Однако правоохранительные органы давно указывали на недостаточную эффективность документа.

Несколько ранее активные меры по борьбе с отмыванием денег были начаты в США. В 1986 г. Конгресс США принял судьбоносный закон, согласно которому отмывание денег отнесено к разряду самостоятельных уголовных преступлений. В соответствии с этим законом любое лицо, сознательно идущее на совершение сделки с грязными деньгами (полученными благодаря правонарушениям) в целях продолжения незаконной деятельности или маскировки приобретенных неправедным путем доходов, признается виновным в уголовном преступлении.

Попытки разработки глобального механизма по борьбе с отмыванием денег увенчались первым успехом в 1989 г., когда удалось создать Рабочую группу по финансовой деятельности — специальный орган при Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). В нем представлены 26 стран, большинство из которых относятся к развитым. *FATF* ведет постоянный мониторинг деятельности правительств различных государств в сфере предотвращения незаконных финансовых операций. В феврале 2000 г. опубликован предварительный отчет, где указаны страны и территории, недостаточно активно препятствующие отмыванию денег.

Оценка проводилась по 25 критериям, основанным, в свою очередь, на 40 рекомендациях *FATF*, являющихся на сегодняшний день признанным международным стандартом. В июне того же года был опубликован новый отчет с данными, полученными в результате обследования первой группы финансовых центров. Из 26 обследованных стран и территорий 15 признаны не соответствующими критериям *FATF*. Процесс обследования включал в себя несколько этапов. Первоначально был обеспечен сбор информации (законодательная база и регулирование, отчеты, опросы и т.д.). Затем предварительные отчеты были высланы для ознакомления соответствующим органам исследуемых стран, которые дали собственные комментарии по ним. И, наконец, окончательные варианты отчетов утверждались на пленарном заседании *FATF*.

Отказывающимися от сотрудничества в 2000 г. были признаны следующие государства и территории: Багамские острова, Каймано-

вы острова, острова Кука, Доминиканская Республика, Израиль, Ливан, Лихтенштейн, Маршалловы острова, Науру, Ниуэ, Панама, Россия, Филиппины, Федерация Сент Китс и Невис, Сент Винсент и Гренадины.

В Израиле согласно данным отчета нет законодательства по борьбе с отмыванием денег, в связи с чем страна не соответствует стандартам *FATF* в области информирования о подозрительных транзакциях, криминализации, отмывания денег и создания финансовых спецслужб. Авторы отчета отмечали: Правительство Израиля намерено решить большинство из перечисленных проблем в ближайшее время.

Ливан попал под огонь критики в первую очередь из-за слишком строгого режима банковской тайны, а также из-за слабого международного сотрудничества в данной сфере. Опять-таки отсутствует специальный контролирующий орган, хотя власти страны обещали создать его в ближайшее время при участии представителей центрального банка, министерства финансов и ассоциации банкиров.

В Лихтенштейне нет адекватной системы информирования о подозрительных транзакциях, а также законодательства об обмене информацией и международном сотрудничестве. На борьбу с отмыванием денег выделяется недостаточно средств. Кроме того, местным банкам рекомендовалось требовать больше информации от своих клиентов.

В России до недавнего времени существовало множество препятствий на пути соответствия международным стандартам в области предотвращения, выявления и пресечения отмывания денег. Но постепенно ситуация улучшалась.

На сегодняшний день соответствующее законодательство в данной сфере принято и уже принесло ощутимые результаты, в частности, в виде отозванных у не выполняющих его банков лицензий. Кроме того, в России получили развитие такие важные составляющие для борьбы с отмыванием денег, как комплексная система идентификации клиентов банков, система информирования о подозрительных транзакциях, органы финансового надзора, обладающие необходимыми полномочиями, основы процедур взаимодействия с зарубежными правоохранительными органами, расследующими случаи отмывания денег. Вместе с тем ситуацию осложняют продолжающаяся утечка капиталов в крупных масштабах, неразвитость рыночных институтов, недостаток фискальных ресурсов. Разумеется, российские власти заявляют о своей готовности ликвидировать имеющиеся недостатки в ближайшее время.

Каковы же последствия включения в «черный список»? Помимо серьезного ущерба, нанесенного авторитету этих стран на междуна-

родной арене, могут возникнуть и чисто экономические проблемы. Так, *FATF* рекомендует всем финансовым учреждениям «уделять особое внимание деловым отношениям и транзакциям при участии лиц — резидентов стран и территорий, отказывающихся от сотрудничества». Проще говоря, банкам, компаниям и просто гражданам этих стран будут меньше доверять во всем мире. Более того, если эти страны и в будущем не приведут свое законодательство в соответствие с критериями *FATF*, в их отношении «могут быть предприняты контрмеры».

Кстати, в 2000 г. *FATF* опубликовала еще один отчет, посвященный новым тенденциям в области отмывания денег. В нем, в частности, были подняты следующие вопросы.

Во-первых, *FATF* уделяет большое внимание интернет-банкингу как потенциальному средству отмывания денег. При проведении банковских транзакций через Интернет отсутствует прямой контакт между клиентом и банком. Более того, установить доподлинно личность и местоположение клиента во многих случаях вообще невозможно. При этом стираются и географические границы, так как очень часто услуги интернет-банкинга предоставляются вне зависимости от гражданства клиента. Эксперты *FATF* пока не в силах до конца ответить на вопрос, чем вызвано столь малое число зарегистрированных случаев отмывания денег через интернет-банкинг? То ли Интернет пока редко используют с такой целью, то ли отслеживать подобные случаи очень сложно.

Во-вторых, вызывает тревогу продолжающееся развитие так называемых параллельных банковских систем, тесно связанных с «черным рынком» валюты, а также с устоявшимися национальными традициями. Например, эти схемы широко известны в Казахстане благодаря активной деятельности менял и контрабандистов из Узбекистана. Кроме того, вполне возможно в ближайшем будущем проникновение в Казахстан хорошо разработанной китайской системы «параллельного банкинга».

В очередной раз *FATF* обращает внимание на проблему использования «подставных компаний». Кстати, здесь также появилось много новшеств, связанных с распространением и развитием Интернета. Впрочем, использование офшорных филиалов (в совокупности с системами трансфертного ценообразования) до сих пор является нормальной практикой для транснациональных корпораций. Кроме того, согласно данным отчета все так же активно используются схемы, когда прикрытием для нелегальных транзакций служат внешнеторговые операции.

3. Источники и составные части процесса отмывания денег

Главным источником отмываемых денег по-прежнему является торговля наркотиками. Второе место занимают различные виды мошенничества (банковское, финансовое, налоговое, а также на основе возможностей интернет-магазинов и т.п.). Другие источники — контрабанда, игорный бизнес и перевозка нелегальных иммигрантов.

Настоящих новинок в сфере отмывания денег немного. В качестве примеров можно назвать случаи, когда с этой целью использовались продажа выигрышных лотерейных билетов или схема, названная «карусель НДС». Последняя основана на существующих пока недостатках единой системы налогообложения в Европейском союзе. Зачастую в преступных схемах используются вполне легальные платежно-расчетные учреждения, например *Western Union*. В целом, считает *FATF*, для усиления борьбы с отмыванием денег необходима активизация деятельности региональных организаций и дополнительная координация их работы в сочетании с принятием общих международных правил и стандартов.

Для отмывания денег могут использоваться как местные, так и иностранные юридические и физические лица. Внутри страны может также отмываться иностранный капитал, особенно в случаях, когда страна обладает слабой системой противодействия отмыванию денег. Для операций по отмыванию денег могут целенаправленно использоваться или создаваться финансовые и нефинансовые институты. Глобализация финансовых рынков постепенно стирает границы между внутренними и внешними источниками незаконного капитала, схемами его отмывания независимо от места преступления или получения дохода от незаконной деятельности.

Среди экономических особенностей стран, способствующих отмыванию денег, можно выделить следующие:

1) высокая доля неофициальных доходов населения и бизнеса, существование параллельной экономики или «черного рынка»;

2) несовершенство механизмов контроля и мониторинга над деятельностью финансовых институтов, несоблюдение международных стандартов регулирования финансовой деятельности, разработанных специализированными международными организациями;

3) распространение коррупции среди государственных исполнительных, правоохранительных и судебных органов власти;

4) отсутствие обязательного бухгалтерского учета для банков;

5) анонимные банковские счета;

6) существование внутри страны «зон свободной торговли», обладающих льготным порядком регулирования операций и контроля над деятельностью институтов;

7) невозможность или ограничение возможности обмена финансовой информацией с иностранными правоохранительными органами;

8) отсутствие обязательности идентификации клиентов;

9) неадекватная процедура учреждения финансовых и нефинансовых институтов, открытия филиалов за пределами страны и лицензирования финансовой активности, не учитывающая или учитывающая не в должной мере необходимость идентификации реальных собственников или владельцев компании;

10) законодательное закрепление тайны финансовых операций, недостаточные требования к транспарентности финансовых операций и собственности на активы;

11) просчеты в регулировании валютообменных операций и иных операций с наличными денежными средствами. Широкое использование банками операций с привлечением офшорных компаний;

12) существование анонимных денежных счетов и финансовых инструментов, включая акции и облигации, по которым допустима выплата средств «на предъявителя» (например, в 1998 г. французские банкиры отказались принимать к оплате чеки некоторых корреспондентских банков в Израиле и Иордании в связи с различиями банковских правил в этих странах. Во Франции, чтобы получить деньги по банковскому чеку, нужно депонировать его в банке. Сделать это может только тот, на чье имя выписан чек. В Израиле и Иордании чек можно просто обналичить, а человек, которому этот чек выписан, может переадресовать его другому лицу);

13) доступ финансовых институтов к международным центрам торговли золотыми слитками, торговле драгоценными металлами.

Таким образом, страна, обладающая этими особенностями, в наибольшей степени подвержена риску стать источником, стартовым местом отмывания денег, по крайней мере, на первом этапе этого процесса.

Наиболее распространенной при отмывании грязных денежных средств является так называемая трехфазовая модель. Она предполагает выделение в процессе легализации следующих стадий: размещение (*placement*), расслоение (*layering*) и интеграцию (*integration*). Указанные стадии могут осуществляться одновременно или частично накладываться друг на друга. Это зависит от выбранного механизма легализации и от требований, предъявляемых преступной организацией.

Размещение (placement) наличных денежных средств необходимо для отделения грязных средств от места их происхождения. Для этого годятся финансовые инструменты. Размещение также осуществляется в финансовых учреждениях, розничной торговле. Чаще всего эти операции «проворачиваются» за пределами страны.

Этап размещения крупных сумм наличности — самое слабое звено в процессе отмывания денег. Незаконно полученные деньги наиболее легко могут быть выявлены на этом этапе.

Расслоение (layering) — отрыв незаконных доходов от их источников путем сложной цепи финансовых операций, направленных на маскировку проверяемого следа этих доходов. Если размещение больших сумм денег прошло успешно, т.е. не было обнаружено, то вскрыть дальнейшие действия отмывателей денег становится намного труднее. Различные финансовые операции наслаиваются одна на другую с целью усложнить работу правоохранительных органов по отысканию незаконных фондов, подлежащих конфискации.

Интеграция (integration) — стадия процесса легализации, непосредственно направленная на придание видимости законности преступно нажитому состоянию.

После того как процесс расслоения успешно проведен, отмыватель денег должен создать видимость достоверности при объяснении источников появления своего богатства. Во время интеграции отмытые деньги помещаются обратно в экономику. Таким образом, они входят в банковскую систему под видом честно заработанных доходов. Если след отмываемых денег не был выявлен на двух предыдущих стадиях, то отделить законные деньги от незаконных исключительно сложно. Обнаружить отмытые деньги на стадии интеграции возможно лишь с помощью агентурной работы.

Известна также четырехфазовая модель. Этот подход к структурированию процесса отмывания используют эксперты ООН.

Первая стадия — освобождение от наличных денег и перечисление их на счета подставных лиц, например, родственников. При этом соблюдается только одно условие: посредники должны иметь собственные счета в банках. Интерес представляют посредники, имеющие счета в международных банках.

Вторая стадия — распределение наличных денежных средств. Они реализуются посредством скупки банковских платежных документов и других ценных бумаг. На этой стадии возможно использование осведомителей, способных сообщить правоохранительным органам о незаконном обороте денежной массы. Распределение наличных денежных средств осуществляется часто в пунктах по обмену валюты, казино и ночных клубах.

Третья стадия — маскировка следов совершенного преступления. Перед преступником, отмывающим доходы, на этой стадии стоит следующая задача: принять все меры к тому, чтобы постороннее лицо не узнало, откуда получены деньги и с помощью кого они распределены в

те или иные учреждения или организации. В целях выполнения этой задачи возможно:

• использование банков для открытия счетов, расположенных, как правило, далеко от места работы и проживания преступников;

• перевод денег в страну проживания из-за границы, но уже легально с новых счетов фирм или иных учреждений;

• использование подпольной системы банковских счетов.

Система подпольных банковских счетов получила большое распространение в государствах Центральной, Восточной и Южной Азии (например в Китае, Индии и Пакистане). Ее суть заключается в том, что любой житель Европы, имеющий отношение к отмыванию денег, полученных в результате наркобизнеса, может передать наличные деньги заинтересованному лицу — гражданину другого государства, например Пакистана. Гражданин этой страны передает европейцу в обмен на деньги свою кредитную карточку, и последний получает на основании этой карточки соответствующую сумму денег на территории Пакистана.

Может устанавливаться и парольная система. Паролем между группировками, занимающимися наркобизнесом в той или иной европейской стране, например в Германии, могут быть две половинки разрезанной купюры. Представитель преступной организации, действующей, например, на территории России, выезжает на встречу с наркодельцами в Германию. Обмен информацией или передача денег происходит на основании сличения двух половинок одной и той же денежной купюры, являющейся паролем. Такая система действует очень эффективно в преступном мире, поскольку полиции весьма сложно ее раскрыть.

Четвертая стадия — интеграция денежной массы. На этой стадии преступные сообщества инвестируют легализованные капиталы в различные сферы и отрасли бизнеса.

Швейцарский специалист К. Мюллер предложил четырехсекторную модель легализации денег. В ее рамках выделяются сектора и связанные с ними стадии отмывания. Критериями для выделения являются: легальность (нелегальность) операций и страна совершения основного преступления (страна отмывания денег).

В первом секторе (страна основного преступления — легальность) осуществляется внутреннее, предварительное отмывание.

Во втором секторе (страна основного преступления — нелегальность) происходит сбор прошедших предварительное отмывание денег в пул и подготовка их к контрабанде.

В третьем секторе (страна отмывания денег — нелегальность) идет подготовка к вводу денег в легальную финансовую систему.

В четвертом секторе (страна отмывания денег — легальность) производятся маскировочные действия в виде переводов, инвестиций.

Согласно двухфазной модели основными стадиями легализации являются *money laundering* (отмывание денег) и *recycling* (возвращение в оборот).

Эти стадии можно, соответственно, отнести к отмыванию первой и второй степени.

Первая степень представляет собой отмывание денег, полученных непосредственно от совершенного преступления. Отмывание первой степени осуществляется путем обмена денег на купюры иного достоинства или другие виды валют. На этой стадии осуществляются краткосрочные операции.

Вторая степень представлена среднесрочными и долгосрочными операциями, посредством которых предварительно отмытым деньгам придают видимость полученных из законных источников и вводят в легальный экономический оборот.

В соответствии с этим подходом различают страны совершения основного преступления, ставшего источником дохода, и страны отмывания денег.

Основная проблема отмывания денег сводится, таким образом, к переводу больших незаконно полученных наличных сумм или иного имущества в легко управляемые финансовые инструменты или другие виды имущества.

Методы, с помощью которых преступники используют финансовые организации, включают:

- смерфинг — превращение наличных денег в финансовые инструменты;
- обмен мелких банкнот на купюры более крупного достоинства;
- обменные сделки — организованный обмен денег на купюры иного достоинства или другую валюту;
- структурирование операций с наличными деньгами;
- установление контроля над финансовыми учреждениями;
- незаконное использование исключений из закона;
- использование корреспондентских отношений между банками;
- создание ложного бумажного следа;
- слияние законных и незаконных фондов;
- перевод преступно полученных денег за рубеж;
- использование «коллективных» счетов;
- использование транзитных счетов;
- механизм гарантии ссуды.

Структурирование операций с наличными деньгами (техника дробления вкладов) — ограничение масштабов осуществляемых фи-

нансовых операций (вклады, покупка денежных инструментов и обмен купюр мелкого достоинства на более крупные купюры) с целью избежать заполнения специальных форм отчетности посредством разделения одной крупной суммы на ряд небольших (размером менее 10 тыс. долл. для США и большинства стран, принявших специальное законодательство о контроле над отмыванием денег). Затем деньги переводятся на другой счет, часто в другой стране. Это один из наиболее часто используемых методов на данной стадии отмывания.

Установление контроля над финансовыми учреждениями — метод, основанный на установлении контроля над деятельностью персонала финансового учреждения или над финансовым учреждением со стороны преступной организации. Такое подчинение упрощает размещение незаконных денег, их распределение и интеграцию.

В случае попытки криминальных организаций проникнуть в мелкие банки и небанковские финансовые структуры, а также усилить контроль над деятельностью предприятий, расположенных в зоне их действия, для отмывания капиталов их целью оказываются руководители и служащие банков, которые соглашаются оказывать содействие в дроблении счетов, использовании банковских счетов для отмывания и получения средств. «Работа» ведется несколько месяцев, затем операции прекращаются, и на счету остаются незначительные суммы.

Примером использования легальных финансовых учреждений для отмывания доходов, полученных преступным путем, может служить деятельность британского *Bank of Credit and Commerce International (BCCI). BCCI* являлся крупнейшим банком в Соединенном Королевстве Великобритании и Северной Ирландии и шестым крупнейшим банком в мире. Он имел 425 отделений в 73 странах. *BCCI* выплачивал своим клиентам в Соединенном Королевстве более высокие проценты, чем его конкуренты, поскольку, как предполагается, мошенничество позволяло ему осуществлять конкуренцию нечестными средствами.

BCCI «отмыл» около 20 млрд долл. В отмывании грязных средств принимало участие около 10% служащих банка. Среди клиентов банка были высшие должностные лица и даже террористы. Всего клиентами банка являлось свыше миллиона граждан.

Незаконная деятельность *BCCI* пресечена 5 июля 1991 г. Банк занимался отмыванием в общей сложности более 12 лет. В течение длительного времени *BCCI* рассматривался как вполне приличный банк. МБРР и МВФ проводили с ним операции и предоставляли ему кредиты. Преступная деятельность *BCCI* в конечном счете была пресечена национальными властями. При этом особую роль в этом сыграл Банк

международных расчетов, в 1975 г. создавший Комитет по регулированию и контролю над банковской деятельностью.

Одной из причин столь длительной преступной деятельности банка стала перегруженность финансовой системы. В 1970—1990 гг. объем международных денежных потоков возрос на порядки, в то время как контрольные меры развивались не так быстро.

Незаконное использование исключений из закона используется в странах, принявших специальное законодательство об отмывании денег. Банкам предоставляется право освобождать от заполнения специальных форм отчетности об операциях с наличными определенных клиентов, действующих в сферах бизнеса, где проведение операций с наличными, превышающих установленный предел, является нормальной практикой. Среди других исключений, используемых для размещения наличных денег, можно отметить использование больших сумм наличных представителями этнических и иных групп, члены которых не привыкли использовать механизмы платежа, основанные на использовании документов.

Использование корреспондентских отношений между банками связано с пересылкой незаконных сумм в банки-корреспонденты и созданием видимости законного перемещения средств с помощью межбанковского перевода. Такой метод позволяет преступникам перемещать особо крупные суммы путем образования документов, вуалирующих истинную суть операций.

Создание ложного бумажного следа — преднамеренное использование документов, маскирующих истинные источники, собственников и места расположения незаконно полученных доходов. Это может быть сделано путем заполнения ложной формы отчетности о движении наличных с целью «узаконить» наличные, полученные внутри страны, которые позднее были отмыты.

Методом использования «коллективных» счетов часто пользуются выходцы из Африки и Азии. Иммигранты вносят многочисленные мелкие суммы на один счет, а затем эти вклады переводятся за границу. Часто на иностранный счет поступают средства с нескольких счетов, на первый взгляд никак не связанных между собой в стране происхождения.

Использование транзитных счетов, открытых в финансовых учреждениях иностранными банками или компаниями. Иностранный банк переводит все вклады и чеки своей клиентуры (как правило, индивидуальных вкладчиков или предприятий, расположенных за пределами страны) на единый счет, который он открывает в местном банке. Иностранные клиенты имеют право подписи и могут осуществлять международные банковские операции.

В целях отмывания денег возможно использование предприятий, где значительные суммы наличных денег представляют собой обычное и законное явление. Это, главным образом, рестораны, бары, гостиницы, компании — владельцы торговых автоматов и др. Делается это путем слияния законных и незаконных средств. При этом используются две схемы.

В *первом случае* результат достигается путем сокрытия незаконных доходов в массе законных операций (слияние).

Во *втором случае* создается фиктивная компания, не осуществляющая реальную экономическую деятельность. Предприятие создает лишь видимость осуществления операций, показывая в финансовой отчетности в качестве дохода легализуемые деньги.

Еще один способ отмывания денег — *приобретение имущества за наличные*. К такому имуществу относятся машины, яхты, самолеты, предметы роскоши, недвижимость. Цель приобретений — тройная: непосредственно отмывание денег, поддержание высокого жизненного уровня и собственного престижа, а также приобретение имущества, которым хотелось бы пользоваться.

Перевод преступно полученных денег за рубеж осуществляется в двух основных формах: посредством физического вывоза и вывоза через финансовые сделки.

Отсутствие во многих европейских странах пограничного контроля над движением наличных средств позволяет преступникам перевозить значительные объемы денег. Однако еще более значительные суммы можно спрятать в грузовиках с товарами. Известно, что объем каждой перевозки наличности обычно составляет не более 300 тыс. долл., что позволяет преступникам ограничить свои потери в случае воровства или успешной работы оперативных служб.

Организации, специализирующиеся на проведении валютных операций, подразделяются на три категории: отделы валютных операций в основных индустриальных банках, крупные валютно-торговые компании, работающие с множеством валют, и мелкие валютно-торговые компании, расположенные вблизи международных границ. Хотя их основная законная функция — обмен одной валюты на другую, они обычно предоставляют ряд прочих услуг (например, продажа денежных ордеров и чеков, перевод денег по телеграфу, обмен валюты на чеки и платежи для клиентов со счетов валютных компаний). Даже следуя существующим законам и правилам, все три категории организаций могут обеспечить эффективную защиту незаконных операций при вывозе валюты из страны.

Возможности для отмывания средств есть и в учреждениях, занятых переводами денежных средств. Это обусловлено тем, что их дея-

тельность регламентируется законодательством в гораздо меньшей степени, чем деятельность банков.

С отмыванием денег может быть связана деятельность фирм по торговле драгоценными металлами, камнями и художественными изделиями. Часто расчеты здесь ведутся наличными. Наличные деньги обмениваются на драгоценные металлы, камни или произведения искусства, которые, в свою очередь, могут служить расчетным инструментом, причем их легче перевезти. Крупные покупки за наличные в этом виде бизнеса не являются подозрительными. Продажа и покупка драгоценных металлов часто происходит через брокера, и сам предмет покупки физически не переходит из рук в руки. Тем не менее генерируется огромное количество финансовых операций. Брокер в таких операциях часто указывается в финансовой базе Казначейства США как собственник денег.

В качестве примера можно привести деятельность брокерской фирмы «Андониэн Бразерс Мэнюфекчуринг Ко», входившей в сеть организаций, отмывающих деньги для Медельинского наркокартеля. Как-то компания внесла на свой счет в банке в течение 90 дней наличными 25 млн долл. Факт отмывания денег был установлен после того, как в корзинах для мусора в помещениях фирмы были найдены параллельные гроссбухи. Двойная бухгалтерия велась для сокрытия незаконных действий, а также предоставления отчетности заинтересованным лицам, очевидно, и клиентуре. Всего за два года было отмыто более 1 млрд долл. По результатам расследования был наложен арест на один из колумбийских банков, задержаны 127 человек, конфискована 1 т кокаина.

С точки зрения отмывания денег не последнее место по своим возможностям занимают казино и другие подобные заведения — ипподромы, спортивные тотализаторы. Поскольку тотализаторы законны, нелегальная активность может быть легко замаскирована путем слияния нелегальных и законных фондов. Индустрия азартных игр активно использует наличные деньги, предоставляя своим клиентам анонимность. Казино предлагают полный спектр таких финансовых операций, как предоставление кредитов, сейфов, продажа чеков и перевод денег.

В связи с ужесточением законодательства, направленного на борьбу с отмыванием денег, преступники все чаще прибегают к услугам профессиональных адвокатов, бухгалтеров, финансовых советников, специализированных организаций и служб. При этом используются не их традиционные услуги, а скорее их положение и возможности. Так, известны случаи использования счетов адвокатов и поверенных в делах для проведения отдельных фаз операций по отмыванию грязных

денег. В связи с конфиденциальным характером отношений с клиентурой доказать незаконность происхождения денег и проводимых операций по адвокатским счетам крайне сложно.

Организации, выпускающие денежные ордера и дорожные чеки, могут быть задействованы в отмывании средств не только непосредственно, но и косвенно. Перевод наличных денег в другие денежные инструменты создает условия для более легкой транспортировки незаконных доходов или их размещения на финансовых счетах без заполнения отчетности.

Итак, в обобщенном виде для маскировки отмывания денег, полученных преступным путем, используются следующие организации:

• учреждения, связанные с индустрией развлечений: предприятия, организующие досуг в целом; бары; кафе-мороженое; дискотеки; спортивные оздоровительные центры; гостиницы и рестораны; клубы для мужчин; агентства, организующие проведение концертов и других культурных программ; массажные салоны; пиццерии; сауны; секс-магазины; видеотеки;

• учреждения, связанные с автомобильным бизнесом: торговля автомобильными покрышками; прокат автомобилей; использование автомобилей в коммерческих целях; комиссионная торговля автомобилями; торговля запасными частями для автомобилей; ремонт автомобилей; торговля бензином;

• организации розничной торговли: антикварные магазины; комиссионные магазины; магазины по продаже электронно-вычислительной техники; фотомагазины; ювелирные магазины; магазины модных товаров; пункты проката; обувные магазины (особенно по продаже итальянской обуви); магазины по продаже подержанных вещей; магазины по продаже оружия; магазины по продаже радиоприемников и радиодеталей; фирмы-поставщики для ресторанов;

• предприятия сферы услуг (за исключением сферы развлечений): фирмы по установке автоматов; агентства, осуществляющие перевозки автобусами; типографии; фирмы по найму жилья; агентства по организации морских и речных перевозок; мастерские по выполнению татуировок и т.п.;

• другие предприятия: строительные фирмы; предприятия, торгующие металлоломом.

Размещение незаконно полученных доходов за границей без использования официальных учреждений происходит посредством физического вывоза.

Физический вывоз денежных средств осуществляется различными методами, среди которых наиболее типичные — скрытый вывоз денег

курьерами, а также вывоз денег в тайниках в транспортных средствах или грузах.

Существует много способов, позволяющих вернуть отмытые деньги обратно в экономику. Например, недвижимость может быть куплена подставной корпорацией, использующей незаконные деньги. Выручка от последующей продажи этой недвижимости уже считается законно заработанным доходом. Может быть также куплен находящийся в упадке бизнес, чтобы создать видимость того, что его доход является результатом активной работы этого бизнеса.

Эффективно для интеграции незаконных доходов обратно в отечественную экономику искажение цен внешнеторговых сделок. Существует, как минимум, две разновидности подобных схем.

Первая категория связана с завышением в документах ввозимых в страну денежных сумм в целях оправдания вложений соответствующих денег в банки.

Вторая категория связана с завышением объема экспорта с целью обосновать получение соответствующих сумм из-за рубежа.

В качестве примера сделок с занижением цены можно привести операции с недвижимостью. Приобретается дом по заниженной цене. Разница доплачивается грязными деньгами. После этого имитируется ремонт, и объект продается по более высокой цене. В результате формируется внешне легальный доход. Подобные операции проводятся и с акциями по условиям рыночных цен.

Сделки с завышением цены распространены в биржевом обороте, в операциях с произведениями искусства, на аукционах. Вещи, стоимость которых можно определить лишь условно, оценочно, продаются по очень высокой цене. В результате образуется высокий реальный доход.

Использование банковских счетов иностранной или совместной фирмы дает возможность манипулирования деньгами в виде предоставления ссуд, оплаты аккредитивов, выплаты гонорара за консультации, чтение лекций, производства платежей по фальшивым договорам или за фиктивные услуги, выплат заработной платы или комиссионных отдельным лицам или компаниям.

Фонды денежных средств, имеющие преступное происхождение, могут быть представлены как законно полученные путем придания им видимости заемных средств. Кредитором выступает формально независимая, но фактически контролируемая преступником компания. Она может быть реально существующей или фиктивной. Такие компании обычно образуются в тех странах, где законы охраняют интересы корпораций. Побочным результатом такой схемы является уменьше-

ние налогооблагаемой базы за счет отнесения суммы процентов на издержки.

Отмывание денег с использованием контролируемых иностранных банков — вершина уголовного мастерства. Раскрытие такого отмывания чрезвычайно сложно для правоохранительных органов. Это вызвано, во-первых, возможностями иностранных банков скрыть значительную часть своей активности по переводу денег. Во-вторых, используя банковских служащих, отмыватель денег может получить кредит, имеющий видимость законного, хотя фактически этот кредит обеспечен незаконными доходами. Наконец, добровольная помощь иностранного банка часто ограждена банковскими законами и положениями независимого государства от чрезмерного вмешательства правоохранительных органов.

Оценить масштабы отмывания денег непросто. Такая попытка была предпринята Мишелем Комдесю, директором-распорядителем МВФ, в феврале 1998 г. По его мнению, сегодняшний объем отмывания денег уже превосходит всякое воображение — от 2 до 5% мирового ВВП.

Во многих странах разработаны детализированные инструкции по выявлению процессов отмывания денег и усилению надзорной деятельности финансовых институтов. Но время и коррупция подрывали самые лучшие начинания.

Например, в феврале 1998 г. отдел ОЭСР по финансовым поручениям отметил в ежегодном отчете сложившуюся неблагоприятную ситуацию с отмыванием денег в Мексике. В отчете говорилось: «Самыми излюбленными технологиями продолжают оставаться контрабандный вывоз валюты наряду с электронными переводами, чеками Мексиканского банка и «черным рынком» обмена песо. Коррупция остается главным препятствием для борьбы с отмыванием денег в Мексике».

Отдел поручений разработал целый ряд практических рекомендаций. Была предложена целая система общих стандартов для национальных властей, борющихся с отмыванием денег, налажено взаимодействие национальных властей и финансовых институтов, поддерживалась деятельность правительств стран, не входящих в ОЭСР, оказывалось деятельное содействие региональным организациям, борющимся с этой проблемой.

В то же время ведущие организаторы мировой банковской системы готовили к реализации долгосрочный проект создания современной универсальной международной системы банковского надзора, ставящей своей целью достижение максимальной, никогда раньше не практиковавшейся открытости международных операций. Успех на этом

поприще хорошо увяжется с проводимой сейчас работой по борьбе с отмыванием денежных средств.

В настоящее время говорить о серьезных успехах в деле борьбы с отмыванием денег не приходиться. Вместе с тем вполне очевидны некоторые положительные, главным образом локальные, результаты. Так, создан серьезный прецедент наказания иностранных банков в США за нарушение американского законодательства, направленного на предотвращение отмывания денег. В табл. 11.1 приведены наиболее яркие примеры преследования за нарушение указанного законодательства.

Таблица 11.1

Иностранные банки, понесшие наказание в США

Банк / Страна местонахождения	Местонахождение в США	Нарушение	Взыскание /Дата вступления в силу
LBS Bank (Югославия)	Филадельфия	*BSA* (непредставление отчета о валютных операциях)	Штраф 50 тыс. долл. (сентябрь 1989 г.)
Bank Leumi Trust Co (Израиль)	Нью-Йорк	*BSA* (непредставление отчета о валютных операциях)	Штраф 242 тыс. долл. плюс взыскание 291 тыс. долл. (декабрь 1989 г.)
Bank of Credit and Commerce International (Пакистан)	Темпа	Незаконное отмывание денег	Конфискация 15,3 млн долл. (январь 1990 г.)
Bank Dagang Negara (Индонезия)	Лос-Анджелес	*BSA* (непредставление отчета о валютных операциях)	Постановление о прекращении деятельности (февраль 1990 г.)
Banco de Occidente S.A. (Колумбия)	нет	Незаконное отмывание денег	Конфискация 5 млн долл. (август 1990 г.)
National Mortgage Bank of Greece (Греция)	Нью-Йорк	Незаконное отмывание денег	Штраф 8 млн долл. плюс взыскание 2,13 млн долл. (ноябрь 1990 г.)
Habid Bank AG Zurich (Швейцария)	Лос-Анджелес	*BSA* (непредставление отчета о валютных операциях)	Постановление о прекращении деятельности плюс взыскание 200 тыс. долл. (июль 1992 г.)

Продолжение табл. 11.1

Банк / Страна местонахождения	Местонахождение в США	Нарушение	Взыскание /Дата вступления в силу
National Bank of Pakistan (Пакистан)	Чикаго	*BSA* (непредставление отчета о валютных операциях)	Постановление о прекращении деятельности плюс взыскание 200 тыс. долл. (сентябрь 1992 г.)
Hong Kong and Shanghai Bank (Гонконг)	Гуам	*BSA* (непредставление отчета о валютных операциях)	Взыскание 225 тыс. долл. (август 1993 г.)
United Mizrahi Bank, Ltd. (Израиль)	Лос-Анджелес	*BSA* (непредставление отчета о валютных операциях)	Постановление о прекращении деятельности плюс взыскание 400 тыс. долл. (октябрь 1993 г.)
Banque Leu (Люксембург)	нет	Незаконное отмывание денег	Конфискация 3,34 млн долл. и штраф 60 тыс. долл. (декабрь 1993 г.)
Lombard Bank, Ltd. (Вануату)	Майами	Работа без лицензии; сквозные счета	Постановление о прекращении деятельности (август 1994 г.)
State Bank of India (Индия)	Нью-Йорк	*BSA* (различные нарушения)	Постановление о прекращении деятельности (сентябрь 1994 г.)
Atlantic Bank of New York (Греция)	Нью-Йорк	BSA (незаконная разбивка депозитов)	Штраф 1 млн долл. плюс взыскание 100 тыс долл. (август 1995 г.)
Bangkok Metropolitan Bank (Таиланд)	Сан-Франциско и Нью-Йорк	Рискованные и необоснованные операции, включающие незаконное отмывание денег	Штраф 3,5 млн долл. и отзыв лицензии на деятельность в США (июль 1996 г.)

Окончание табл. 11.1

Банк / Страна местонахождения	Местонахождение в США	Нарушение	Взыскание /Дата вступления в силу
Banca Serfin (Мексика)	нет	Незаконное отмывание денег	Конфискация 4,2 млн долл. и штраф 500 тыс. долл. (март 1999 г.)
Banca Confia (Мексика)	нет	Незаконное отмывание денег	Конфискация 12,2 млн долл. (март 1999 г.)
Bancomer (Мексика)	Лос-Анджелес	Незаконное отмывание денег	Конфискация 9,4 млн долл. и штраф 500 тыс. долл. (март 1999 г.)

Ужесточается контроль над отмыванием денег в банках Швейцарии. С момента принятия в этой стране закона о более подробной банковской отчетности (1998 г.) число сообщений о возможном отмывании грязных денег увеличивается каждый год в пять раз. Известно также, что закон стал очередной попыткой альпийской страны поправить свою пошатнувшуюся банковскую репутацию.

Как выглядят сообщения о возможном отмывании грязных денег? Вот типичный пример отчета полиции за относительно короткий срок. Полиция Швейцарии получила 210 сигналов о вкладах на общую сумму 270 млн долл. В одном из отчетов говорилось о банковском счете на 32 млн долл., однако большая часть сообщений свидетельствовала о менее крупных суммах, в среднем на 2 млн долл.

Около 80% денег, о которых шла речь, — деньги иностранцев. Одна страна из региона Персидского залива даже попыталась положить на счет в швейцарском банке миллионы фальшивых долларов. Поддельные деньги, правда, не были включены в финальный отчет.

В результате более 100 дел рассматривались кантональными и федеральными прокурорами. Основная часть незаконных транзакций происходила в кантонах Женева, Цюрих и Тычино. При этом большая часть дел требовала взаимодействия швейцарских служб с властями других стран, что затягивало расследование. Однако многие счета, по поводу которых велось следствие, были заблокированы правоохранительными органами с санкции прокуроров.

Контроль над сомнительными транзакциями усилился и в самой банковской среде, откуда поступило 80% всех сигналов.

Несмотря на значительный рост числа сообщений о подобных противозаконных операциях, их все еще недостаточно, если учитывать исключительную роль Швейцарии в международной финансовой системе.

Особое внимание предполагается уделить финансовым потокам вне банковского сектора. На протяжении десятилетий движение денежных средств в Швейцарии традиционно было объектом строжайшей тайны. Сегодня финансовая спецслужба страны намерена положить этому конец. Служба планирует ежегодно публиковать данные о количестве сигналов и об общей сумме подозрительных транзакций.

В большинстве стран отмывание денег признано уголовным преступлением. Этот момент четко зафиксирован в их законах. Более того, в некоторых законах прямо указывается, что рассмотрению такого рода дел должен отдаваться приоритет по сравнению с другими вопросами.

Законы многих стран рассматривают отмывание денег как тяжкое преступление. Об этом свидетельствуют длительные сроки наказания и огромный размер штрафов, предусмотренных за это преступление. В частности, на Мальте — тюремное заключение до 14 лет и (или) штраф до 1 млн мальтийских лир, в США — тюремное заключение до 20 лет и штраф до 500 тыс. долл. или в сумме, вдвое превышающей совокупную сумму сделок, в отношении которых предъявлено обвинение, в зависимости от того, какая из сумм больше. Предусмотрена также обязательная конфискация имущества. Максимальный срок тюремного заключения по законодательству Греции составляет от пяти до 10 лет.

Страны уделяют особое внимание крупным сделкам, которые могут быть осуществлены в целях отмывания денег. Каждая страна устанавливает собственный количественный «порог» таких сделок, исходя из параметров экономики и других соображений.

В Аргентине Центральный банк требует от кредитных организаций сообщать о счетах, на которые поступает свыше 50 тыс. песо ежемесячно или 200 тыс. песо в течение года. Мексика контролирует переводы средств через границу размером свыше 20 тыс. долл. и меньше, если сделка или совершаемая операция представляется учреждению подозрительной. Многие страны ЕС, однако, в своих законодательствах ставят более жесткие требования к размеру контролируемых сумм.

В первую очередь отслеживается перемещение наличных денег. Объектом пристального внимания являются также денежные переводы, операции на счетах в банках, хранение ценностей в депозитных сейфах, обменные операции, проходящие по счетам, перемещение средств через границу.

4. Финансовая разведка

В некоторых странах созданы специальные организации, занимающиеся вопросами борьбы с отмыванием денег. Например, в Канаде — Центр по анализу финансовых операций и отчетов (*Financial Transaction and Report Analysis Center*), в Японии — Японский офис финансовой разведки (*Japanese financial intelligence office, JAFIO*), в Греции — специальный Комитет по борьбе с отмываем денег, в Аргентине — Комитет по финансовой информации (*Financial Information Unit, UIF*), в Бразилии — Совет по контролю над финансовой деятельностью (*Council for Financial Activities Control, COAF*). В Мексике существуют две специальные организации — Генеральный директорат для расследования транзакций (*Attached General Directorate for Transaction Investigation, DGAIO*) и Агентство по борьбе с отмыванием денег (*Credit and the Anti-money Laundering*). Эти организации часто называют финансовой разведкой и им принадлежит очень важная роль в борьбе с отмыванием денег. В их задачи входит сбор и анализ поступающей от финансовых органов информации, ее расследование, передача дел правоохранительным органам о сделках, которые могут быть связаны с отмыванием денег.

В состав руководства финансовых разведок входят представители важнейших финансовых институтов стран (экономических и финансовых министерств, главных банков, бирж). Кроме того, под их крышей объединены представители разных профессий: экономисты, юристы, специалисты налоговой и таможенной служб, бухгалтеры и аудиторы. Фактически подобные организации координируют деятельность разных ведомств.

Финансовые разведки имеют разные формы и полномочия. В ряде стран они являются административными (промежуточными) органами, в других случаях представляют собой полицейские или юридические власти или их сочетание и создаются под эгидой разных организаций. Например, в Греции — при Министерстве финансов, в Аргентине — при Министерстве юстиции и прав человека, в Мексике Генеральный директорат функционирует при Секретариате финансов, а Агентство по борьбе с отмыванием денег — при Офисе Генерального прокурора. Опыт стран, имеющих финансовые разведки, показывает, что их работа эффективна только при наличии соответствующей юридической базы, эффективной системы сбора и предоставления финансовой информации, идентификации клиентов финансовых организаций.

Способы передачи информации в финансовые разведки в разных странах существенно влияют на эффективность их работы. Например,

если финансовые институты и регулирующие их органы напрямую передают информацию о подозрительных сделках в финансовые разведки, шансы быстро обнаружить и обезвредить преступные группировки существенно повышаются. Если же от финансовых институтов или работающих в них лиц требуется передавать информацию по инстанциям (сначала в контролирующие их органы, а от них — в финансовые разведки), анализ информации и проведение расследований замедляются и становятся менее эффективными. В свою очередь, система работает более эффективно, если запросы на получение информации со стороны финансовых разведок поступают в финансовые институты напрямую, а не через контролирующие их финансовые органы.

5. Методы отмывания

В отмывании денег существует три четкие фазы («стирка», «отжим» и «сушка») — собственно введение денег в оборот (размещение), создание нескольких слоев их законного обращения (пропускание денег через целый ряд юридических лиц) и интегрирование денег у их незаконного владельца.

В России наиболее часто используются следующие способы отмывания денег:

- перечисление наличных на счета подставных лиц с дроблением денежных сумм;
- вывоз наличных из страны с помощью курьеров или сокрытия их в перевозимом грузе в целях дальнейшей репатриации через иностранные банки;
- сокрытие настоящего происхождения денег (счета в иностранных банках и размещение в инвестиционных компаниях, организация фиктивных компаний, приобретение ценных бумаг, антиквариата, недвижимости за границей и т. п.);
- заключение фиктивных арендных договоров и фиктивных контрактов на поставку несуществующих товаров;
- заключение контрактов с инофирмами на оказание различных услуг информационно-справочного характера.

Маршруты отмывания денег планируются очень тщательно, для чего часто создаются фиктивные компании со всеми атрибутами, присущими реальным. При отмывании денег эксплуатируются законы об охране банковской тайны и составляется подтверждающая документация, создающая впечатление у властей стран, где предпринимаются шаги для проверки сделок, в их законности. Часто используются контрагенты из офшорных зон.

Первый этап отмывания денег — решающий в цепочке, поскольку именно на этой стадии риск обнаружения факта отмывания наибольший. Поэтому регулирование в области контроля над размещением средств в кредитных организациях может существенно осложнить действия преступников. Задача регулирующих органов (ФКЦБ, ЦБ РФ и Минфин) — сформировать для хозяйствующих субъектов условия, осложняющие отмывание денег, делающие этот процесс сложным, невыгодным и опасным, и создать максимально широкие возможности для идентификации правоохранительными органами конкретных операций преступных элементов и преступных поползновений в деятельности кредитных организаций.

Необходимо также сформировать законодательную базу так, чтобы в нее не укладывалась нелегальная деятельность и деятельность по легализации преступных доходов. России обязательно нужен закон о борьбе с отмыванием денег, способный создать правовую основу для соответствующих действий. В то же время борьбу с легализацией преступных доходов следует вести в четко очерченном правовом поле, поскольку непродуманные и «размашистые» действия силовых структур могут не только подорвать реноме банка, но и поставить его на грань финансового краха.

С другой стороны, отмывание доходов — отнюдь не первый элемент в цепочке противоправных действий, поэтому возлагать основное бремя по предотвращению попыток легализации преступных доходов на банки, тенденция к чему видна в последних действиях российских законодателей, нельзя, хотя, конечно, кредитные организации должны противостоять данному виду преступной деятельности и нести свою долю ответственности в случае нарушений.

6. Теневая экономика и грязные деньги

Преступная и незаконная деятельность — это совсем не одно и то же. Если говорить об экономике, то нельзя ставить знак равенства между криминальной экономикой и теневой. Во всем мире под теневой хозяйственной деятельностью понимается ее вид, дающий прирост валового национального продукта, не контролируемого государством. В России, где падение объемов производства после начала перестройки превысило 50%, не случилось социально-экономического обвала, который произошел во времена Великого кризиса 30-х гг. XX в., только из-за наличия теневой экономики. По разным данным, объем теневой экономики в России составляет от 23% (Госкомстат) до более 50% (Фонд социально-экономических исследований) при том,

что в благополучных странах теневая экономика дает 5—10% валового продукта.

Специалисты выделяют пять основных факторов, влияющих на уровень теневой экономики:

- тяжесть налогообложения;
- размеры получаемого дохода;
- продолжительность рабочего времени;
- масштабы безработицы;
- роль государственного сектора.

Наиболее значимыми для России в настоящее время являются первый и последний факторы.

Теневая экономика распадается на «черную» (криминальную, составляющую, по данным ФСЭИ, от 5 до 25% всей теневой экономики), на борьбу с которой направлены усилия международного сообщества, и «серую» (некоторые отступления от законодательства, не связанные с уголовным преследованием). В «серой» экономике, с которой нужно бороться экономическими методами, увязли именно предпринимательские слои среднего и мелкого бизнеса, и расширенное толкование законодателями сферы борьбы с отмыванием денег может сегодня нанести непоправимый ущерб экономике России, затруднив, в частности, осуществление банками своей основной деятельности, или привести лишь к созданию видимости этой борьбы.

Государственные органы (и МВД, принимавшее живейшее участие в подготовке законопроекта, и Госдума, Комитет по безопасности которой готовил его в келейной обстановке, не привлекая ни Ассоциацию российских банков, ни какой бы то ни было из банков, в том числе ЦБ РФ, узнавших о существовании законопроекта только после принятия Закона в первом чтении!) до сих пор подвержены стереотипам советской практики, стремясь контролировать все и вся, как это было в прежние годы. Благодаря этому в Законе заложен накопительный принцип определения подозрительности финансовой операции. В соответствии с этим принципом должны отслеживаться не разовые операции на определенную сумму (для физических лиц — свыше 2 тыс. минимальных заработных плат), а произведенные на эту сумму в течение месяца. Банкам придется фиксировать абсолютно все операции, заводя досье, например, на человека, который купил всего лишь 1 долл. США, поскольку нет уверенности, что в оставшуюся часть месяца он не купит остальные.

Противодействие отмыванию денег признано мировым сообществом одним из важнейших элементов борьбы с организованной преступностью. Основные действующие международные документы в области борьбы с отмыванием, к которым присоединились практически все развитые страны, — это Конвенция ООН «О борьбе с незаконным

оборотом наркотических и психотропных веществ» (Венская конвенция) и Конвенция Совета Европы «Об отмывании, выявлении, изъятии и конфискации доходов от преступной деятельности» (Страсбургская конвенция).

Работа по выявлению фактов легализации преступных доходов начинается с определения так называемых *подозрительных операций*. В мировой практике операция считается подозрительной при одновременном наличии двух признаков: количественного (объем совершаемой операции) и качественного. В настоящее время пороговой величиной объема совершаемой операции, после превышения которой кредитная организация обязана сообщать о сделке в соответствующий надзорный орган (в разных странах подобный орган создан либо как специальный вневедомственный, либо как орган при каком-то ведомстве), в США составляет 5 тыс. долл., в Швеции и Финляндии эквивалентен 15 тыс. долл. США, а в России — 10 тыс. долл. США.

К качественным законодательство разных стран причисляет признаки, указывающие на противоправную направленность действий клиента банка. К ним можно отнести следующее:

- внесение больших сумм на счет наличными;
- стремление при открытии и ведении операций по счетам ограничиться своим присутствием только при открытии счета и избежать последующих контактов с операционистами путем назначения доверенных лиц по управлению денежными средствами, находящимися на счетах;
- выдвижение без основательных причин требования открыть несколько счетов с различными начальными номерами;
- предоставление сведений о себе, достоверность которых невозможно проверить, либо заведомо искаженных сведений;
- прохождение по счетам денежных средств, значительно превышающих реальные возможности клиента в бизнесе;
- многократное зачисление средств на счет в течение дня разными лицами;
- проведение операций в особо крупных размерах в интересах третьих лиц, в частности, обмен больших сумм денег;
- покупка ценных бумаг с их переводом в другой банк и т.п.

7. Меры противодействия легализации преступных доходов

В соответствии с законодательством ряда стран операции, заподозренные как связанные с легализацией преступных доходов, могут приостанавливаться (в разных странах от 12 ч до пяти дней) до получения дополнительной информации.

Один из самых действенных шагов в установлении преград отмыванию денег — принятие банками политики «Знай своего клиента», поскольку, хорошо зная своего клиента, можно относительно легко идентифицировать подозрительное движение денег на его счете. При этом банки должны стараться узнавать о клиентах следующее:

- происхождение средств, вносимых на счет;
- ожидаемый оборот по счету;
- имеются ли у клиента счета в других банках и т.п.

Соответствующее законодательное поле в России уже давно сформировано.

8. Макроэкономические последствия отмывания денег

Отмыванием денег принято считать процесс сокрытия действительного источника денежных средств с последующей их легализацией. Чаще всего источниками средств, подлежащих отмыванию, являются такие виды преступной деятельности, как незаконный сбыт оружия, наркотиков, торговля людьми, проституция, хакерство, взяточничество и т.д.

Сегодня уже можно со всей ответственностью говорить о глобальных последствиях отмывания денег для мировой экономики в целом. По данным Международного валютного фонда, совокупный объем отмывания денег в мире находится в пределах 2—5% всемирного валового продукта. Всего в незаконном обороте находится 590 млрд — 1,5 трлн долл.

Процесс отмывания денег может происходить абсолютно в любой стране мира. Но чаще всего в качестве места проведения подобных операций выбираются страны, где меры по борьбе с отмыванием денег либо не принимаются вообще, либо сведены к минимуму. Поскольку грязные деньги могут идти откуда угодно и проходить через страны со стабильной финансовой системой, есть все основания говорить о глобализации рассматриваемой проблемы и (ни много, ни мало) о вполне определенной зависимости макроэкономических показателей развития не только на национальном, но и на региональном и глобальном уровнях современной экономики.

Негативное влияние отмывания денег на микроэкономическом уровне также не может не беспокоить. Однако в силу своей локальности такие последствия более очевидны, легче вскрываются и в силу этого принимаемые контрмеры здесь более эффективны. Банк или фирма, вовлеченные в данный процесс, подвергаются судебному пре-

следованию или, по крайней мере, общественному осуждению и в конечном итоге становятся банкротами.

На макроуровне все страшнее и сложнее — и борьба, и последствия.

Можно выделить целый ряд негативных макроэкономических последствий отмывания денег. Прежде всего, это резкие, ничем не объяснимые изменения в спросе на деньги, загрязнение традиционно легальных финансовых сделок, изменения в международных потоках капитала, резкие колебания валютных курсов, невозможность адекватной оценки реальных масштабов инвестиций.

С другой стороны, чем интенсивнее процесс отмывания денег, тем мощнее становятся международные преступные синдикаты. При сохранении роста масштабов отмывания денег в перспективе вся мировая экономика может оказаться под контролем преступных сообществ. В подобной ситуации весьма сложно сохранить статус-кво в политическом и государственном устройстве мира. Экономическое и политическое влияние преступных организаций уже сегодня способно разрушить общественное устройство, этические стандарты, и в конечном счете демократические институты общества, а дальнейшая возможность отмывания денег способна спровоцировать неконтролируемый рост преступности.

Глобализация мировой экономики и растущая эффективность рынков капитала позволяют отдельным лицам и организациям перемещать огромные суммы денег относительно свободно как на внутренних финансовых рынках, так и из одной страны в другую. Подобная эффективность и относительная бесконтрольность движения денежных средств предоставляют криминальным элементам возможность безнаказанно отмывать деньги, полученные в результате незаконной деятельности, на национальном и на международном уровнях. Несмотря на то что реальную величину криминальных доходов, а также размах генерирующей их незаконной деятельности трудно определить, очевидно, что отмывание грязных денег оказывает существенное влияние на распределение и внутренних, и международных денежных ресурсов, подрывая, таким образом, макроэкономическую стабильность.

Традиционные сферы деятельности организованной преступности: перевозка наркотиков, вымогательство, похищение людей, мошенничество, азартные игры, торговля оружием, коррупция, хищения и перепродажа краденого, ростовщичество. В последние годы к ним прибавились кража радиоактивных материалов, компьютерные преступления, широкомасштабное изготовление фальшивых денег и подделка торговых знаков. В результате подобной преступной деятельности теневые структуры аккумулируют огромные денежные средства,

преимущественно наличные, которые необходимо легализовать. По данным Интерпола, еще в середине 90-х гг. годовой оборот организованных преступных группировок в мире достигал 500 млрд долл. При этом для него была характерна следующая структура: наркотики (250 млрд долл., т.е. 50%), хищения товаров (40 млрд долл. — 8%), контрабанда (40 млрд долл. — 8%), проституция (30 млрд долл. — 6%), азартные игры (25 млрд долл. — 5%), торговля оружием (30 млрд долл. — 6%), шантаж (10 млрд долл. — 2%), другие преступления (75 млрд долл. — 15%).

Эксперты ООН считают, что только незаконная продажа наркотиков приносит 500 млрд долл. в год, в то время как общий годовой доход организованной преступности в глобальном масштабе составляет не менее 1 трлн долл. При этом ежедневно, по крайней мере, еще один миллиард криминальных долларов вливается в оборот мировых финансовых рынков.

Незаконная легализация преступных доходов в развитых странах в течение последних десятилетий являлась и продолжает оставаться серьезной проблемой. Так, американские специалисты оценивают размер отмываемых денег только в США в сумму от 100 до 200 млрд долл. в год.

Термины «теневая экономика» и «отмывание денег» прочно вошли и в российский обиход. По данным МВД, в середине 90-х гг. общий размер доходов, полученных организованными преступными группировками, составил 2 трлн руб. При этом под контролем теневых структур находилось более 40 тыс. хозяйственных субъектов, в том числе более 400 банков, 47 бирж, около 15 000 предприятий государственного сектора; 42% товарооборота на потребительском рынке приходилось на незарегистрированных хозяйствующих субъектов. Всего квота теневой экономики достигла 40—60%.

Имеется информация и о специалистах по отмыванию денег. В сфере легализации преступных доходов насчитывается по крайней мере 3 тыс. организованных преступных группировок. При этом их деятельность весьма примитивна. Значительная часть доходов от преступной деятельности легализуется посредством обмена на твердую валюту и переводится за рубеж.

По оценкам Центрального банка РФ, темпы вывоза капитала за рубеж превышают 1 млрд долл. в месяц. По другим оценкам, незаконный вывоз капитала достигает от 100 до 300 млрд долл. в год. В результате в 1996 г., например, отток капитала из России по объему в десять раз превысил прямые инвестиции в национальную экономику. По данным экспертов «Куперс энд Лайбрэнд», в 1995—2000 гг. российский бюджет лишился 60 млрд долл. Особую озабоченность в связи с этой

проблемой вызывают офшорные компании, созданные российскими деловыми структурами: их насчитывается более 60 тыс.

Криминальная и мошенническая деятельность в российском банковском секторе имеет весьма негативные последствия для безопасности и «здоровья» банковской системы и подрывает доверие клиентов к коммерческим банкам как к важному инструменту рыночной экономики. До сих пор существуют обоснованные опасения по поводу возможного тотального контроля над российскими банками со стороны организованной преступности. Есть примеры того, что преступные группировки используют банковские документы для получения информации о компаниях в целях вымогательства.

По свидетельству Британской таможенной службы, средняя сумма наличности, конфискованная при попытке вывоза в Россию, составляет 90 тыс. долл. Хотя считается, что деньги, полученные преступным путем и отмываемые в России, не являются наркоденьгами, имеются данные о том, что российские банки отмывают наркоденьги для организованных преступных групп, находящихся за пределами России. Примерно 8% преступлений, совершенных на территории России в сфере экономики, содержат международный компонент.

Для определения масштабов воздействия отмывания денег на макроэкономическом уровне необходимо показать, насколько велики размеры отмываемых денег относительно глобальной экономической активности. В 80-е гг. попытки специалистов по макроэкономике определить масштабы теневой экономики в мире фактически были основаны на установлении объемов отмывания денег. Это обусловливалось методикой проводимых исследований, направленных на изучение временных деформаций спроса на валюту, которые, в свою очередь, могли быть связаны, например, с ростом налогового бремени и, как следствие, с попытками уклонения от уплаты налогов. Еще один подход к оценке такого воздействия, используемый в первую очередь органами юстиции, а не экономистами, был основан на разработке таких оценок в зависимости от категории преступления. Это так называемый микроэкономический подход. Необходимая информация поступает от осведомителей, в результате выборочных обследований, а также из архивов органов здравоохранения, социальных служб, финансовых и налоговых органов.

Результатом таких исследований стали оценки масштабов теневой экономики, которые при всей их относительности свидетельствуют о весомом присутствии теневых структур практически в каждой стране. Так, доля теневой экономики в ВВП, например, Австралии оценивается в 4—12%, Великобритании — 1—15%, Германии — 2—11%, Италии — 10—33%, США — 4—33% и Японии — 4—15%.

Существенные различия в имеющихся оценках привели к появлению так называемых согласованных показателей. Обычно публикация подобных цифр сопровождается указанием на то, что они являются плодом совместной оценки, например официальных органов США и Великобритании. Именно со ссылкой на такой источник в середине 1990-х гг. была опубликована оценка ежегодно отмываемых в мировой финансовой системе денег — 500 млрд долл. (примерно 2% глобального ВВП). При этом методы расчеты не указывались, и остается только предположить, что данная оценка была сделана на основе неформального переучета и экстраполяции данных *FATF*, собранных ранее на микроэкономическом уровне.

Более поздние исследования выгодно отличались от всей предшествовавшей работы на микроэкономическом уровне, главным образом, в двух отношениях. Они были основаны на межотраслевых исследованиях, проводимых по представительным группам стран, а также использовали данные Интерпола о преступлениях и занятости в качестве показателей развития неподверженного деятельности преступных сообществ рынка в дополнение к переменным, связанным с уклонением от уплаты налогов. Новозеландский исследователь Кверк (*Quirk*) использовал указанную методику для анализа колебаний спроса на иностранную валюту и национальные деньги в распределении по разным странам. Он получил следующие результаты:

- уровень преступности в значительной степени обусловливает различия в интенсивности указанного спроса по разным странам;
- например, 10%-ный прирост уровня преступности коррелируется с 10%-ным сокращением спроса на иностранную валюту и 6%-ным снижением общего спроса на деньги.

Соотношение между уровнем преступности и спросом на валюту кардинально поменяло свое направление за 1980-е гг. До этого рост преступности способствовал возрастанию спроса на валюту. Сегодня все наоборот. Другими словами, методы отмывания денег изменились, сместившись из банковской системы и наличных денег в сторону параллельных финансовых рынков, утонченных неденежных инструментов, например дериватов и, возможно, бартера (например, в виде обмена оружия на наркотики). Если это так, т.е. отмывание денег происходит на параллельном финансовом рынке в виде взаимозачетов, осуществляемых через квазибанки организованной преступности, например с использованием Интернета, то последствия для борьбы с отмыванием денег становятся весьма ощутимыми, поскольку основное противодействие отмыванию денег до сих пор осуществлялось на уровне вливания преступных денег в легальную экономику.

В настоящее время существует потребность в получении более полной информации о происходящем в связи с отмыванием денег. С одной стороны, оценки, основанные на макроэкономической информации, способны указать на прямые и косвенные последствия отмывания денег; тем не менее учет косвенных последствий предполагает неопределенность в отношении того, что непосредственно подлежит оценке. С другой стороны, микроэкономический подход требует создания огромного массива данных. Метод выборочного анализа и обследований дает возможность экстраполяции на не обнаруживаемые другими методами аспекты отмывания денег, хотя при этом необходимо иметь ясное представление о возможностях и ограничениях указанного метода. Вполне определенные перспективы могла бы иметь принятая на международном уровне методология, которая давала бы возможность существенной экономии трудозатрат благодаря своей унификации и увеличивала бы прозрачность на межстрановом уровне.

Масштабы преступности, незаконной деятельности и отмывания денег вынуждают не пренебрегать ими на уровне макроэкономики. Вместе с тем из-за того, что указанная деятельность с трудом поддается учету и измерению, сама по себе она способна деформировать экономическую информацию и осложнить усилия правительств в области управления экономической политикой. Ключом к пониманию закономерностей денежного обращения является способность статистической идентификации страны и валюты происхождения конкретных денег, а также местонахождения владельцев соответствующих вкладов. В той же степени, в какой спрос на деньги под влиянием отмывания грязных денег перемещается из одной страны в другую, что, в свою очередь, приводит к искажению информации о состоянии денежного обращения, будут проявляться и отрицательные последствия волатильности процентных ставок и валютного курса. Последнее особенно характерно для стран с долларизованной экономикой, поскольку учет денежных агрегатов здесь становится более сложным.

Также заслуживает внимания анализ влияния отмывания денег на распределение дохода. В той же мере, в какой соответствующая преступная деятельность перенаправляет доход от вкладчиков с высокой репутацией в пользу менее надежных, или от надежных инвестиций в пользу рискованных, отличающихся низким рейтингом, страдает и экономический рост. Так, известно, что капиталы, избегающие налогообложения в США, стремятся влиться в более рискованные, вместе с тем в большей степени ориентированные на высокие прибыли инвестиции в мелкий бизнес. С другой стороны, именно в секторе мелкого бизнеса уклонение от уплаты налогов превалирует. Мошенничество,

растраты и операции с ценными бумагами на основе конфиденциальной информации, как правило, чаще встречаются в условиях быстро развивающихся и прибыльных видов бизнеса и рынков. Объяснение здесь одно: это именно то место, где есть и делаются деньги.

Отмывание денег имеет также косвенные макроэкономические последствия. Незаконные операции в состоянии сдерживать законные сделки из-за боязни их «заражения». Например, целый ряд сделок, предполагающих участие иностранцев и являющихся вполне легальными, становятся нежелательными даже из-за косвенной их ассоциации с отмыванием денег. В целом доверие к рынкам и говорящая об их эффективности роль прибыли вымываются из общественного сознания такими получившими широкое распространение явлениями, как мошенничество, растраты и операции с ценными бумагами на основе использования конфиденциальной информации. В свою очередь, деньги, отмываемые по причинам, не связанным с уклонением от налогов, также стремятся избежать налогообложения, усугубляя экономические деформации. И, наконец, презрение к закону заразительно — нарушение одного закона открывает путь к нарушениям законов везде и всегда.

Суммарные объемы отмываемых активов, по всей видимости, могут превосходить масштабы легальных годовых денежных потоков, увеличивая возможность дестабилизации экономики, экономически неэффективных действий как на международном уровне, так и внутри отдельно взятой страны. Эти средства могут использоваться для спекулятивных целей на фондовом рынке или даже в масштабе экономики отдельных стран.

В целом отмывание денег в состоянии привести к существенному сокращению темпов роста ВВП. Впервые эмпирические данные о подобном воздействии появились с начала 1980-х гг.

Учитывая значительные отрицательные макроэкономические последствия отмывания денег, можно сделаст вывод: макроэкономическая политика должна также играть свою роль в усилиях по предотвращению отмывания денег.

Заслуживает внимания и вопрос взаимосвязи мер по борьбе с отмыванием денег и мер валютного регулирования. В ряде случаев предотвращение отмывания денег рассматривается как противоречащее процессу дерегулирования валютного контроля. Последствием последнего является значительное увеличение объемов международных операций и параллельно — возможностей для сокрытия источников происхождения средств. Впрочем, таким же эффектом обладает и экономический рост, а также расширение операций на финансовых рынках. Кроме того, валютное регулирование привело

к возникновению параллельных рынков, непосредственно связанных с теневой экономикой. Безусловно, все это не должно сдерживать процессы либерализации, и политики, вместо того чтобы отказываться или сдерживать позитивное реформирование сферы экономики и финансов, прежде всего должны стремиться к разработке контрмер, дающих им возможность упреждения любых вариантов развития на финансовых рынках. Одной из возможных мер в связи с этим могло бы стать расширение сети мониторинга и информации об отмывании денег на уровне таких менее подпадающих под сферу регулирования объектов, как пункты обмена валюты. Также можно обеспечить распространение информации и рекомендаций в области борьбы с отмыванием денег среди валютных дилеров по каналам их профессионального кодекса поведения, разрабатываемых обычно национальными ассоциациями валютных дилеров или банками при техническом содействии МВФ.

Отмывание денег может способствовать распространению коррупции в финансовой системе и подорвать управление банками. Если банковский менеджмент коррумпирован большими суммами отмытых денег, нерыночные отношения могут распространиться в другие сферы, не связанные с отмыванием денег, что порождает риски для безопасности и надежности банков. Органы банковского контроля также могут быть подвержены коррупции и шантажу. Вместе с тем исполнительная власть не должна принижать роль и ответственность органов банковского контроля в рассматриваемой сфере.

За последние несколько лет МВФ оказал содействие целому ряду развивающихся стран и стран с переходной экономикой в создании эффективной системы надзора за финансовым рынком. Во многих странах с переходной экономикой органы такого надзора пока все же находятся на зачаточном уровне, оказывая относительно незначительную помощь исполнительной власти в предотвращении отмывания денег. Вместе с тем во многих развивающихся странах наиболее организованными и эффективными учреждениями являются центральные банки. Очевидно, и по этой причине именно на них возлагается основная тяжесть борьбы с отмыванием денег.

Отдельно нужно сказать о проблемах налогообложения в связи с проблемой отмывания денег. Уклонение от налогов имеет самые ярко выраженные макроэкономические последствия. Бюджетный дефицит правительств лежит в основе экономических трудностей многих стран, и его преодоление — главная цель большинства экономических стабилизационных программ. Поэтому в подобных случаях проблема улучшения сбора налогов остается приоритетной. Сектор мелкого бизнеса

традиционно является важным узлом в системе уклонения от налогов. Вместе с тем мелкий бизнес — двигатель экономического роста. Поэтому вполне возможно, что многие страны на относительно ранней стадии экономического развития особенно подвержены уклонению от уплаты налогов и связанному с этим отмыванию денег.

Несколько лет назад Банком международных расчетов в Базеле и МВФ была предпринята попытка оценки потоков отмытых денег непосредственно на основе использования международной банковской статистики и счетов движения капитальных средств платежного баланса. Как показали полученные результаты, депозиты, охваченные таким статистическим учетом, включают значительные объемы наркоденег, однако доля их в общем итоге невелика. Вместе с тем, учитывая их значительный абсолютный объем, такой показатель имеет важное значение для подготовки оценок объемов отмываемых в мире денег.

Еще раньше все попытки оценки масштабов отмывания денег основывались на соотношении массы наличных денег в обращении к ВВП. Такие данные содержатся в международной финансовой статистике МВФ. Методы, основанные на данных платежного баланса, дают возможность оценки агрегированных объемов бегства капитала из отдельных стран, который, как правило, непосредственно связывают с отмыванием денег. Макроэкономические оценки масштабов занижения стоимости по счетам-фактурам могут быть сделаны в результате сравнения национальных данных о внешней торговле с соответствующей статистикой стран-партнеров. Указанные данные могут быть получены из базы данных управления торговли МВФ. При этом необходимо принимать во внимание фактор пропусков и ошибок в платежном балансе.

В последние годы многие страны при содействии международных организаций пересмотрели собственные законы о центральном и коммерческих банках, а также валютных операциях. Вместе с тем необходимо дополнение указанных законов положениями о возможности передачи банками необходимой информации компетентным органам в связи с мерами по борьбе с отмыванием денег.

Опасения по поводу того, что законы, направленные на предотвращение отмывания денег, способны подорвать усилия по либерализации финансовых рынков или открытие более широкого доступа на финансовые рынки может способствовать росту отмывания денег, безосновательны. Отмывание денег угрожает экономической и финансовой системе многих стран, и международное финансовое сообщество должно твердо поддерживать меры по борьбе с ним.

9. Грязные деньги и преступность

По данным Международного валютного фонда (МВФ), ежегодно в мире может отмываться от 500 млрд до 1,5 трлн долл., что достигает 5% мирового валового продукта. В разгар перестройки в России, похоже, в процесс отмывания попали деньги самого МВФ. Естественно, разгорелся скандал, и в его центре оказалась Россия. На Западе нашу страну даже окрестили ведущей мировой клептократией, т.е. страной невиданного в мире всеобщего воровства. Факты, приводимые в отечественных и мировых средствах массовой информации, не давали возможности судить о том, кто прав, кто виноват. Расследование завершилось также неочевидными результатами. Впрочем, независимо от имевших место скандалов и соответствующих расследований до сих пор принципиальным является вопрос: является Россия крупным центром отмывания грязных денег или нет?

Официальные лица МВФ допускают: появление многих проблем связано с тем, что Запад стремился рассматривать Россию по-особому. Предоставление кредитов России мотивировалось зачастую политически. Кредиты, в частности, были призваны способствовать переизбранию Б. Ельцина на президентский пост в 1996 г. Этим же объяснялись и необычно льготные условия кредитования России.

Как особый случай рассматривают Россию и западные банки. После развала административно-командной коммунистической системы многие из них открыли в Москве свои отделения. В целом бизнес в России оказался прибыльным. Привлекательность российского бизнеса не снизилась, даже несмотря на то, что в 1998 г. многие западные банки понесли значительные потери в результате объявленного Правительством России дефолта по своим долгам. В качестве особого случая Россия рассматривается и теперь, однако уже главным образом из-за своей организованной преступности.

Раньше банки редко интересовались, откуда взялись клиентские деньги. За последние годы положение резко изменилось. Обнаружение и оповещение об отмывании денег для большинства международных банков стало правилом. Но Россия — опять-таки особый случай. Заработаны здесь деньги законно или нажиты преступным путем — сказать не может никто.

Связано это с тем, что преступность в России находится не на периферии общества, а наоборот, в самом его центре. Надежной статистики нет, но, по оценке МВД России, организованная преступность контролирует 40% экономики страны. Другие оценки только увеличивают этот показатель. Считается, что преступными синдикатами контролируется половина российских банков.

Для понимания всей глубины проблемы существования преступности в России необходимо прежде всего отказаться от одного большого заблуждения, что это полностью новое явление. Россия на протяжении всей своей истории всегда была страной, где существовал какой-никакой порядок. Вместе с тем здесь никогда не было законов, которыми может похвастаться любая развитая страна. Право собственности и независимая судебная система стали пробиваться в виде слабых ростков при царском режиме. Революция 1917 г. разрушила то немногое, что было достигнуто. Сегодня преступность стала более очевидна, чем это было раньше, но и это не дает оснований говорить о новизне явления. Организованная преступность, хотя и в более скрытом виде, имела место и во времена СССР. В течение десятилетий в стране сложилось целое сообщество так называемых воров в законе. Род их занятий — процветающий в любом репрессивном государстве рэкет, охватывающий самые разные сферы, от строительства до проституции и азартных игр. Вместе с тем преступные кланы не ладили с властями. Но и информация о преступности обнародовалась находящимися под контролем государства средствами массовой информации редко.

Преступным было и само управляемое коммунистами государство, хотя в глазах обычных граждан оно и могло воплощать закон и порядок. Государство занималось конфискацией всего, начиная от сбережений (через механизм денежных реформ) до жизни самих граждан (обрекая их на рабский труд). Надо сказать, что масштабы беззакония до падения коммунистического режима до сих пор еще полностью не оценены. Сегодня беззаконие стало более очевидным, чем раньше, благодаря ставшей более свободной российской прессе и возросшим связям с внешним миром. День ото дня беззаконие становится все более явным, но и это далеко не новость.

Необычным является не то, что преступность, как считает большинство, расцвела в России, начиная с 1989 г. Необычно то, что именно с этого момента была предпринята, по крайней мере, попытка управления страной на основе законов. Провал в значительной мере этой попытки беспокоит и Россию, и весь остальной мир. Чисто внешне, разумеется, структуры и другие символы законности налицо. Милиция и суды больше не выполняют приказы партийных хозяев, существует парламентский контроль над действиями исполнительной власти. Над законом, естественно, на бумаге, никто не стоит. Даже самые коррумпированные политики не стесняются говорить о своей приверженности идеалам законности.

В действительности все наоборот. На самом верху бывшие коммунисты использовали все имеющиеся у них законные, полузаконные и

незаконные средства для превращения власти в богатство, а затем богатства во власть. Фантастическими богатствами располагает администрация президента. Начальник хозяйственного управления администрации президента П. Бородин оценивал общие активы во вверенном ему хозяйстве (в это даже трудно поверить!) в сотни миллиардов долларов. Впрочем, реальной надежной статистики нет. Данные о владениях и инвестициях президентской администрации общественности не известны. Поэтому такими деталями, как, например, расходование каких-то лишних нескольких сотен миллионов долларов на ремонт в Кремле, никто не интересуется. В лучшем случае расходование этих огромных средств рассматривается как неких допуск, округление при оценке активов названной могучей организации.

Еще одним свидетельством беззакония в высших эшелонах российской власти стала приватизация крупнейших российских промышленных и энергетических предприятий. Акции этих предприятий приобретались за заемные средства, а суммы покупки были смехотворными. Чрезмерную терпимость власти проявили к руководству и владельцам банков, некомпетентное поведение которых в любой другой стране привело бы к банкротству и уголовному преследованию. Отдельного внимания здесь заслуживают никем не контролируемые возможности для коррупции, созданные комбинацией высоких таможенных тарифов и продажной таможенной службой.

Государственные органы и учреждения в России представляют реальную силу и проводят активную политику в сферах, затрагивающих их интересы. Вместе с тем они откровенно слабы и апатичны в том, что касается защиты российских граждан. Именно указанное обстоятельство расчистило дорогу для роста новой организованной преступности, давящей на частный сектор страны. Если государство не помогает вернуть вам долги, защитить ваш бизнес и совершенно для вас бесполезно, то, действуя рационально, вы обратите свои взоры в другую сторону.

То, что рэкет встал на защиту предпринимательства, никакого восторга не вызывает. Понятно, мафия заполнила правовой вакуум, но она же старается сохранить такое положение. Да, бизнес станет более стабильным и прогнозируемым. Но дань рэкету может иметь только негативный эффект. Одно из последствий — сохранение слабости и коррумпированности властей. Другое — финансирование мафиозных структур как в стране, так и за рубежом.

Коррупция властей захватывает всю экономику, организованная преступность захватывает власть. Финансовый кризис 1998 г. привел к усугублению положения. Девальвация рубля существенно понизила

уровень заработных плат в государственном секторе. В результате чиновники стали еще более уязвимы с точки зрения коррупции. Кроме того, стало выгодно нанимать для физической защиты лиц, занятых на государственной службе. Заработные платы, например, в ОМОНе скатились до уровня 1993 г.

Куда это ведет, видно сегодня в экономике. Российский рассвет привел к искаженной форме хищнического капитализма, очевидного в крупнейших и наиболее развитых городах страны. Любой бизнес здесь «прикрыт» правящей верхушкой. Различные кланы делят «экономический пирог» по районам или сферам деятельности. Сложившийся «порядок» поддерживается «чужими» преступными группировками, действующими в интересах местных городских властей.

Хорошего в этом ничего нет, об оптимуме и говорить не приходится. Незаконные доходы «прокачиваются» через отрасли, которые своим существованием обязаны исключительно операциям по отмыванию денег или представляют собой монополии, подкрепленные силой государства. Здесь, в общем-то, можно говорить о некой парадоксальной стабильности. Результаты опросов в Москве, например, показывают, что большинство жителей столицы уверено в коррумпированности властей, но в то же время готово поддержать правящую верхушку на очередных выборах.

Беззаконие может принимать гораздо худшие формы, ведущие в порочный круг нарастающего обнищания и стяжательства. Это характерно для наиболее удаленных и плохо управляемых районов страны (например, Приморья). Местные власти дошли до прямых угроз и унижения бизнесменов, принуждая их расстаться с собственностью, акциями и имуществом. Рост коррупции и дальнейшая криминализация происходят на фоне снижения экономических показателей. Экономический кризис сдвинул сложившийся ранее баланс в худшую сторону. Статистика заказных убийств опять пошла вверх.

Какая ситуация сложится в будущем, в определенной мере зависит от намерений мафии в планировании своего все более усложняющегося «бизнеса». Кризис в России привел к определенной консолидации криминального мира. Бандиты низкого полета, чей талант не шел дальше запугивания и взимания дани с владельцев коммерческих палаток, быстро осознали, что их доходы усыхают вместе со снижением потребительских расходов. В конкурентной борьбе многие из них утратили свое влияние и подались в официальные охранные структуры. В сложившихся условиях на Западе зародились новые страхи, связанные не столько с продолжающим развиваться в России беззаконием, сколько с опасностью распространения российского беззакония за

пределы национальных границ России. В случае дальнейшей стагнации российской экономики никаких перспектив для жизни и процветания в России не останется. Выходцы из России двинут за рубеж в поисках лучшей доли и, вполне возможно, будут способствовать своими привычками распространению вкуса к беззаконию уже на глобальном уровне. Предпосылки для этого налицо.

На сегодняшний день Запад обеспокоен тремя возможными направлениями развития. Во-первых, организованная российская преступность за рубежом. Наличие российских преступных сообществ в таких областях, как проституция и контрабанда, уже давно стало важным элементом криминального ландшафта в странах с высоким уровнем присутствия выходцев из России. Речь идет о Германии и США. Значительными могут выглядеть преступные вложения в недвижимость и акции за рубежом.

Еще большее беспокойство вызывает развитие «сотрудничества» с иностранными преступными сообществами в областях, где российские преступники имеют конкурентные преимущества. Речь может идти как об определенных преступных навыках, так и о жесткости, с которой действуют преступники. Японские гангстерские группировки прибегали к использованию российских хакеров для взлома компьютерных баз данных правоохранительных органов. Большим спросом пользуются российские профессиональные убийцы.

Худшая угроза таится в слиянии коррумпированного государства с влиятельными преступными группировками. До сих пор, например, нет никаких объяснений тому, что человеконенавистническая религиозная секта Аум Синрикё оказалась способной продолжать свою деятельность в России даже после взрыва нервно-паралитического газа в Токийском метро. Представительные международные компании, обладающие торговой маркой, с отчаянием взирают на российский бизнес по подделке их продукции, который, по всей видимости, пользуется поддержкой в высших эшелонах власти страны. Очевидна роль России в контрабандной торговле оружием и наркотиками, что было бы невозможно без тесного сотрудничества с государственными органами. Интересы организованной преступности имеют глобальный характер и явно не тяготеют к изоляционизму. Преступные синдикаты только приветствовали бы, если бы Россия оказалась в составе Европейского союза.

На Западе сложилось определенное впечатление о наличии симбиоза организованной преступности и российской разведки. В тех частях мира, где СВР утратила или ослабила свое влияние (например, в Латинской Америке), местные мафиози готовы выполнить любую ра-

боту по заказам российских спецслужб. В такой стране, как Израиль, где уровень работы контрразведки весьма высок, но власти бессильны перед организованной преступностью, подобное соглашение также возможно. В свою очередь, СВР оказывает услуги преступному сообществу, помогая, например, в налаживании контактов с акулами преступного бизнеса на международном уровне. Как утверждает Запад, неизвестно ни одного случая, когда интересы российского государства за рубежом превалировали бы над интересами российских преступных группировок.

Все это создает значительные трудности для правоохранительных органов на Западе, а также для МВФ и других кредиторов. Если российское государство коррумпировано, то привлекать его к борьбе с преступностью бесполезно. Любая информация, которой Интерпол захочет поделиться с российскими коллегами, может быть моментально передана преступникам. Также велик риск, что любые деньги, поступающие в Россию из-за границы, окажутся похищенными организованной преступностью не без помощи со стороны государства.

Вместе с тем картина все же не полностью безнадежна. Другие посткоммунистические страны сумели побороть и мафию, и коррупцию. Эстония, до 1991 г. находившаяся под советским господством, добилась в этой области существенного прогресса. В Латвии и Литве упрятаны за решетку главы мафиозных кланов, тронуть которых было невозможно еще несколько лет назад. Ключевыми в данном случае оказались такие факторы, как общественная неприязнь к преступности и коррупции в сочетании с давлением со стороны соседних государств.

Конечно, рецидивы еще сохранились. Эстонские правоохранительные органы все еще фиксируют случаи, когда известные и авторитетные местные бизнесмены по возможности участвуют в сомнительных сделках. Но огромный шаг вперед к управляемости сделан. Уровень беззакония здесь даже ниже, чем в отдельных государствах Запада.

Нет причин для того, чтобы то же самое не было применимо к России. Хоть уровень беззакония у нас и высок, это, по крайней мере, никому не нравится. Безусловно, значение данного фактора не стоит принижать, особенно если факты коррупции будут становиться все более очевидными. Российские избиратели, как и везде, не смогут бесконечно терпеть коррумпированных правителей, держащих их в нищете. Грустно, однако, что опыт решения сложившихся проблем в нашей стране весьма невелик.

Сегодня вопрос о практике отмывания денег приобрел в России особую остроту. Без его решения невозможно продолжение в стране экономических реформ. Наиболее серьезное беспокойство вызывают масштабы отмывания денег и урон, который наносит эта практика экономике и обществу. По данным Комитета финансового мониторинга РФ, 8—10% всех проводимых в стране финансовых сделок могут быть признаны сомнительными. Объем ежегодно отмываемых денег оценивается в 60—80 млрд долл.

Целенаправленная законотворческая и организаторская работа по реализации задач финансового мониторинга в России началась в 2001 г. Отправной точкой ее стала ратификация Страсбургской конвенции «Об отмывании, выявлении, изъятии и конфискации доходов от преступной деятельности», реализованная Федеральным законом от 28 мая 2001 г. № 62-ФЗ. Таким образом, Россия приняла на себя международные обязательства по борьбе с грязными деньгами и начала работу по формированию законодательной базы финансового мониторинга.

7 августа 2001 г. Президент РФ подписал Федеральный закон № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем». Закон направлен на то, чтобы при первых же признаках отмывания денег начинать собирать информацию о потенциальных преступниках. Как только в банк или к биржевому брокеру обращаются некие лица (юридические или физические) с предложением о проведении сделки, признаки которой описаны в законе, банк или брокер должны тотчас же, в течение дня, сообщить об этом в федеральный орган исполнительной власти, принимающий меры по противодействию легализации доходов. И уполномоченный по вопросам противодействия легализации преступных доходов федеральный орган исполнительной власти, и сама организация, работающая с деньгами, получают право приостанавливать финансовые операции. То есть банки, страховые компании и другие финансовые организации (а также физические лица) получают право на два дня приостановить операцию и сообщить об этом в уполномоченный орган, а тот вправе приостановить эту операцию еще на семь рабочих дней для необходимой проверки. Кроме того, коммерческая организация имеет возможность отказывать в проведении сделки по указанным в законе основаниям, если она выглядит сомнительной. А основанием для отказа являются затребованные документы: если они не предоставляются, то коммерческая организация, ссылаясь на соответствующую норму закона, может ту или иную сделку не проводить.

В соответствии со ст. 6 Закона обязательному контролю подлежат операции с денежными средствами или иным имуществом, если сум-

ма, на которую они совершаются, равна или превышает 600 тыс. руб., т.е. чуть более 20 тыс. долл, а по своему характеру данные операции относятся к одному из видов операций, предусмотренных п. 2 той же статьи. Также подозрительным является регулярное получение мелких сумм со счета с последующим закрытием этого счета.

В Законе оговаривается круг обязанностей кредитных, финансовых и иных организаций, направленных на выявление и своевременное информирование компетентных органов об операциях, вызывающих подозрение в отмывании денег. Он включает обязанность идентификации, хранения документов, сообщения об операциях, подлежащих обязательному контролю.

Обязанность идентификации. Организации, осуществляющие операции с денежными средствами или иным имуществом, обязаны идентифицировать личность, совершающую операции с денежными средствами или иным имуществом, подлежащими обязательному контролю, либо открывающую счёт (депозитный вклад), по предъявляемым документам.

Обязанность хранения документов. По рублевым операциям устанавливается обязанность хранения документов с момента открытия счета до истечения пяти лет после его закрытия. По валютным операциям срок хранения документов составляет десять лет.

Обязанность сообщения об операциях, подлежащих обязательному контролю. Разработчики российского законопроекта объединили принятые в западных странах обязанности установления истины и сообщения о подозрительных операциях, введя вместо них обязанность сообщения об операциях, подлежащих обязательному контролю, т.е. содержащих хотя бы один из перечисленных в законе признаков, которые могут указывать на отмывание денег.

Организации, осуществляющие операции с денежными средствами или иным имуществом, обязаны сообщать обо всех операциях, подлежащих обязательному контролю, в федеральный орган исполнительной власти, а об операциях в иностранной валюте — в Федеральную службу России по валютному и экспортному контролю. Задача организаций упрощается и становится более формализованной. Основная нагрузка по проверке подозрительных операций ложится на государственные органы.

Российский законодатель не оставил организациям возможности выбора при решении вопроса о сообщении компетентным органам. При наличии любого признака, указывающего на операцию, подлежащую обязательному контролю, они обязаны сообщить о ней.

После вступления России в *FATF* законодательство Российской Федерации все больше направлено на ужесточение мер наказания за

легализацию преступных доходов, а также способов обнаружения фактов отмывания денег. Предполагается расширить круг организаций, которые будут предоставлять информацию о сомнительных или просто крупных сделках. Уже сейчас к этой сети подключены банки, страховые организации, федеральная почтовая связь, организации, работающие с драгоценными металлами и камнями, организаторы (операторы) лотерей и тотализаторов, инвестиционные и негосударственные пенсионные фонды и даже ломбарды. Теперь к этому делу собираются привлечь еще юристов, адвокатов и нотариусов.

1 ноября 2001 г. Президент РФ подписал Указ № 1263 «Об уполномоченном органе по противодействию легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем». В результате был образован Комитет РФ по финансовому мониторингу (КФМ России), который приступил к исполнению возложенных на него задач с 1 февраля 2002 г.

В соответствии с Указом Президента РФ от 9 марта 2004 г. № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» Комитет РФ по финансовому мониторингу преобразован в Федеральную службу по финансовому мониторингу.

С образованием и началом работы этого федерального органа исполнительной власти завершился этап формирования государственной системы противодействия легализации доходов, полученных преступным путем. В ней под руководством Президента РФ функционируют Федеральное Собрание РФ, Правительство РФ, целый ряд министерств и ведомств, включая Министерство финансов, Федеральную налоговую службу, Счетную палату, Банк России, ФКЦБ, а также правоохранительные органы и спецслужбы.

Центральное звено комплекса «противоотмывочной» деятельности государства — Федеральная служба по финансовому мониторингу (Росфинмониторинг), выступающая в роли уполномоченного органа и координатора общенациональной программы борьбы с легализацией преступных доходов и финансированием терроризма.

Основными задачами Росфинмониторинга, определенными постановлениями Правительства РФ, являются сбор, обработка и анализ информации об операциях с денежными и материальными средствами, подлежащими контролю в соответствии с законодательством Российской Федерации. При наличии достаточных оснований, указывающих на связь финансовых операций с легализацией преступных доходов или финансированием терроризма, соответствующая информация направляется в правоохранительные органы. Кроме того, на Росфинмониторинг возложена задача по созданию информационной системы и ведению единой федеральной базы данных в сфере проти-

водействия легализации преступных доходов и финансированию терроризма.

Федеральным законом от 30 октября 2002 г. № 112-ФЗ «О внесении дополнений и изменений в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях» Росфинмониторингу предоставлено право наложения штрафов на должностных и юридических лиц за нарушения в части фиксирования и предоставления информации о финансовых операциях, а постановлением Правительства РФ от 7 апреля 2003 г. № 199 — полномочия принимать решения о нежелательности пребывания иностранных граждан или лиц без гражданства на территории России.

С 2003 г. на Росфинмониторинг возложена обязанность по постановке на учет организаций, не имеющих надзорных органов, а также согласование правил внутреннего контроля этих организаций.

В сфере международной деятельности Росфинмониторинг осуществляет взаимодействие и информационный обмен с органами финансовой разведки иностранных государств и представляет Российскую Федерацию в международных организациях по вопросам противодействия легализации доходов, полученных преступным путем.

Совместно с подразделениями центрального аппарата Службы функционируют его территориальные органы. Межрегиональные управления Росфинмониторинга прошли государственную регистрацию и работают во всех федеральных округах. В круг их основных задач входят участие в сборе, обработке и анализе информации об операциях с денежными средствами или иным имуществом в пределах своей компетенции, обеспечение центрального аппарата Комитета внешними информационными ресурсами, организация сопровождения материалов, переданных в региональные правоохранительные органы, и др.

Правовую основу деятельности Росфинмониторинга составляют упоминавшаяся выше Страсбургская конвенция, Международная конвенция «О борьбе с финансированием терроризма», Венская конвенция (Конвенция ООН 1988 г. «О борьбе против незаконного оборота наркотических средств и психотропных веществ»), ратифицированные федеральными законами.

К базовым нормативным правовым актам, регламентирующим работу Росфинмониторинга, относятся и Федеральные законы «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» (от 7 августа 2001 г.), «О внесении изменений и дополнений в законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных пре-

ступным путем» (от 7 августа 2001 г.), «О борьбе с терроризмом» (от 25 июля 1998 г.), «О противодействии экстремистской деятельности» (от 25 июля 2002 г.) и др.

Ряд нормативных актов разработан и утвержден на уровне Росфинмониторинга, Банка России, других министерств и ведомств — участников государственной системы противодействия легализации преступных доходов.

В связи с принятыми *FATF* специальными рекомендациями Федеральная служба по финансовому мониторингу совместно с заинтересованными министерствами и ведомствами подготовила проекты ряда федеральных законов, вступивших в силу с января 2003 г. Они существенно расширили перечень организаций, которым предписано представлять информацию о подозрительных финансовых операциях в Росфинмониторинг. В число операций, подлежащих обязательному контролю, включены сделки с драгоценными металлами и драгоценными камнями, а также выплаты денежных призов в лотереях и других играх. Предусмотрен обязательный контроль над операциями с денежными средствами и иным имуществом в случае, когда ее участником является юридическое или физическое лицо, в отношении которого имеются сведения о его участии в экстремистской деятельности. Росфинмониторинг получил право приостановления сделок на срок до семи дней при наличии сведений о связи их участников с финансированием терроризма.

Кроме того, Служба ведет постоянную работу по совершенствованию действующего законодательства, стремясь адекватно реагировать на изменения социально-экономической ситуации. В частности, в настоящее время готовятся поправки к законам в целях сокращения возможных лазеек для отмывания денег.

В соответствии с поставленными задачами Росфинмониторинг в сжатые сроки осуществил необходимые мероприятия по формированию Единой информационной системы и ведению федеральной базы данных в сфере противодействия легализации доходов, полученных преступным путем. Создана первая очередь единой автоматизированной системы, обеспечивающей информационно-аналитическую деятельность Службы, а также иные технологические процессы в указанной области: сбор, учет и накопление сведений о подозрительных финансовых операциях, информационное взаимодействие с территориальными органами Службы, федеральными органами законодательной и исполнительной власти и международными организациями и подразделениями финансовой разведки зарубежных стран.

Ежедневно Росфинмониторинг принимает от 5 до 9 тысяч сообщений об операциях, подлежащих контролю. На основе специальных ме-

тодов анализа из них выделяются сделки, вызывающие подозрение на криминал. Затем Служба направляет соответствующие запросы в кредитно-финансовые организации, налоговые или правоохранительные структуры. После уточнения информации в случае подтверждения сомнений материалы передаются в следственные органы.

В Росфинмониторинге функционирует защищенная информационно-вычислительной система с функциями автоматизированного сбора, накопления и обработки сведений от подотчетных организаций, в том числе кредитных.

Подготовленные организациями сведения передаются в зашифрованном виде по защищенным каналам связи и подписываются электронной цифровой подписью. Наши технические средства обеспечивают конфиденциальность информации при приеме и передаче, а также ее надежную защиту от возможных атак из внешних сетей.

При автоматической обработке сведений, поступающих в систему Росфинмониторинга по электронным каналам связи, происходит идентификация, контроль целостности и расшифровка файлов и проверка электронных цифровых подписей подотчетных организаций. Осуществляется управление безопасностью и контроль средств защиты всей системы, сбор и анализ журналов аудита, а также данных с датчиков системы обнаружения атак. Система защиты информации имеет многоуровневую структуру и обеспечивает гарантированную сохранность поступающих данных.

Действующий сегодня комплекс информационно-технологических и программных средств позволяет не только систематизировать все поступающие сообщения по видам операций, (а таковых накоплено уже более миллиона), но и классифицировать их, отбирая для анализа наиболее значимые. В электронном виде ведется перечень юридических и физических лиц, финансово-хозяйственная деятельность находится под особым контролем Службы в связи с подозрением о наличии легализации доходов, полученных преступным путем. Разработана методика проверки информации, поступающей в порядке обязательного и внутреннего контроля, а также при исполнении международных запросов.

Однако как бы ни были велики объемы получаемой информации, привести ее в актуализированные сведения возможно только на основе серьезной аналитической работы. Основные элементы информационно-аналитической системы противодействия легализации преступных доходов и финансированию терроризма в Службе уже созданы и позволяют успешно решать поставленные задачи.

В настоящее время введена система автоматизированной обработки информации по заданным критериям, позволяющая не только систематизировать все поступающие сообщения по видам операции, но и отбирать из них наиболее значимые для анализа. В электронном виде ведется перечень юридических и физических лиц, финансово-хозяйственная деятельность которых находится под особым контролем Службы в связи с подозрениями о наличии признаков легализации доходов, полученных преступным путем. Разработана методика проверки информации, поступающей в порядке обязательного и внутреннего контроля, а также при исполнении международных запросов.

Работа по противодействию легализации средств, полученных преступным путем, не может выполняться только одним ведомством. Напротив, она предполагает высокую степень координации усилий всех элементов системы борьбы с грязными деньгами и тесное межведомственное взаимодействие.

В интересах обеспечения баланса интересов и действий участников государственной системы борьбы с легализацией преступных доходов Росфинмониторинг наладил сотрудничество со всеми заинтересованными министерствами, ведомствами и Центральным банком РФ. Кроме того, подписаны и выполняются соглашения о сотрудничестве со Счетной палатой РФ, Ассоциацией региональных банков России, Межрегиональной ассоциацией ломбардов, Российской ассоциацией лизинговых компаний, Всероссийским союзом страховщиков и другими организациями.

В 2002 г. на Федеральную службу по финансовому мониторингу была возложена функция противодействия финансированию терроризма. Для этого проводится обязательный контроль над операциями лиц и организаций, связанных с террористическими группировками или террористами и включенных в перечень, составляемый Службой. В случае выявления их отношений с террористами такие сделки приостанавливаются, и материалы о них передаются в правоохранительные органы.

На XV пленарном заседании *FATF* в Стокгольме (сентябрь — октябрь 2003 г.) российская делегация, впервые участвуя в его работе в качестве полноправного члена, выступила с инициативой создания на пространстве СНГ региональной Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег по типу и под эгидой *FATF*. В нее могли бы войти страны Центральной Азии, не являющиеся пока членами ни одной из региональных групп *FATF*. Это предложение было поддержано делегациями США, Франции, Великобритании, а также представителями ООН, Всемирного банка и Международного валютного фонда.

Образование подобной Группы позволит гармонизировать законодательства стран — членов СНГ в данной области и успешно решать практические вопросы взаимодействия национальных систем борьбы с легализацией преступных доходов. Особую актуальность решение этого вопроса приобретает в связи с фактической прозрачностью границ Содружества Независимых Государств.

Противодействие легализации криминальных средств — многоплановая и масштабная работа, в которой взаимодействуют многие министерства и ведомства России. Прошедшее со дня создания Комитета РФ по финансовому мониторингу (Росмониторинга) время стало весьма важным, но лишь первым этапом становления координирующего органа государственной системы по борьбе с отмыванием средств, полученных преступным путем, и финансированием терроризма.

Глава 12

СОВРЕМЕННЫЕ ФАКТОРЫ И ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

1. Кто выигрывает на финансовом рынке

Прежде всего те, кто на них работает. Имеют значение и такие факторы, как общее положение в экономике, направление движения рынка, квалификация и мастерство менеджера.

При этом на рынке могут появляться на первый взгляд не совсем традиционные действующие лица.

Университеты — самые успешные инвесторы

Пожертвования университетам, или университетские фонды, в последние годы стали наиболее выгодным вложением для инвесторов. Средства, вложенные в данный вид активов сроком более чем на один год и свыше 10 лет, приносят больший доход, чем акции компаний, входящих в индекс *S&P* 500, а также активы большинства институциональных инвесторов, включая пенсионные фонды. По данным Национальной ассоциации бизнес-сообщества колледжей и университетов (*National Association of College and University Business Officers — NACUBO*), средняя доходность университетских фондов пожертвований в США за финансовый год, закончившийся 30 июня 2006 г., за вычетом комиссионных и других расходов составила 10,7%. При этом фонды размером свыше 1 млрд долл. в среднем выросли на 15,2%, что выше основного индекса хедж-фондов. Лучший результат был достигнут Массачусетсским технологическим институтом — 23% годовых. Это чуть больше, чем в Йельском университете (22,9%).

Крупнейшими инвесторами при этом являются обладатели наибольших фондов. Так, на долю Гарвардского и Йельского университетов приходится 50 млрд долл., что составляет одну седьмую общего объема университетских фондов.

Менеджеры фондов приписывают достигнутые ими успехи исключительно собственной высокой квалификации. Может, это и так. Университеты обладают неоспоримыми преимуществами перед своими конкурентами.

В принципе их горизонты инвестирования безграничны, т.е. они располагают средствами не неделю, месяц или год, а бесконечно. Находящийся в их распоряжении капитал весьма «терпелив». Каждый фонд имеет только одного клиента — самого себя. Иначе говоря, ежегодно необходимо изымать относительно незначительные суммы, с тем чтобы процесс образования не останавливался. Поэтому в отличие от пенсионных фондов здесь нет необходимости постоянного поддержания ликвидности, в частности балансирования активов и пассивов. На практике это означает, что университетские фонды в состоянии выдерживать существенную волатильность на рынке. В свою очередь, это дает им возможность, и чаще всего именно это они и делают, осуществлять противоположное инвестирование (инвестиционная стратегия, при которой инвестор идет вопреки рыночным тенденциям и приобретает ценные бумаги, которые, по его мнению, недооценены рынком и могут в будущем восстановить свои рыночные позиции и принести доход; это выражается в таких действиях, как покупка акций, падавших в цене в последнее время, или продажа акций, цена которых возрастала). Надо сказать, университетские фонды оказались весьма последовательными в своей ориентации и движении против основных течений на рынке. Как показала практика, они в состоянии сохранять свои позиции дольше, чем может продолжаться иррациональная ситуация на рынке.

Еще одним преимуществом является университетская среда. В то время как руководители пенсионных фондов склонны к естественному неприятию риска, университеты уже по своей сущности повернуты к инновационной деятельности и в финансовом, и в интеллектуальном смысле. Так, в фонде Корнеллского университета, располагающего 5 млрд долл., инвестиционные ограничения сведены к минимуму. Его выпускники с опытом Уолл-стрита всячески приветствуются не только как доноры фонда, но и как участники заседаний инвестиционных комитетов. И многие с радостью берут на себя такие обязанности. Таким образом, обеспечивается широта подхода в выборе мнений, недоступных каким-либо другим способом. Имеющиеся под рукой в университете научные кадры не всегда могут быть так полезны. Более того, один из бывших руководителей Гарвардского университета без обиняков сказал, что значительные успехи университетского фонда обусловлены тем, что он не пользовался советами экономического факультета.

Очевидно, все эти факторы представляют собой рецепт смелого по сравнению с общепринятым мышления. Американские университетские фонды оказались среди первых, кто заглянул дальше стандартного набора акций национальных компаний, облигаций и инструментов

денежного рынка. Именно им в 1970-е и 1980-е гг. принадлежала считавшаяся в то время, по крайней мере, эксцентричной идея разбить инвестиционный портфель на стандартные и альтернативные активы с максимальным отсутствием корреляции между ними в целях диверсификации риска.

Они также раньше других появились на рынке хедж-фондов, венчурного капитала, частных акций, недвижимости, долгов бедствующих компаний. Последние — это долговые обязательства компаний, испытывающих финансовые затруднения. Такие бумаги обычно обращаются на вторичном рынке по цене значительно ниже номинала, и некоторые инвесторы скупают их, рассчитывая на то, что в случае банкротства эмитента они получат если не номинал, то во всяком случае бóльшую сумму, чем заплатят при покупке. Эти и подобные им операции приносили прибыль существенно выше среднего уровня. Они также прибегли к географической диверсификации операций, в частности, на нарождающиеся рынки. Лучшими в 2006 г. оказались вложения фондов в зарубежные акции, которые принесли им 24,7% годовых. Университетские фонды способствовали революционным преобразованиям на товарных рынках. Получая высокую прибыль на рынке лесоматериалов в течение нескольких лет, университетские фонды оказались в состоянии преобразовать данный вид промышленных активов инвесторов в финансовые.

В принципе называть указанные виды инвестиций для университетов альтернативными не совсем верно. Скорее в этот разряд подойдут правительственные облигации, не играющие существенную роль в университетском портфеле. В настоящее время крупные университетские фонды 41% своих вложений делают в активы, не связанные с акциями, облигациями и денежным рынком. Уже 20 лет неликвидные инвестиции, ценность которых существенно ниже, чем ликвидных активов, вознаграждают тех, кто отважился их купить. Таким образом, крупные готовые к риску фонды сумели обеспечить себе благоденствие, отказавшись от того, что Джон Мейнард Кейнс (сторонник диверсификации активов) называл *фетишем ликвидности*.

Сумеют ли университетские фонды и впредь практически опровергать классиков экономической теории? Во всяком случае, это будет делать все сложнее, поскольку методы их работы уже сегодня копируются другими инвесторами в секторах рынка, где ранее доминировали университетские фонды.

Конечно, фонды тоже не стоят на месте. Крупные их представители нанимают лучшие умы для поиска новых сфер вложения капитала. Их представители исследуют ситуацию в развивающихся странах. Некоторые из них надеются сохранить свое лидерство, передавая в траст

значительные средства ярким, но не проверенным менеджерам. Сегодня они уделяют существенно меньше времени распределению структуры активов по широкому полю, акцентируя внимание на определении лучших инструментов в своем классе.

Все университетские фонды сталкиваются с проблемой сохранения лучших кадров. Заработная плата высшего руководства университетских фондов редко превышает 2 млн долл. в год, что существенно меньше, чем в частных компаниях. Указанное обстоятельство приводит к оттоку специалистов.

Гарвардский, Стандфордский, Корнеллский университеты и Университет Дьюка в течение одного-полутора лет лишились своих боссов. После 15 лет работы Джек Мейер из Гарварда уволился именно по этой причине и организовал хедж-фонд. С ним университет покинули 30 его коллег. Майкл МакКафери из Станфорда вынужден был уйти после того, как университет не разрешил ему управлять наряду с фондом заведения частными средствами.

Тем не менее модель управления университетскими фондами продолжает вызывать одобрение в США, а также привлекает последователей из-за границы. По мере либерализации порядка инвестирования в Японии президенты университетов этой страны, по слухам, стали вплотную присматриваться к модели Йельского университета. В Великобритании Кембриджский университет пригласил в состав своего инвестиционного комитета господина Свенсена, 20 лет возглавлявшего Йельский университет. Фонд этого университета составляет 1,2 млрд ф. ст. Несмотря на протесты местного руководства, это фактически первый случай найма финансиста из Сити для управления университетским фондом в стране. Известно, правда, что проректором университета в Кембридже является госпожа Алисон Ричард, ранее занимавшая пост проректора в Йельском университете и получившая представление о возможностях правильного управления университетскими фондами. Фактически это революция на финансовом рынке, поскольку прибыль университета превышает прибыль банков в Кембридже.

Детальный анализ финансовых рынков более чем 100 стран показывает, что рынки становятся более глубокими, более ликвидными и все более интегрированными.

Глобальные рынки капитала сегодня переживают беспрецедентный рост как вглубь, так и вширь. Финансовые институты вошли в рутинный ритм глобального передвижения активов, сумма которых исчисляется триллионами долларов (в этом процессе задействованы акции, облигации и другие инструменты).

В глобальном масштабе рынок синдицированных кредитов, а также финансовых инструментов с высокой долей заемных средств и инструментов старшей задолженности, т.е. долговых инструментов,

имеющих приоритет перед другими долговыми обязательствами (в случае неплатежеспособности должника погашается ранее других долгов), развивается более динамично, чем рынок акций и облигаций. По данным компании *Dealogic*, мировой выпуск акций в 2005 г. был незначительно ниже пика, достигнутого в 2000 г., и составил 600 млрд долл. Эмиссия корпоративных облигаций при этом оказалась несколько выше, чем в 2000 г., и составила 685 млрд долл. При этом выпуск синдицированных кредитов в 2005 г. достиг 3,5 трлн долл. В 2000 г. он составлял 2,3 трлн долл.

Сродни эпидемии развивалась популярность новомодных деривативов со сложными названиями, таких, например, как дефолтные (кредитные дефолтные) свопы (*credit default swaps — CDS*). Трудность восприятия этих терминов на слух сопоставима с их смысловой и функциональной сложностью. Вместе с тем указанные инструменты были в числе наиболее важных финансовых инноваций 1990-х гг., несмотря на то, что, наряду с восторженными отзывами, вызвали массу нареканий.

Номинальная стоимость контрактов на кредитные деривативы в 2005 г. подскочила до 26 трлн долл. Это на 9 трлн больше, чем за шесть месяцев до этого, и в семь раз больше, чем в 2003 г. Причина кроется в наличии практически неограниченных возможностей заключения новых контрактов на лежащие в их основе долговые инструменты. Можно предположить, что масштабы этих операций были бы существенно меньше, если бы стали известны нетто-позиции банков, возникшие в их результате. Вместе с тем еще 10 лет назад рынок дефолтных свопов вообще не существовал.

Рынок американский правительственных долговых бумаг в 2006 г. достиг 4 трлн долл. Рынок характеризуется высокой ликвидностью. Его ежедневный объем — 600 млрд долл. — во много раз превышает американский рынок акций.

В целом рынок кредитных деривативов постоянно развивается. Последним достижением в этой области стали постоянно пропорциональные долговые обязательства (*constant proportion debt obligation — CPDO*). *CPDO* строятся на основе кредитных дефолтных свопов. Фактически они представляют собой опцион на весь индекс. Эмитенты *CPDO* получают доход в виде премии авансам, но обязаны вернуть деньги, если компания, входящая в индекс, объявит дефолт. Прелесть инструмента заключается в том, что страховка продается только на возобновляемой шестимесячной основе. Шанс дефолта одного из компонентов индекса весьма невелик. Даже при фактическом ухудшении финансового положения компании велика вероятность того, что она будет исключена из индекса по истечении периода, когда шесть месяцев истекут.

Кредитные агентства единодушно признают высший рейтинг данного инструмента. Вместе с тем в отличие от других долговых инструментов с высоким рейтингом процентная ставка по *CPDO* гораздо больше. Она превышает обычную кредитную ставку на два процентных пункта.

В 2005 г., по оценке компании *Thomson Financial*, число сделок по приобретению компаний путем выкупа контрольного пакета акций подскочило до 2677 с суммарной стоимостью контрактов 326,5 млрд долл. В 2002 г. таких сделок было заключено 1200 на сумму 108 млрд долл. В 2006 г. этот показатель достиг 542 млрд долл.

Активными участниками таких операций все чаще становятся институциональные инвесторы. Средняя доходность частных акций (не обращающихся на фондовом рынке и доступных только узкому кругу инвесторов, т.е. акций закрытых акционерных компаний) в отличие от акций открытых акционерных компаний в течение последних 20 лет составляла 13%. Данный показатель особенно укрепился в последние годы. При этом в Великобритании, например, в 2005 г. на долю пенсионных фондов приходился 31% всех средств, привлеченных в фонды частных акций.

Риск операций с частными акциями сегодня распределяется шире, чем это было в прошлом. Только два года назад кредитный рынок был представлен главным образом операциями банков, работавших в традиционной манере. Сегодня целый ряд небанковских инвестиционных инвесторов, начиная от компаний, управляющих активами, и кончая хеджевыми фондами, являются основными держателями долговых бумаг. Тенденции современного рынка говорят том, что доля генерированного банками синдицированного долга стабилизируется на уровне лишь 30%.

Исследовательский центр *McKinsey Global Institute (MGI)* провел исследование мировых финансовых рынков и представил детальный анализ финансовых активов более чем 100 стран, начиная с 1980 г.

Данное исследование позволило выявить несколько существенных моментов. В частности, общий объем мировых финансовых активов в конце 2003 г. превысил 118 трлн долл., а к 2010 г. достигнет 200 млрд долл. при сохранении нынешних темпов развития. В 1993 г. этот показатель составлял 53 трлн долл., а в 1980 г. — 12 трлн долл. Глобальные финансовые рынки росли быстрее, чем мировой ВВП. Это свидетельствует о том, что финансовые рынки обеспечивают лучший доступ к капиталу и оптимизируют распределение риска.

В значительной степени рост глобальных рынков стал возможен благодаря быстрому распространению корпоративных и государственных долговых обязательств. И, наконец, роль игроков на финансовых

рынках меняется. США со своим крупнейшим рынком привлекает как иностранных эмитентов, так и инвесторов. Европейские рынки становятся все более интегрированными и увеличивают свою рыночную долю на глобальном рынке. В то же время значение Японии на мировом рынке капитала снижается, а Китай укрепляется как новый глобальный игрок.

До последнего времени рост глобального рынка капиталов сопровождался существенным снижением роли банков и параллельным увеличением значения рыночных институтов как главных финансовых посредников. Это изменение можно проследить на примере снижающейся доли банковских депозитов в объеме мировых финансовых активов (до 30% сегодня, тогда как в 1980 г. показатель был равен 45%), а также в соответствующем росте рынка долговых ценных бумаг.

Существуют четыре региона, доля которых составляет более 80% мировых объемов капитала: США, еврозона, Япония и Великобритания. Рынок США, оцениваемый в 44 трлн долл., занимает 37% рынка мировых финансовых активов. На нем доминируют частные долговые обязательства и акции. В Европе банки играют более важную роль в финансовой жизни. Азиатские финансовые рынки относительно изолированы друг от друга и отличаются рядом существенных характеристик. Японии принадлежит крупнейшая доля финансовых активов региона. Вместе с тем динамика рынка здесь существенно ниже. Стимулирование роста обеспечивается лишь благодаря экспансии рынка государственных долговых обязательств. Китайский рынок, хотя и составляет треть японского, является одним из наиболее динамично развивающихся. Отмечается тенденция к концентрации в этой стране значительной доли мировых банковских депозитов.

Начиная с 1980 г., когда стоимость мировых финансовых активов приблизительно равнялась объему мирового валового продукта, произошел ее троекратный рост относительно глобального ВВП.

Сегодня данный коэффициент в США почти в два раз больше, чем, например, в Норвегии, хотя обе страны имеют одинаковые показатели ВВП на душу населения. Германия и Таиланд, наоборот, по этому показателю равны, хотя уровень развития в этих странах несопоставим между собой. В Японии данный показатель весьма высок, тем не менее для нее актуальна проблема возврата банковских кредитов и снижения активности на рынках акций и корпоративных облигаций.

Одним из самых примечательных моментов прошедшего десятилетия был рост уровня долговых обязательств во всем мире. Корпоративные долговые ценные бумаги сегодня — самый быстрорастущий ком-

понент мирового финансового рынка. Вместе с правительственными обязательствами корпоративные ценные бумаги соответствовали примерно половине общих объемов роста мировых финансовых активов за 1993—2003 гг. Выпуск международных корпоративных облигаций растет более чем в три раза быстрее, чем внутренний корпоративный долг (22 и 7% в год соответственно). Данная тенденция отражает растущую глобализацию капитала, когда компании ищут инвесторов за пределами своих государств.

Большая часть долговых обязательств во Франции, Италии и Японии представлена правительственными заимствованиями этих государств. И наоборот, растущие объемы эмиссий корпоративных ценных бумаг являются основным движущим фактором роста долговых обязательств в Великобритании. Процесс секьюритизации также стал важным источником увеличения долга. США сегодня — лидер на рынке секьюритизации активов: 5,3 трлн долл. в ценных бумагах, обеспеченных ипотекой (учитывая, что объемы ипотечного рынка в стране приближаются к 10 трлн долл.), и 1,7 трлн долл. в ценных бумагах, обеспеченных другими активами.

У США уникальная позиция не только как у крупнейшего в мире финансового рынка, но и как глобального центра и проводника капиталов. Однако с введением единой валюты европейские финансовые рынки становятся все более интегрированными и увеличивают свою долю. Японские же рынки капитала теряют свою значимость в глобальной финансовой системе, в то время как китайские растут высокими темпами. Финансовые рынки Сингапура и Латинской Америки мало заметны на фоне основных мировых игроков. Доля стран Латинской Америки в мировом ВВП составляет более 4%, в то время как на них приходится менее 2% мировых финансовых активов.

Несмотря на продолжающееся снижение курса американской валюты, она продолжает доминировать на мировых финансовых рынках. Для участников рынка доллар остается самой торгуемой валютой и самым популярным при выпуске акций и облигаций. Многие страны, включая Китай и Малайзию, тесно привязали свои национальные валюты к доллару США. Хотя доверие к евро среди банкиров продолжает расти, еще нужно очень много времени, чтобы единая европейская валюта сравнялась с долларом, не говоря уже о том, чтобы превзойти его значимость в международных финансах.

Сегодня иностранные инвесторы владеют 12% американских акций, 25% корпоративных облигаций и 44% казначейских бумаг. Показатель увеличился с 4, 1 и 20% в 1975 г. соответственно. Начиная с 1995 г. финансовые потоки между странами выросли более чем в три раза, и сегодня их общий объем ежегодно увеличивается на 4 трлн долл.

Биржи

В апреле 2007 г. Нью-Йоркская фондовая биржа завершила свое слияние с *Euronext*, созданной биржами Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона. *Deutsche Borse*, также стремившаяся к слиянию с *Euronext*, утешилась приобретением за 2,8 млрд долл. американского опционного рынка *ISE*. В поиске того, что прибрести, находится *NASDAQ*, провалившаяся в попытках покупки Лондонской фондовой биржи. Есть сведения и о других планах по слиянию крупных площадок финансового рынка.

Биржевой финансовый бум отражает рост рынков капитала, который в 1993—2004 гг. в два раза опережал рост глобального ВВП. Активизации торговли на финансовых рынках способствовали такие факторы, как появление электронных рынков и деятельность хедж-фондов. Стоимость торгуемых в мире акций увеличилась за 2006 г. на 28% и достигла 69,8 трлн долл. Беспрецедентный рост конкуренции заставил многие биржи в целях сохранения предпринять попытки по увеличению их размеров. В свою очередь, спекуляции вокруг слияний и поглощений привели к росту обращающихся на биржах акций.

Биржи испытывают на себе давление регуляторов и клиентуры. Регуляторы требуют от них обеспечения оптимального сочетания цены и надежности, а также прозрачности операций.

Давление со стороны клиентов в современных условиях сводится к максимизации доходов. Ушли в прошлое времена, когда, находясь во владении брокеров, биржи не стремились к инновациям, а зарабатывали без риска для себя. Сегодня они должны стремиться модернизировать торговлю, предлагать новые продукты, а также обеспечивать их широкую продажу. Многие брокеры по-прежнему сохраняют свои доли в биржах и получают прибыль от снижения цен, новых технологий и новой продукции.

Вместе с тем в некоторых случаях брокеры становятся врагами бирж, поскольку инвестируют, где только можно, для снижения собственных издержек. Созданная в 2000 г. *ICE* поддерживается гигантами с Уолл-стрит, включая *Goldman Sachs* и *Morgan Stanley*. Созданный в 2006 г. электронный рынок в Канзас-Сити *BATS Trading* привлек инвестиции от *Lehman Brothers*, *Merrill Lynch*, *Morgan Stanley* и *Credit Suisse*. Стоимостью 7 млн долл., данная торговая система позволила взять под контроль 10% прошедших листинг на бирже *NASDAQ* акций, вынуждая своего крупнейшего конкурента снизить цены для ряда клиентов.

Еще один путь воздействия на крупные биржи со стороны банков и брокеров заключается в так называемой интернализации, т.е. торговле

между собой без посредников. Насчитываются уже десятки пулов, с помощью которых банки и институциональные инвесторы анонимно торгуют крупными пакетами акций. В 2007 г. 10—15% всей торговли акциями осуществлялась через указанные пулы.

Появление альтернативной торговой сети не могло не привести к снижению комиссионных расходов участников рынка в США. Тенденция к их сокращению сохранится и в будущем. В течение 2007—2012 гг. их снижение может достигнуть 2,4% в год. В Европе указанные процессы находятся на первоначальной стадии развития. В результате комиссионные расходы здесь в 10 раз выше, чем на американских биржах. Слияние *NYSE Euronext*, впрочем, может изменить сложившееся положение. Этому могут способствовать и другие проекты на европейском рынке.

Реакция бирж на происходящее заключается в покупке представляющих для них угрозу электронных сетей, как это сделали *NYSE* с *Archipelago* и *NASDAQ* с *INET*, а также возросшей конкуренцией между ними. Те же *NYSE* и *NASDAQ*, ранее жестко специализировавшиеся на голубых фишках и технологических компаниях соответственно, сегодня борются за каждую сделку. Доля *NASDAQ* в торговле акциями, прошедшими листинг на *NYSE*, возросла более чем до 15%.

Требования к оперативности торговых систем сегодня возросли многократно. Так, объем сообщений от брокеров или их торговых программ на американском рынке за 2004—2006 гг. вырос с 25 до 300 тыс. в секунду.

В 2001—2005 гг. прибыль на собственный капитал бирж в США достигала в среднем 26% в год. Сохранить такую доходность непросто, поэтому ведется постоянный поиск новых рынков и продуктов. Взоры устремлены в Азию, что уже сказалось на результатах. Торговля на региональных фондовых рынках за 2006 г.увеличилась на 37%.

NYSE начала опционную торговлю, обеспечивая уже сейчас 11% общего объема таких операций на американском рынке. Создать собственный опционный рынок планирует и *NASDAQ*. В целом в борьбе за лидерство на финансовых рынках самым кровавым стал сектор торговли производными финансовыми инструментами.

Торговля деривативами выглядит куда перспективнее обычной торговли акциями. Так, операции на Чикагской товарной бирже в 2000—2005 гг. увеличивались в среднем на 36,4% в год, в то время как на Нью-Йоркской фондовой бирже — на 14,5%. Рост торговли акциями сдерживается числом прошедших листинг фирм. Для торговли деривативами таких ограничений нет.

В мире насчитывается примерно десяток бирж, торгующих деривативами. При этом биржи имеют исключительные права на свои про-

дукты, обеспечиваемые лицензионными соглашениями с владельцами базисных индексов, например *S&P* 500 и *NASDAQ* 100. Новые биржи могут вводить похожие контракты, но не идентичные.

Биржи деривативов имеют собственные расчетные палаты, дающие возможность встречного внесения гарантийной маржи, что снижает требования к резервированию капитала для закрытия позиций. Дальнейшая стандартизация контрактов позволит биржам привлечь значительную часть рынка кредитно-дефолтных свопов, достигающего 29 трлн долл. по номинальной стоимости вовлеченных активов и в данное время находящегося вне пределов бирж. Сегодня на данном рынке доминируют банки.

Акционерный капитал и государственные и частные долговые бумаги в США в 1995 г. в 2,4 раза превышали ВВП страны. В 2004 г. указанное превышение достигло 3,3 раза. В Европе в июне 2006 г. рынок акций и облигаций достиг 370 трлн долл. по сравнению с 258 трлн долл. два года назад.

Доходы 10 крупнейших инвестиционных банков от операций на рынке капиталов с 55 млрд долл. в 2004 г. выросли до 90 млрд долл. в 2006 г. Этот рост прибыли сравним с увеличением доходов компании *Apple* после изобретения *iPod*. Хотя понятно, что в операциях инвестиционных банков вряд ли можно найти что-то столь же ощутимое, чем бы можно было объяснить указанный рост прибыли. Вместе с тем налицо действие трех факторов: превращение долгов в деривативы, появление хедж-фондов и рынка частных акций, а также географическое расширение рынка капиталов и клиентуры. При этом в оборот вовлечены не только средства клиентов, но и собственные ресурсы участников рынка.

Обычно при росте экономики темпы прироста рынков капиталов в два раза обгоняют темпы прироста ВВП. На долю Америки и Европы приходится примерно $^4/_5$ всех доходов инвестиционных банков. Вместе с тем их комиссионные доходы растут быстрее всего в развивающихся странах. Это отражает мощь таких компаний, как *Газпром* и *Commercial Bank of China*, которые вполне сравнимы по размерам с *Citigroup*. Известно, что 140 из 1 тыс. наиболее крупных клиентов *Citigroup* пришли с нарождающихся рынков, тогда как 15 лет назад их было не более 40. Россия и Китай являются крупнейшими в мире рынками *IPO*.

Финансовые ресурсы офшоров

Сегодня, как, впрочем, и вчера, офшорные финансовые центры продолжают процветать. Но в отличие от дня вчерашнего секрет их

процветания изменился. Из исключительно зон с льготным налогообложением они превратились в важные элементы глобальной финансовой системы.

Говоря о финансовой системе сегодняшнего дня, можно сказать, что она играет далеко не последнюю и весьма перспективную роль как один из важнейших элементов в современных методах ведения военных действий. В условиях глобализации мировой экономики происходит постоянное и при этом анонимное перемещение денежных средств через национальные границы. Это может оказать совершенно ненужную обществу помощь нуждающимся в денежной подпитке террористам, наркодельцам, государствам-изгоям, экстремистам всех мастей. Ограждать растущую финансовую систему от клиентуры подобного рода становится все сложнее.

Еще одна проблема, стоящая перед финансовыми регуляторами, заключается в том, что свободное перемещение капиталов несет с собой не только грязные деньги, но и финансовый кризис. Беспрецедентный рост использования эзотерических деривативов и хедж-фондов основательно затруднили восприятие реальных источников финансовых трудностей, так как значительная часть связанных с этим операций происходит на островах, где контрольные меры могут иметь существенные отличия от общепринятых норм.

И, естественно, особое раздражение национальных правительств вызывает то обстоятельство, что высокомобильные финансовые потоки способны вынести за пределы национальной территории значительную часть налоговых поступлений. Это проблема весьма серьезна для большинства развитых стран со стареющим населением, пенсионное обеспечение которого правительствам приходится поддерживать. Именно развитые страны стали инициаторами кампании по укреплению международной финансовой системы в целях противодействия нежелательным побочным последствиям финансовой глобализации: финансовым преступлениям, распространению в финансовой сфере кризисных явлений, а также уклонению от уплаты налогов. Суть предлагаемых мер сводится к тому, чтобы стимулировать финансовые центры мира к принятию наилучшей международной практики банковского надзора. Также предлагается обеспечить сбор финансовой информации и принять соответствующие меры, направленные на борьбу с отмыванием грязных денег.

Объектами пристального внимания стали офшорные финансовые центры — небольшие территории с собственной юрисдикцией, такие, например, как Макао, Бермуды, Лихтенштейн или Гернси. Своим существованием они обязаны главным образом привлечению иностранного финансового капитала. Как правило, они предлагают представи-

телям иностранного бизнеса и отдельным состоятельным индивидуумам низкие или вообще отсутствующие налоги, политическую стабильность, благоприятные для бизнеса регулирование и законы, но самое главное — конфиденциальность. Богатые страны рассматривают офшорные центры как слабое звено глобальной финансовой цепи.

В недавнем прошлом офшорные финансовые центры действительно позволяли себе много недозволенного, или, по крайней мере, на грани допустимого. Объяснялось это просто. Зависимость от иностранного капитала делала их слепыми по отношению к мошенническим действиям преступных групп и корпораций в пределах их юрисдикции. Можно вспомнить Сани Абачу, диктатора из Нигерии, Мохамеда Сухарто из Индонезии и Фердинанда Маркоса из Филиппин. Эта троица — только небольшая часть коррумпированных лидеров, ограбивших свои страны. В подобном неблаговидном деле помощь им оказала политика секретности, проводимая офшорными финансовыми центрами. Однако такую же услугу они получили и от вполне легальных «материковых» финансовых центров. Об этом, правда, почему-то умалчивается до сих пор. Известно также, что часть денег, использованных для террористических атак 11 сентября 2001 г., прошла через Дубай, недавно позиционировавший себя в качестве финансового центра. Мошеннические действия с отчетностью в фирмах *Enron*, *Parmalat* и *Tyco* стали также возможны в результате деятельности сложных финансовых структур, базирующихся в офшорных финансовых центрах. Кстати, и здесь не обошлось без «материковых» центров, как, например, в штате Делавэр.

Вместе с тем наиболее очевидная причина использования офшорных зон — уход от налогообложения. При этом многие офшорные зоны законы не нарушают, а многие богатые мира сего, а также крупнейшие и пользующиеся непререкаемым авторитетом корпорации вполне легально их используют в целях минимизации налогов. «Материковый» мир относится к таким зонам далеко не дружелюбно. Более того, один из американских сенаторов заявил, что офшорные налоговые гавани объявили экономическую войну честным американским налогоплательщикам. Считается, что в них Америка ежегодно теряет до 70 млрд долл. Наиболее жесткие критики офшорных финансовых центров оценивают ежегодные потери всего мирового сообщества в виде недоплаченных налогов более чем в 255 млрд долл. Прямые инвестиции Канады в офшорные финансовые центры составили за 1990—2003 гг. 75 млрд долл., т.е. пятую часть всех прямых инвестиций страны за рубежом.

Бизнес в офшорных финансовых центрах переживает бум. Авуары офшорных финансовых центров в настоящее время достигают

5—7 трлн долл., что в пять раз больше, чем 20 лет назад. На их долю приходится 6—8% мирового богатства в управлении. Каймановы острова (их три в Карибском бассейне) являются пятым по величине мировым банковским центром, активы которых достигают 1,4 трлн долл. Британские Виргинские острова служат штаб-квартирой по крайней мере 700 тыс. офшорных компаний.

Все это весьма благоприятно для экономики офшорных финансовых центров. С 1982 по 2003 г. среднегодовые темпы прироста ВВП на душу населения здесь составили 2,8%, что более чем в два раза выше среднемирового показателя (1,2%). Показатели отдельных центров выглядят еще лучше.

Самой богатой страной мира выглядят Бермуды. ВВП на душу населения здесь оценивается в 70 тыс. долл. в год. Для сравнения можно указать, что соответствующий показатель для США равен 43,5 тыс. долл. В среднем граждане Каймановых островов, Джерси, Гернси и Британских Виргинских островов богаче граждан большинства стран Европы, а также Канады и Японии. Пример оказался заразителен, и другие страны с узким внутренним рынком включились в процесс учреждения собственных финансовых центров для привлечения ресурсов из офшорных зон-ветеранов. Наиболее успешными в этом деле оказались Дубай, а также Кувейт, Саудовская Аравия, Шанхай и даже Суданский Хартум.

Возможности офшорного бизнеса в условиях глобализации существенно возросли. По мере развития международного бизнеса компаний им все проще обеспечить перевод активов и прибылей через границы, в частности в офшорные финансовые центры. Поскольку состоятельные люди все в большей мере ведут странствующий образ жизни, а их деятельность, дома и инвестиции раскиданы по всему свету, они могут хранить и управлять своими богатствами где угодно. Финансовая либерализация — устранение контроля над движением капитала и т.п. — значительно упростила подобные операции. Свою лепту в указанный процесс внес и Интернет. Деньги по миру стали двигаться быстрее, дешевле и анонимно.

Содействие рассматриваемому процессу оказал и рост глобальных финансовых услуг. Их суть сводится главным образом к управлению цифровой информацией. Ни в одной из отраслей влияние глобализации не было так заметно, как в финансовой сфере. Причина кроется в возможности торговли данной цифровой информацией, ее структурирования, предоставления в кредит и продажи практически повсеместно. Прибыль от операций также может быть зафиксирована почти везде и во все большей степени перемещается в офшорные финансовые центры.

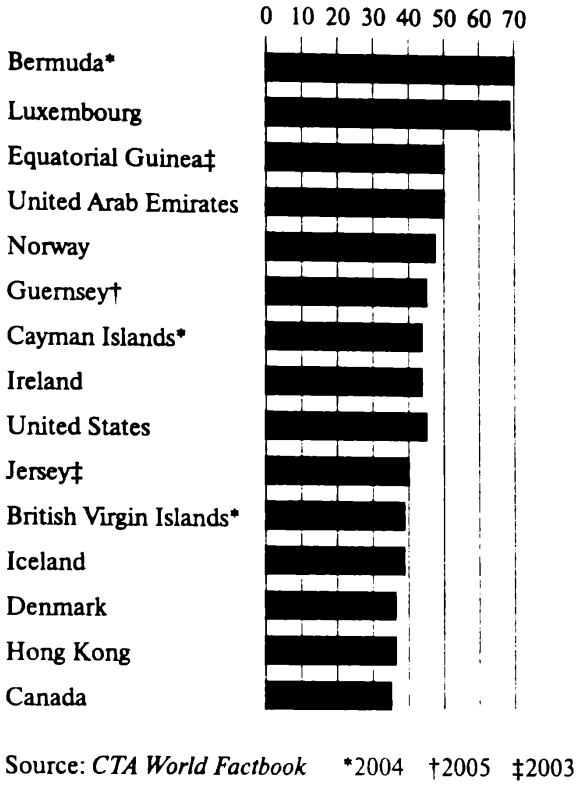


Рис. 12.1. Самые богатые страны

Возрастающее значение отрасли финансовых услуг для экономики многих стран означает, что все бóльшая часть прибылей и, соответственно, налоговых обязательств легко перемещается в офшорные зоны. Так, в 1983 г. на долю финансовых корпораций США приходилось примерно 5% всех корпоративных налоговых поступлений в стране, в 1991—2003 гг. этот показатель возрос примерно до четверти.

Предметом заботы налоговых органов становятся также компании, не относящиеся к финансовому сектору. В последнее время они ведут себя как финансовые. Основным генератором прибыли в компании *General Electric*, фактически представляющей собой один из крупнейших в Америке конгломератов и производящей все, начиная от авиационных двигателей и кончая изделиями из пластмасс, является ее финансовое отделение. Нефинансовые компании управляют пенсионными фондами и ценными бумагами в интересах своих работников по

всему миру, проводят многовалютные финансовые операции и во все большей степени используют такие эзотерические финансовые продукты, как деривативы для хеджирования рисков и привлечения ресурсов. Вся эта деятельность может осуществляться и практически осуществляется в офшорных финансовых зонах при поддержке целой армии юристов, бухгалтеров и инвестиционных банков.

Офшорные финансовые зоны часто воспринимаются как паразиты, отвлекающие для своего выживания налоги и другие поступления из так называемой реальной экономики. При этом свои услуги они предоставляют налоговым мошенникам и преступным группировкам, занятым отмыванием денег. Отчасти так оно и есть. Но данные преступления имеют место и в экономике так называемых материковых стран.

Представители бизнеса и богатые индивидуумы настаивают на том, что офшорные финансовые центры вполне законно снижают налоговые обязательства. В частности, бизнес-сообщество резонно отмечает: в условиях жесткой конкуренции в глобальной экономике национальные режимы налогообложения могут существенно отличаться. Поэтому минимизация налоговых платежей является конкурентной необходимостью, и офшорные финансовые центры представляются одним из возможных решений данной проблемы. В свою очередь, офшорные финансовые центры настаивают на том, что они являются специализированными финансовыми центрами и могут предложить гораздо больше своим клиентам, чем просто низкий уровень налогообложения.

Основным аргументом против офшорных финансовых центров является следующее. Разрешая корпоративным и богатым индивидуальным клиентам избегать налогообложения, они уменьшают налоговые поступления в экономике «обычных» стран, ограничивая их возможности по реализации государственных программ и вынуждая их подвергать налогообложению менее мобильные факторы, такие как труд, жилье и потребление. В результате появляется возможность восприятия глобализации как направленной против обычного гражданина.

Обеспокоенность также высказывается по поводу того, что офшорные финансовые центры не обеспечивают надлежащего надзора за бизнесом в пределах своих границ. Это позволяет мошенникам проникать в глобальную финансовую систему, а также способствует распространению недобросовестной практики, потенциальной основы возникновения финансовых кризисов. Еще несколько десятилетий назад регулирование во многих офшорных зонах оставляло желать лучшего. В результате грязные деньги смешивались с нормальными. Сегодня,

как утверждают в большинстве офшорных финансовых центров, ситуация изменилась, и надзор, по крайней мере, также эффективен, как и на материке, иногда даже лучше.

Сторонники отмены ограничений в мировой экономике указывают: конкуренция в сфере налогообложения, регулирования и т.п. имеет вполне здоровые основы по своей сути, поскольку не дает правительствам развитых стран возможности почивать на лаврах. Есть также мнения о том, что офшорные финансовые центры — неизбежные спутники глобализации. Иначе говоря, если бы офшорные зоны каким-то образом исчезли, вместо них обязательно появилось бы что-нибудь другое на замену. Деятельность офшорных финансовых центров уже оказывает, как говорят, незапланированное положительное влияние, стимулируя рост и конкуренцию в экономике «обычных» стран.

Как выглядит будущее офшорных финансовых центров? Материковые страны пытаются минимизировать привлекательность инвестиций в налоговые гавани путем введения налогового кодекса, а также выделения средств на выявление налоговых мошенников. Конечно, это Сизифов труд. Как только закроется одна дыра в законодательстве, юристы тут же отыщут другую, убедишь одну офшорную зону сотрудничать в борьбе против уклонения от налогов, ее место займет другая.

Международные организации выдвинули ряд инициатив, направленных на ужесточение надзора в офшорных финансовых центрах, сотрудничество с иностранными правительствами по выявлению налоговых мошенников, а также искоренение вредной налоговой практики. Офшорные финансовые центры рассматривают подобные инициативы как попытку устранения их из бизнеса. Страны, пытающиеся внедрить подобные стандарты, рассматриваются ими как олигополия, устраняющая мелких конкурентов. Очевидно, это верно, поскольку, являясь одновременно и судьями, и участниками, они не могут быть до конца объективными.

В сложившейся ситуации ясно одно: глобализация изменила правила игры на финансовом рынке. Она способствовала появлению дополнительных выгод для развитых стран, но и создала больше возможностей для утечки налогов за границу. Именно этим объясняется их обеспокоенность проблемами функционирования офшорных финансовых центров.

Последние также получили выгоды от глобализации. 20 лет назад они выполняли главным образом функцию пассивного хранения денежных средств крупных компаний, богатых индивидуумов и руково-

дителей стран-изгоев. Некоторые центры продолжают этим заниматься и сегодня. Понятно, их нужно удалить из бизнеса. Однако лучшие из офшоров, например, Джерси и Бермуды, превратились в высококлассные прекрасно управляемые финансовые центры, специализированные в таких областях, как страхование и структурированные финансы.

В таких условиях усилия, направленные на борьбу с финансовыми преступлениями, конечно, не могут не приветствоваться, но огульное отрицание положительной роли офшорных финансовых центров поддерживать также не следует. Все хорошо организованные финансовые центры — офшорные и на материке — важны для глобальной финансовой системы.

Кто сегодня работает на финансовых рынках

Еще 50 лет назад бизнес, связанный с управлением денежными средствами населения, рассматривался как искусство, но не наука. Суть данного искусства сводилась к поискам кого-то, кто был бы допущен к инсайдерской информации. С 1950-х по 1970-е гг. положение под воздействием академических кругов изменилось, и работа с денежными средствами стала называться «управление инвестиционным портфелем». Непосредственно в отрасли это вызвало скептицизм и сопротивление. Гарри Марковиц, Билл Шарп и Майрон Шоулз, а также их последователи разработали теории, объясняющие связь между риском и доходами, выгоды от диверсификации, возможность оценки финансовых активов.

Некоторые из этих концепций попали под огонь критики в последние годы. Суть претензий к представителям академической науки связана с многочисленными допускаемыми ими упрощениями, например игнорированием издержек торговли. Научная школа, известная как поведенческие финансы, сделала предположение, что инвесторы не настолько рациональны, как это предусматривают модели. Они руководствуются присущими им на психологическом уровне собственными пристрастиями, например в виде нерешительности при снижении собственных потерь.

Признавая определенную условность и ограничения моделей, нельзя не отметить, что именно академическая наука выстроила структуру современных финансовых рынков. Несомненно, что под воздействием научного подхода оценка рисков современными инвесторами стала более искушенной. В частности, они уже видят разницу между поступлениями от изменений непосредственного положе-

ния на рынке (бета на финансовом сленге) и мастерства менеджеров (альфа).

Учение об эффективности рынка, в частности положение о том, что цены всегда устанавливаются с учетом всей известной информации, способствовало созданию индексных фондов, т.е. взаимных инвестиционных фондов, структура инвестиционного портфеля которых привязана к структуре определенного фондового индекса. Такой фонд ставит своей целью не получение как можно более высокого дохода, а поддержание доходности на уровне, соответствующем выбранному индексу. Индексные фонды дают возможность инвесторам владеть диверсифицированными портфелями с небольшими издержками. Несмотря на то что представители бихевиористского направления финансовой науки сумели найти погрешности в механизме рынка, они не смогли обнаружить подтверждения возможности систематического использования таких недостатков. Во всех случаях менеджер фонда будет стремиться к обеспечению доходности на уровне индекса.

Сегодня все наиболее крупные участники рынка пользуются достижениями академической науки. В таких условиях, для того чтобы обогнать рынок, т.е. получить значительно больше прибыли, чем приносит рыночный портфель, могут требоваться и другие специалисты. Хотя это и небесспорно, но для решения таких задач скорее требуются специалисты со степенями по физике и солидными знаниями компьютерных техники и технологии, а не обладатели обходительных манер и ежедневников с нужными контактами.

Деятельность на финансовых рынках стала сродни гонке вооружений, поскольку работающие здесь менеджеры жестко конкурируют в поисках лучшей компьютерной модели и оперативности проводимых операций. Гонка повышает эффективность рынков, при этом модели ученых становятся более приближенными к жизни.

Кто проигрывает на финансовом рынке

Как говаривал Уоррен Баффетт, если вы в игре, например, в покер более 30 минут и не знаете, кто в проигравших, то это вы. Сегодня мир наблюдает, как хедж-фонды и управляющие частными акциями сколачивают миллиардные состояния. При этом многие задаются вопросом: откуда деньги? Короче, кто проигравший?

Политик левого толка скажет вам без обиняков, что рядовой труженик. Финансовые спекулянты и рейдеры — физические лица или организации, активно скупающие или намеренные скупить акции компании с целью приобрести контрольный пакет акций, — вынуждают компании-объекты к принятию недальновидных решений, способ-

ствующих росту цен акций за счет снижения заработных плат, увольнения рабочих или урезывания капитальных затрат.

Энтузиаст свободного рынка такой вопрос просто не поймет. В его лексиконе нет проигравших, поскольку экономика — это не игра с нулевой суммой, в которой проигрыши и выигрыши участников в сумме дают ноль. И менеджеры частных акций, и хедж-фонды улучшают экономическое положение путем более эффективного распределения капиталов.

Но не дайте себя запутать. Даже если все эти участники рынка создают богатство, они могут своей деятельностью способствовать появлению и проигравших. И хотя со всех точек зрения рост операций не может не рассматриваться как успех, всегда найдутся люди, которые в результате этого пострадают. Вообще экономический прогресс вряд ли может сделать одним лучше без того, чтобы сделать другим хуже.

Наглядных примеров хватает. Так, П. Вуд, создавший в 1980-е гг. фирму по предоставлению страховых услуг по телефону, стал сказочно богат. Эффективность такого страхования оказалась существенно выше классического варианта предоставления таких услуг. В результате проигравшими стали работники страховых контор, работающих по старинке.

Фонды частных акций получают свою прибыль от арбитража между частными и публичными рынками, используя различия в их отношении, например, к задолженности. Не является секретом и то, что владельцы и менеджеры котируемых компаний, акции которых зарегистрированы на фондовой бирже, ведут непрекращающиеся споры по поводу организации денежных потоков. Результатом становится инвестирование в недоброкачественные активы и чрезмерные расходы на бюрократию.

Подчиняя себе компании, группы частных акционеров лишают менеджеров свободы распоряжаться денежными потоками. Теоретически это максимизирует стоимость фирмы. Проигравшими при этом становятся акционеры публичных компаний, не получающие указанные выгоды в результате преждевременной продажи.

Проигравшими могут быть такие акционеры, как пенсионные фонды и страховые фирмы, размещающие свои средства, изъятые с публичных рынков, в так называемые альтернативные активы (например, частные акции). Фактически при этом они получают долю в тех же секторах бизнеса, но за более высокие комиссионные.

Деятельность хедж-фондов не менее противоречива. Считается, что они способствуют улучшению экономического положения двумя способами. Благодаря значительным объемам операций они повышают ликвидность рынков. При прочих равных условиях чем выше лик-

видность рынка, тем ниже стоимость капитала. С другой стороны, они выступают страхователями финансового риска.

Кредитные деривативы, например, дают возможность инвесторам отделения риска дефолта от других видов риска, в частности изменений процентной ставки. Это выгодно компаниям, выпускающим долговые бумаги инвестиционного уровня. До этого указанные компании были вынуждены соглашаться на неоправданно завышенные процентные ставки при незначительном риске дефолта. Кредитные деривативы позволили снизить эти премии.

В данном случае проигравшими стали финансовые учреждения. Это крупные банки, лишившиеся влияния на фирмы, которым они традиционно обеспечивали хеджирование от негативного изменения процентных ставок и валютного рынка.

И, наконец, всегда проигрывает клиентура, сотрудничающая с менеджерами уровнем ниже среднего.

Логичным и уместным также выглядит соображение о необходимости учета ошибок прошлого. Можно напомнить о масштабном падении в 1998 г. хедж-фонда *Long-Term Capital Management*, вызванном неспособностью его менеджеров видеть мир за пределами возможностей их, как оказалось, ошибочных моделей. Вместе с тем эти модели используются и сегодня. В бизнесе вообще хватает обманщиков и лгунов, поэтому может возникнуть впечатление, что успех фирм зависит от везения и мастерства примерно в равной степени.

Чистый приток частного капитала в развивающиеся страны со 169 млрд долл. в 2002 г. увеличился до 647 млрд долл. в 2006 г. Чистые выплаты правительствам и международным организациям, например, МВФ из развивающихся стран достигли за 2003—2006 гг. 185 млрд долл. За тот же период чистый приток частного капитала сюда насчитывает 1,9 трлн долл.

Использование алгоритмов на финансовых рынках

Одно из последних изобретений в мире финансов — торговые алгоритмы — представляют собой компьютерные программы, генерирующие приказы купли-продажи, что дает возможность весьма оперативного, если не сказать, молниеносного заключения сделок. При этом скорость проведения генерируемых компьютером операций увеличивается до тысячных долей секунды. Созданные алгоритмы обеспечивают более быструю реакцию на новостные заголовки, чем этом возможно с помощью человеческого глаза. Провайдеры новостей *Dow Jones* и *Reuters* начали предоставление специально помеченной новостной

продукции, воспринимая которую алгоритмы способны обеспечить принятие запрограммированных решений о купле-продаже финансовых активов.

Алгоритмы могут быть востребованы и регуляторами рынка. Так, Управление по финансовым услугам Великобритании предполагает использовать алгоритмы для мониторинга оперативной информации на рынке в целях обнаружения подозрительной деятельности, которая, как считает это ведомство, имеет место примерно за квартал до, например, появления информации о слияниях и поглощениях.

В США треть всех операций с акциями осуществляется с использованием торговых алгоритмов. К 2010 г. этот показатель возрастет до 50%. При этом в опционной торговле этот показатель составит $^1/_5$.

18 июня 2007 г. на Лондонской фондовой бирже появилась электронная система торговых алгоритмов, обеспечивающая время проведения операции 10-тысячными долями секунды. В первый день работы скорость обработки составила 1500 приказов в секунду, что можно сравнить с 600 при использовании прежней системы.

Основная задача таких систем заключается в сокращении времени между отдачей и исполнением приказа, т.е. периода задержки. В торговле по принципу так называемого черного ящика (любая система неизвестного устройства с известной реакцией на сигналы) и статистического арбитража важно буквально каждое мгновение, поскольку продолжительность существования ценовых параметров, которые пытается обнаружить компьютер, может длиться только доли секунды. Алгоритмы обработки заказов также должны быть очень оперативны с тем, чтобы не упустить лучшую цену.

В 2007 г. в Америке на разработку торговых алгоритмов должно быть истрачено 480 млн долл. Говорят, что даже место расположения серверов имеет значение. Чем ближе они к месту совершения сделки, тем предпочтительнее шансы обеспечить лучшую цену.

В целом использование торговых алгоритмов для обработки новостной информации находится на начальной стадии развития. Основанные на ключевых словах, они лучше работают при использовании таких переменных, как цена акции и объем купли-продажи.

Похоже, торговые алгоритмы стали воспринимать новости быстрее журналистского сообщества. Во всяком случае регуляторы рынков склонны рассматривать колебания цен непосредственно перед слияниями и поглощениями как связанные с восприятием торговыми алгоритмами сигналов раннего предупреждения, поступающих с рынков.

Аналитики больше не нужны

Если говорить о жертвах краха интернет-компаний, то наиболее серьезно оказалось затронуто положение аналитиков со стороны продавца, т.е. финансовых аналитиков брокерских или любых других фирм, которые занимаются ведением клиентских счетов. В отличие от аналитика со стороны покупателя выводы такого аналитика, как правило, доступны широкой общественности. Таким образом, пострадавшими в долгосрочной перспективе оказались аналитические структуры инвестиционных банков, занятые исследованием рынка ценных бумаг. Сегодня данная деятельность сдерживается ограничениями регуляторов и игнорируется инвесторами. За 2000—2005 гг. бюджет исследовательских подразделений фирм снизился на 35%. Более того, в июне 2007 г. американская финансовая группа *Prudential* объявила о закрытии своего исследовательского направления.

Основная проблема заключается в том, что данное направление деятельности доходы приносит очень редко. Деятельность регуляторов свелась к требованию о разделении исследовательских подразделений и отделов корпоративных финансов инвестиционных банков. В эпоху расцвета интернет-компаний аналитики вели себя как оракулы. Так, если какая-либо фирма намеревалась выпустить свои акции в обращение или готовилась к поглощению, аналитики были рады рекомендовать такие акции клиентуре, учитывая то, что именно их банк занимался обслуживанием таких операций.

В наши дни аналитическая работа оплачивается из комиссионного дохода. В этом собственно и заключается проблема, поскольку инвесторы сегодня способны проводить операции без брокерских услуг, используя возможности программируемой торговли (торговых алгоритмов) или систем автоматического выполнения приказов. В результате за 2002—2006 гг. доля комиссионных доходов, направляемых на аналитическую работу, снизилась наполовину.

Более сложной стала и сама исследовательская деятельность. Аналитики всегда играли роль проводника между менеджерами компаний и инвесторами. Однако сегодня в результате новых мер регулирования они лишились приоритетного доступа к информации. Теперь сложные математические расчеты, без которых нельзя обойтись при анализе рынка ценных бумаг, инвесторы выполняют самостоятельно с помощью компьютеров.

Положение исследовательских отделов инвестиционных банков могло бы выглядеть еще хуже, если бы не хедж-фонды. Так, аналитическая работа со стороны продавца признается целесообразной в круп-

ных финансовых управляющих компаниях только в 10% случаев, в то время как у хедж-фондов — 60%.

Инвесторы разделились на два лагеря. Крупнейшие финансовые компании имеют собственные исследовательские подразделения. Хедж-фонды пользуются аналитическими работами со стороны продавца. Так же поступают и мелкие финансовые фирмы, но зачастую они получают доступ к новым идеям после того, как они оказались в распоряжении хедж-фондов.

В таких условиях можно было бы ожидать, что анализ со стороны покупателя, т.е. анализ неброкерской компании, например пенсионного фонда, которая инвестирует собственные средства, покупает ценные бумаги, и его решения, как правило, используются только внутри фирмы, будет лучше, чем анализ со стороны продавца. Для него несвойственны конфликты интересов, которые присущи анализу со стороны продавца, поскольку аналитики заинтересованы только в приобретении лучших бумаг. Кроме того, результаты анализа не попадают в печать.

Вместе с тем, как выясняется, анализ со стороны покупателя не отличаются аккуратностью по сравнению с противоположным видом анализа. Примечательно также, что рекомендации по покупке выполняются хуже, чем рекомендации по продаже.

Почему это так? Очевидно, дело в оплате. Аналитики могут заработать в инвестиционном банке значительно больше. Лучшие из них оседают в хедж-фондах. Еще один аспект — статус аналитика в отрасли. Традиционно управляющие фондов занимаются собственными исследованиями. Если аналитики и принимаются на работу, они занимают место младшего персонала. Заняты они как вспомогательные работники сбором, например, информации, необходимой управляющему портфелем инвестиций. Многие аналитики рассматривают свою работу как необходимый этап на пути к самостоятельному управлению финансовыми ресурсами. В общем, получается, что будущее за внешним анализом. Специализированные на нем фирмы вынуждены стремиться к высокому качеству предлагаемой информации, от которого и будут зависеть ее доходы.

Пресса и финансовые рынки

Как любил говорить Джо Кеннеди (отец убитого Президента США и одновременно известный спекулянт), продавать акции следует сразу, как скажут чистильщики обуви. Все остальные, правда, в качестве последнего предупреждения называют момент, когда проблемы данной конкретной фирмы начинают «обсасываться» в средствах массовой информации.

Классическим примером неверного восприятия действительности стала получившая широкую известность обложка журнала *Business Week* с броским названием «Смерть акций». Появилась она в 1979 г. за три года до возникновения мощного бычьего рынка. Тем не менее в то время индекс *Dow Jones industrial average (DJIA)* находился на отметке 800. Сегодня он на уровне 13 000. Указанное издание допускало надевавшие шуму ошибки, по крайней мере, дважды. В конце 1990 г. в нем была неправильно указана цена на нефть.

Изобилует пресса и неправильными предсказаниями в отношении отдельных фирм.

В целом о компаниях пишется больше положительного, чем отрицательного. Очевидно, это отголоски хорошо известного стремления биржевых брокеров давать больше рекомендаций на покупку, а не на продажу бумаг. С другой стороны, тем, кто хочет начать полномасштабную атаку на репутацию известных компаний, мешает наличие серьезных юридических трудностей, которые практически невозможно преодолеть.

Фирмы, получающие наиболее позитивную прессу, имеют положительные результаты деятельности задолго до соответствующих публикаций. Как правило, их показатели на 42,7% превосходят индекс *DJIA*. Показатели представленных негативно фирм хуже среднего уровня на 34,6%.

После публикаций позиции, как ни странно, меняются. Представленные наиболее негативно достигают показателей на 12,4% выше среднего, а любимцы средств массовой информации скатываются до уровня 4,2% выше среднего.

Из этого можно сделать вывод: если информация о фирме достаточно хороша или плоха, чтобы оказаться на обложке издания, это в состоянии отразиться на ценах акций. Проще говоря, публикация положительных данных обычно означает конец успешной деятельности, а негативных — наоборот.

Подобная ситуация служит доказательством того, что рынки, как правило, весьма эффективны или, по крайней мере, быстро реагируют на новую информацию. Люди же, включая журналистов, имеют явную и прочно укоренившуюся склонность предполагать, что наметившиеся в прошлом тенденции будут сохраняться неизменными.

Результаты прогнозов, как правило, запаздывают на довольно большие сроки (иногда до 12 месяцев).

Данный феномен получил известность как предубеждение против новизны, или стремление оценивать современную ситуацию, пользуясь прежними стереотипами. Давая рекомендации, брокеры могут на подсознательном уровне отдавать предпочтение ходовым акциям.

Предлагать акции неуспешных компаний брокеры подспудно опасаются, ожидая встретить негативную реакцию.

Именно указанное предубеждение, а также другие причуды из области психологии могут лежать в основе крайней неэффективности рынков. Существуют доказательства того, что в краткосрочной перспективе цены акций не дотягивают до справедливого уровня, поскольку инвесторы медленно реагируют на поступающую новую благоприятную или негативную информацию. Вместе с тем в среднесрочном плане такая реакция может быть чрезмерной, поскольку существующие тенденции экстраполируются вплоть до бесконечности.

Теоретически это должно было бы дать возможность хладнокровным инвесторам прилично заработать. Перефразируя Джо Кеннеди, можно сказать: в распространении ошибочных подходов свою роль играет пресса, заменившая чистильщиков сапог. Для стремящихся к коротким позициям, или играющим на падение цен акций какой-то компании, можно посоветовать активизировать эту деятельность, когда данные об этой фирме появятся на обложках средств массовой информации.

MBA — новые подходы

С сентября 2007 г. обучение по программе *MBA* в школе управления при Йельском университете *Yale School of Management* будет изменено самым кардинальным образом. Вместо традиционного функциональных предметов (например, маркетинга, стратегического развития, бухучета и т.п.) студенты будут изучать восемь курсов, каждый из которых охватывает различные темы, такие как поведение потребителей, особенности работы по найму, деятельность инвесторов, конкуренция, бизнес и общество, а также инновационная деятельность.

Нечто похожее происходит в Станфорде и Гарварде. Вообще процесс перестройки образования был начат в 2002 г., когда появились трудности с бизнес-образованием.

Именно тогда бизнес-школы, особенно американские, попали под огонь критики буквально со всех сторон. Справедливо или нет, но на них обрушилось все недовольство, вызванное корпоративными скандалами в таких фирмах, как *Enron* и *WorldCom*.

Критика стала апофеозом беспокойства, копившегося годами до этого. Под сомнение поставлена ценность самого главного продукта бизнес-образования — *MBA*. Стало модным утверждение о том, что наиболее полезным для студентов из того, что давали им бизнес-школы (особенно лучшие из них), является знак своеобразного одобрения: такое образование считается престижным. Получаемые во время обучения знания выглядели при этом не более чем бонусом.

Степень *MBA* предполагала вознаграждение ее обладателя повышенными доходами в течение всей его карьеры. Однако такое положение было характерно только для небольшого числа лучших бизнес-школ. Высказывались мнения об излишней академичности бизнес-образования и его низкой практической значимости. Бизнес-школы критиковали за неправильный подход к практике. Например, среди прочих поведенческих моделей исключительное внимание уделялось так называемой теории агентств, предполагающей, что высшие должностные лица выступают в качестве своекорыстных лакеев — агентов акционеров, движимых исключительно максимизацией собственного интереса. Вот таким образом преподаватели бизнес-школ вносят свою лепту в освобождение студентов от любого чувства моральной ответственности.

Своеобразным доказательством академического несовершенства бизнес-образования явилось и то, что потенциальные его потребители стали «голосовать ногами», поскольку число заявок на курсы *MBA* стало сокращаться. Известно также, что выпускники бизнес-школ сталкиваются с трудностями при устройстве на работу. А ведь именно гарантия занятости — основная причина получения рассматриваемой степени. В 2003 г. предложение о найме в течение трех месяцев после окончания получили только 90% выпускников американской бизнес-школы в г. Так. Ранее указанный показатель был существенно выше.

Сегодня положение бизнес-школ улучшилось не только в Америке, но и в других странах. Число заявок на обучение растет, заработные платы выпускникам стали более привлекательными, и многие потенциальные выпускники уже имеют гарантию трудоустройства. Та же школа в г. Так обеспечила в 2006 г. трудоустройство 98% своих выпускников в течение первых трех месяцев после окончания.

Некоторые представители бизнес-школ связывают их популярность не с характером образования, а скорее с фазой экономического цикла. Есть и другие оценки. Только один из пяти высших менеджеров ТНК считает, что курсы *MBA* адекватны для менеджмента в повседневной жизни. Разрыв между тем, как учат бизнесу, и тем, как развивается карьера, растет.

За несколько последних лет некоторые школы поменяли программы обучения. Гарвардская бизнес-школа (изобретатель *MBA*), хотя и продолжает известную методику обучения на иллюстрирующих примерах, ввела новый курс «Лидерство и ответственность». Многие школы в период после скандала с *Enron* ввели изучение этики, чаще в связи с проблемами лидерства. До сих пор, правда, идут споры, следует ли изучать этику отдельно или в рамках другой дисциплины.

Еще одним существенным изменением бизнес-образования становится его практическая направленность. Академический подход исполь-

зовался в бизнес-образовании после 1959 г., поскольку именно тогда в исследованиях, финансировавшихся благотворительными организациями *Carnegie Corporation* и *Ford Foundation*, было отмечено, что бизнес-школы представляли собой фактически профессионально-технические училища. Большинство преподавателей школ того времени были этакими бравыми «стариками», доносившими до студентов рассказы о войне, прописные примитивные истины и лишь иногда — практические советы.

Опираясь на академические дисциплины, бизнес-школы подчеркивали свое стремление заручиться одобрением мэтров академической науки, но не представителей деловых кругов. Дело доходило до того, что публикации в деловой прессе (например, в *Harvard Business Review*), а не в академических изданиях могли испортить карьеру любого подающего надежды преподавателя.

Реформы в Йеле стали наиболее кардинальной попыткой вывода бизнес-школ из тисков академического подхода.

Многие бизнес-школы пытаются усилить практическую часть обучающих программ, приглашая к лекционной работе представителей бизнеса. Эффективен ли такой подход, пока сказать трудно. Есть примеры школ, тесно взаимодействующих с фирмами, где работают их выпускники. Цель при этом одна — четко представлять потребности работодателей. В других школах студенты пытаются решить маркетинговые задачи, поставленные перед ними такими фирмами, как *Coca-Cola*, *Disney* и *Raytheon*. В Европе в известные школы на административную и преподавательскую работу принимаются бывшие бизнесмены.

Основой и залогом успеха бизнес-школ сегодня становятся четыре элемента: знания, система сертификации этих знаний, приверженность к идеалам работы на благо общества и обеспеченный правовой санкцией моральный кодекс. В общем-то, ничего нового...

Наживающиеся на кризисе

В начале 2007 г. появились признаки возобновления спроса на квалифицированных специалистов для работы на финансовом рынке в условиях стресса. Обычно они занимаются долгами бедствующих компаний (долговыми обязательствами компаний, испытывающих финансовые затруднения). Такие бумаги обычно обращаются на вторичном рынке по цене значительно ниже номинала, и некоторые инвесторы скупают их, рассчитывая на то, что в случае банкротства эмитента они получат если не номинал, то, во всяком случае, бóльшую сумму, чем заплатят при покупке. Также они заняты скупкой бросовых ценных бумаг. Особая сфера представлена экспертами по оживлению попавших в сложную ситуацию компаний. С 2004 по 2006 г. число

членов Ассоциации антикризисного управления США (*Turnaround Management Association*) возросло на 1 тыс.

Ситуация вместе с тем меняется кардинально. Если рассматривать предкризисное состояние финансовых рынков как определенный этап цикла, то за данной фазой цикла скрывается более серьезная тенденция. Бедственная ситуация на рынке, рассматривавшаяся когда-то как «заповедник» для узких специалистов, сегодня привлекает внимание основной массы участников финансовой сферы. Уже можно насчитать 170 организаций, имеющих в своем распоряжении 300 млрд долл. и занятых исключительно инвестированием на рынке инструментов бедствующих фирм. Указанная сфера вложений расширяется по мере роста интереса к так называемым альтернативным инвестициям, включающим вложения в хедж-фонды, частные акции и товары, рассматривающиеся как финансовые, а не товарные активы. Именно заключение пари на возможное изменение цен сомнительных бумаг занимает видное место в списке излюбленных стратегий работы многих хедж-фондов.

В целом в 2007 г. беспрецедентно возросли объемы продаж бросовых облигаций, т.е. облигаций с высоким процентом и высокой степенью риска, выпускаемых обычно государством с сомнительной платежеспособностью или компаниями с плохой финансовой репутацией. Стало больше рискованных займов. Особенно примечательно, что доступность займов для всех продолжается, несмотря на резкое снижение кредитных рейтингов. Никого, кажется, не беспокоит то обстоятельство, что 17% современных выпусков старших и при этом необеспеченных бросовых облигаций находятся на нижней возможной ступеньке допустимого рейтинга, в то время как в 1990 г. их насчитывалось только 2%. *Старшей* называется облигация с преимущественным правом требования на собственность эмитента по отношению к другим выпускам облигаций данного эмитента. *Необеспеченной* — облигация, не обеспеченная залогом конкретного актива эмитента; держатель облигации в данном случае выступает в виде генерального кредитора, претендующего на все активы эмитента, в отношении которых не оговорено, что они являются обеспечением других займов.

Такое положение, по мнению многих специалистов, беспрецедентно, более того, напоминает сумасшедший дом. Перенасыщение рынка вполне может закончиться кризисом, и в этот момент наступит очередь специалистов по работе в стрессовых ситуациях. В случае спада реакция рынка может быть чрезмерной. Граница между бросовыми и рискованными, но вполне жизнеспособными активами будет размыта. В таких условиях следует ожидать вынужденных продаж потенциально ценных активов. Тот, кто рискнет их приобрести, сможет заработать. Так, покупатели переживавших трудности американских энергетических фирм

сумели получить прибыль в виде трехзначных чисел после того, как их акции вернулись к прежнему уровню котировок под влиянием процессов слияний и поглощений. Есть примеры и в других отраслях. Вместе с тем известны и случаи потерь инвесторов, купивших активы задолго до того, когда цены на них достигли нижнего уровня.

Следующая волна банкротств на финансовых рынках будет не такой, как в прошлом. Отличия связаны с изменениями, вызванными тем, что коммерческие банки больше не играют решающую роль на рынке. Сегодня на небанковские учреждения (например хедж-фонды) приходится примерно половина всех выданных высокодоходных займов, сформированных из привлеченных в кредит ресурсов, а также значительная часть вторичного рынка.

Для многих находящихся в бедственном положении заемщиков хедж-фонды стали последней надеждой на спасение. Так, недавно хедж-фонд из Сан-Франциско *Farallon* предоставил кредит одному из субстандартных кредиторов компании *Accredited* на 200 млн долл. после того как ему отказано в банковской поддержке. Ставка хедж-фонда при этом соответствовала уровню ставок по кредитным картам. Кроме того, хедж-фонд получил право в течение 10 лет выкупить акции *Accredited* на сумму 3 млн долл. по цене 10 долл. за каждую. Если фирма преодолеет трудности, прибыль хедж-фонда будет огромной. Эта одна из вариаций стратегии предоставления займов в целях последующего приобретения активов заемщика, весьма популярная среди хедж-фондов.

Вместе с тем такие операции могут не понравиться другим кредиторам, даже несмотря на то, что хедж-фонды гораздо активней банков. Для противодействия излишней активности хедж-фондов компании — специалисты по выкупу контрольных пакетов с использованием заемных средств начали просить кредитующие их банки включить в кредитное соглашение оговорки о невозможности продажи их долгов в такие руки.

Конфликтно и другое обстоятельство. Структура капитала заемщиков представляет собой несколько наслоений долговых бумаг и частных акций, каждая из которых отличается разными правами в случае дефолта. Поэтому сегодня структура стала значительно сложнее. В результате соотношение прав собственности в капитале стало менее прозрачным.

Такое положение во многом обязано кредитованию со вторичным требованием. В данном случае при банкротстве заемщика возврат кредита возможен только после удовлетворения требований кредиторов с правом первичного требования. Займы также обеспечиваются активами фирмы, но прав при этом меньше, чем в займах более высокого порядка.

Права эти до конца не ясны. Поэтому кредиторы со вторичным требованием, которые, кстати, предоставили в 2006 г. на 75% кредитов больше, чем год назад, начали эксплуатировать указанную неясность, создавая проблемы перед стоящими над ними по иерархии кредиторами.

Наслоение долгов — это золотое дно для ждущих обвала рынка фирм. Кредитный рынок в этом случае сожмется, а рефинансирование существенно усложнится.

Толчком для начала кризиса может стать событие, изначально воспринимаемое как хорошая новость. Поворотным пунктом в прошлый раз стало слияние *AOL* и *Time Warner*. Данная сделка стала примером ошибочной логики, в соответствии с которой бедствующая интернет-компания должна была бы получить преимущество от слияния с прибыльным медиа-гигантом. Короче говоря, если вы не специалист по работе на кризисном финансовом рынке, вам нечего ждать от 100-миллиардного выкупа за счет кредита.

2. Семейный бизнес

В середине 2005 г. лишь немногие инвесторы компании *Porsche* догадывались, что через полтора года фирма станет главным акционером *Volkswagen (VW)*. Но опять же, это их не касается, поскольку они ничего не решают ни в управлении производством спортивных автомобилей, ни тем более в выработке стратегии развития фирмы. Полный контроль над немецкой фирмой сохраняется у семей *Porsche* и *Piech*. И это несмотря на то, что они владеют только половиной ее собственного капитала. Размещенные публично акции, составляющие вторую половину капитала *Porsche*, права голоса не имеют.

Если правило ЕС, запрещающее одному акционеру владеть более чем 20% голосующих акций автомобильной компании, будет отменено, а это весьма вероятно, то клан *Porsche — Piech* будет контролировать *VW*, поскольку *Porsche* владеет 27,4% таких акций. Обычно одна треть голосов дает возможность контроля над компанией.

Вместе с тем только этим влияние названных семейств не ограничивается. *VW* владеет 20% акций шведской компании по производству грузовых автомобилей и другой машиностроительной продукции *Scania*. Этой фирмой выпущены два вида голосующих акций. При этом акции первого вида имеют в 10 раз больше голосов, чем второго. Именно наличие таких суперголосующих акций дает возможность *VW* владеть 35,3% всех голосов *Scania*. Другими словами семьи *Porsche* и *Piech* будут также контролировать *Scania* при том, что они владеют лишь 2% капитала шведской фирмы.

Владельцы капитала буквально сразу после выхода фирм на открытый рынок акций стали стремиться к привлечению средств, не жертвуя контролем над компанией. Так, компания *Porsche* использует для этих целей два метода. Первый заключается в создании каскада компаний для обеспечения контроля над более крупной группой. Данный прием особенно приветствуется в Италии. Каждая стадия каскада увеличивает размеры капитала, контролируемого небольшой фирмой, находящейся на вершине пирамиды. Второй метод предполагает выпуск в открытую продажу акций с ограниченными или отсутствующими правами при голосовании. Оба метода законны.

Porsche — пример того, как одна семья в состоянии обладать огромной властью, используя значительные средства посторонних людей. В этом, правда, нет ничего необычного. В 2002 г. в США 6% общего числа и 8% капитала компаний, акции которых котируются на рынке, обладали акциями двух видов достоинств с точки зрения имеющихся прав голоса. В 2005 г. только $^2/_3$ европейских фирм строго придерживались принципа: одна акция — один голос.

Самое большое распространение акции двух классов получили в Швеции. Здесь ими располагают $^2/_3$ прошедших листинг фирм. Так, известная в шведском бизнесе семья Валленбергов (*Wallenbergs*), контролировавшая *Scania* до продажи ее контрольного пакета *VW*, могла бы открыть мастер-класс по данному вопросу. Семье принадлежат суперголосующие акции в прошедшей листинг инвестиционной компании *Investor*. Указанная компания участвовала в создании таких фирм, как *Electrolux* и *Ericsson*. *Investor* владеет большей частью суперголосующих акций этих фирм.

Аналогичные явления есть и в Северной Америке. Так, семья *Ford* уже давно не должна была бы владеть компанией со своими 3,75% акций, но абсолютно никто не имеет никаких сомнений в том, кто является реальным владельцем. В 1956 г., когда началась открытая продажа акций фирмы, акции семьи были конвертированы таким образом, чтобы гарантировать ей 40% голосов независимо от количества выпускаемых обычных акций. Занимавший в 1993—1998 гг. высшие посты в фирме *Alex Trotman* любил говорить: для того чтобы добиться успеха, босс *Ford* должен был управлять прежде всего семьей, а потом уже компанией.

Акции двойного назначения отнюдь не являются пережитком прошлого. Превращение *Google* в открытую компанию в 2004 г. стало возможным, когда ее основатели *Larry Page* и *Sergey Brin* настояли на выпуске именно таких акций. На открытом рынке предлагались обычные акции, дающие право на один голос, в то время как себе основатели оставили акции, каждая из которых имела в 10 раз больше голосов. Таким образом, владея $^1/_5$ капитала фирмы, названные гос-

пода обладают $^3/_5$ голосов, что обеспечивает полный контроль над фирмой.

Такое структурирование акций часто осуществляется до начала их размещения, так что обвинять учредителей в навязывании этих бумаг ничего не подозревающим инвесторам не приходится. Впрочем, для инвесторов приобретение таких акций обходится дешевле голосующих.

К тем же результатам приводит создание спиралевидных каскадов компаний. На вершине каскада находится частная фирма. Контролирующий фирму акционер имеет достаточно голосов, для того чтобы обеспечить абсолютное большинство на собрании акционеров любого уровня каскада.

Крестные отцы Азии, или азиатские олигархи

Юго-Восточная Азия — это Сингапур, Малайзия, Таиланд, Индонезия и Филиппины, страны, стоявшие у истоков АСЕАН, а также ставший частью Китая Гонконг. Принадлежат региону Вьетнам, Камбоджа, Лаос, Мьянма (Бирма) и Бруней. Особенность последних — малая экономическая значимость. Вместе их ВВП не намного больше половины ВВП Сингапура, население которого 4 млн чел.

В 1996 г. журнал *Forbes* поместил восемь бизнесменов региона в список 25 и 13 — в список 50 самых богатых людей планеты. В результате получается, что в этом относительно мелком регионе, где нет ни одной негосударственной корпорации, входящей в список 500 крупнейших мировых фирм, сосредоточена треть из самых богатых двух дюжин людей мира. При этом богатство четырех из них превышало 4 млрд долл. И это в регионе, где заработная плата 500 долл. в месяц рассматривается как весьма приличная.

Экономика Юго-Восточной Азии является продуктом взаимодействия политических и экономических сил, сформировавшихся в колониальные времена и вполне устойчиво развивающихся в постколониальную эпоху, несмотря на произошедшие структурные изменения. В соответствии со сложившимся порядком политическая элита предоставляет членам экономической элиты фактически монопольные права на создание концессионных предприятий, главным образом на внутреннем рынке услуг. Это обеспечивает последним доступ к огромным богатствам, не стимулируя их к технологическим разработкам, созданию престижных фирм и росту производительности, т.е. того, что является движущими силами устойчивого экономического развития. Ранее такими возможностями пользовалась колониальная элита. Затем дело было продолжено новым уже местным политическим руководством, привлекшим для своих целей промышленных или финансо-

вых магнатов, не имеющих местных корней. Они обеспечивали сбор экономической ренты, ее долю для политической элиты и, что особенно важно, не представляли угрозы существующей власти. Класс магнатов выполнял требуемые от него властью функции, приобрел огромные богатства, но сделал совсем немного для общего экономического роста. Рост был обеспечен мелкими предпринимателями в обрабатывающей и смежных с ней отраслях промышленности, а также в результате политики предоставления рабочей силы ТНК, занятых экспортом. Города-государства Гонконг и Сингапур обеспечили свое процветание за счет портового хозяйства, финансовых услуг и услуг по организации офшорного бизнеса для стран всего региона. Все это прекрасно работало вплоть до июля 1997 г., т.е. до начала финансового кризиса, когда выяснилось, что Юго-Восточная Азия как институционально, так и политически имеет массу недостатков, что и привело к всеобъемлющему кризису. Эти недостатки за прошедшие после кризиса годы так и не были устранены, и непонятно, когда этот вопрос сможет быть решен вообще. Каких-либо моральных неудобств магнаты, живущие в потрясающей роскоши, не испытывают до сих пор. Вместе с тем считать их боссами мафии также неправильно, несмотря на то, что многие из них заняты контрабандой товарами и услугами, реже людьми, наркотиками и оружием, имеют контакты с организованной преступностью в виде китайских триад, индонезийских преманов (*preman*) и т.п. Азиатская организованная преступность, существуя параллельно, имеет сферы пересечения с миром магнатов. В связи с этим можно напомнить, что политики региона — британские и японские колонисты, коммунистическая партия Китая, Сухарто — имели длительную историю отношений с организованными преступными группировками. Как термин *крестные отцы Азии* — это, скорее, миф, поддерживать который совсем не обязательно.

Этнические китайцы владеют 50—80% акций, зарегистрированных на фондовых рынках стран АСЕАН. При этом доля китайцев в общем населении Филиппин составляет 2%, Индонезии — 4%, Таиланда — 10%, Малайзии — 29% и Сингапура — 77%. В 1990-е годы китайцы контролировали 45% всех основных фирм Филиппин, почти все крупнейшие корпораций Индонезии (кроме двух), 9 из 10 крупнейших компаний Таиланда, 24 из 60 — в Малайзии. Большинство крестных отцов Азии являются этническими китайцами.

Было бы, однако, неправильно считать приведенные факты подтверждением исключительности китайцев и их культуры. Главным объяснением, скорее, может служить ссылка на численность этнических китайцев в мире. Не последнюю роль при этом сыграли исторические факторы. Китайцам ничего не оставалось, как выживать, по-

скольку в положении иммигрантов им не разрешалось работать на государственной службе, для них был закрыт целый ряд профессий. Более того, им даже не разрешалось заниматься сельским хозяйством. Так что утверждать, что китайцы — прирожденные торговцы, нет оснований. Выживать китайцам приходилось в условиях жесточайшей конкуренции, и это также сказалось на формировании списка крестных отцов. Сегодня китайцы — крестные отцы — не носители традиций китайской культуры, а скорее хамелеоны. Они хорошо образованны, космополитичны, знают много языков и надежно изолированы от обычных устремлений и забот своих соплеменников.

Статус крестных отцов подкреплен сложившейся политической и институциональной системой, характеризующейся отсутствием реальной демократии и не способной обеспечить устойчивый экономический рост, не толкающей страны региона к сценариям латиноамериканского развития. Кризис 1997 г. не изменил сложившиеся устои, наоборот, даже укрепил их. Именно поэтому крестные отцы Азии до сих пор успешно эксплуатируют политическую неэффективность стран региона.

Они выступают прежде всего потребителями экономического роста, а не его стимуляторами. Производительность принадлежащих магнатам компаний существенно ниже среднего для национальной экономики показателя. Так, в Таиланде в 1985—2005 гг. рост производительности в сельском хозяйстве и обрабатывающей промышленности был существенно выше, чем в сфере услуг, которая в основном контролируется крестными отцами.

Двигателем развития в регионе является экспортное производство, не контролируемое магнатами. Им заняты мелкие фирмы и работники иностранных предприятий. За 1960—2005 гг. в долларовом исчислении экспорт продукции этих производств из стран АСЕАН рос на 11—15% ежегодно. Экспорт Малайзии при этом увеличился за тот же период в 118 раз, Сингапура — в 150 раз.

Как гласит китайская поговорка, первое поколение накапливает состояние, второе — поддерживает его, а третье — теряет. Фактический опыт последних ста лет говорит о цикле четырех поколений, из которых первое создает только ядро капитала. Второе поколение с помощью обретенных прочных политических связей превращает в действительно огромное состояние. Третье старается сохранить широко диверсифицированные активы, отражавшие индивидуальность прародителей. Четвертое поколение имеет те же результаты, что и в поговорке. Причина кроется в организации бизнеса на основе семьи, что является по определению слабым местом по сравнению с профессиональным менеджментом, а также в общем упадке первоначальных нравов — основ, на которых создавалась империя.

Добиться богатства в течение одного поколения — вещь немыслимая для Юго-Восточной Азии. Невозможно это прежде всего потому, что здесь нет открытой экономики, как, например, в Америке, Великобритании и Европе. Вместе с тем богачи рассматриваемого региона традиционно поддерживают миф о своем тяжелом детстве, потугах вырваться из тисков бедности. На самом деле их путь наверх — типичная инсайдерская история, часто дополненная женитьбой на дочери босса.

Еще один миф — популярное видение магнатов как людей бережливых. Отказ даже от такси в пользу метро, дешевые часы, заработные платы ниже, чем у рабочих... Все это постоянно демонстрирует якобы аскетизм, т.е. способность сохранять капитал. Кроме того, по налоговым соображениям высокие заработные платы невыгодны в отличие от дивидендов. Так обстоит дело в Гонконге. Реальные ежегодные доходы исчисляются сотнями миллионов. Все без исключения здешние магнаты — завсегдатаи казино по всему миру.

В личном плане они патриархальны, мстительны, требуют послушания от родственников. Лояльность обеспечивается перспективами будущего наследства, но в настоящем деньгами родственников сильно не жалуют. Каких-либо жестких правил в порядке наследования не существует, хотя положение мужчин приоритетно.

В целом культура семейного бизнеса в Юго-Восточной Азии чопорна, часто является причиной личных несчастий, но практически никогда не вызывает противодействия.

Жизнь магната наполнена исключительно работой, перерывы в которой отводятся сексу, чаще всего распутному. Друзей в обычном понимании ни у кого из них нет. Индонезийский магнат довоенной поры Оей Тионг Хам всегда имел повышенный интерес к женщинам и сексу. У него было, по крайней мере, 18 сожительниц и 42 ребенка.

Обязательный компонент стандартного крестного отца в регионе — секретность. Связано это с культурными традициями китайцев, приходящих в ужас от любого общения со средствами массовой информации, а также с особенностями деятельности крестных отцов. Достаточно напомнить, что еще в XIX в. частные банки Ротшильда, Моргана и Варбурга даже не имели вывесок, что, в общем-то, было связано с их инсайдерской деятельностью. Вместе с тем магнаты Юго-Восточной Азии проявляют повышенный интерес к таким журналам, как *Forbes* и *Fortune*. Интерес обусловлен главным образом стремлением знать, что пишут непосредственно о них. И, наконец, все магнаты опасаются похищения непосредственно самих себя или своих близких. Самая впечатляющая статистика похищений отмечена на Филиппинах. Здесь происходит свыше 100 похищений в год.

Как ни оригинально это выглядит, но стимуляция деятельности региональных магнатов заключается в восприятии ими бизнеса как игры, в высоком уровне азарта. Многие из магнатов умирали в почтенном возрасте на работе. Что делать, если не работать? Играть в гольф? Тогда зачем что-то менять? Лучше уж играть в бизнесе. Так или почти так они рассуждают. С другой стороны, мало кто из них имеет даже самое малое представление о жизни обычных людей.

Сердцевиной почти каждой империи крестных отцов является концессия или лицензия, дающая им право на осуществление моно- или олигопольной деятельности. Картель магнатов может получить право на процветание и в результате созданных правительством структурных аномалий и мер подавления конкуренции. Любой начинающий магнат находится в поиске подобных бесконкурентных мощных денежных потоков. Их источник, как правило, очень прост. Так, шесть самых богатых людей Гонконга и Малайзии черпают деньги с помощью игорных монополий. В 1961 г. такую монополию в Макао обрел Стэнли Хо. В 1986 г. он сумел возобновить монопольные права еще на 15 лет. Ананда Кришнан, самый богатый человек Малайзии после отъезда в Гонконг Роберта Куока, считается владельцем недвижимости, средств телекоммуникаций и массовой информации. Он построил самые высокие в мире здания — башни-близнецы в Куала-Лумпуре (*Petronas Twin Towers*). Вместе с тем в течение почти 20 лет этот господин основной поток средств получал от монопольных прав на организацию игр на бегах в Малайзии. Есть и другие примеры, в частности лицензии на импорт продовольствия. Их выдавали, чтобы обеспечить борьбу со спекуляцией на местных рынках. Таким образом, специально об интересах крестных отцов никто не думал. Впоследствии лицензия для получившего ее магната стала источником постоянного притока огромных средств. Понятно, что иначе и быть не могло при подавлении конкуренции даже под вполне благовидным предлогом. Особенно благоприятно подобная ситуация сложилась для магнатов при Маркосе на Филиппинах и Сухарто в Индонезии.

Гонконг и Сингапур благодаря отсутствию тарифного и валютного регулирования международной торговли с точки зрения экономической свободы рассматривались в конце 1990-х гг. как лучшие в мире. Вместе с тем Гонконг в течение долгого времени представлял собой крутой замес разного рода картелей. Исторически они появились здесь в колониальные времена. Под влиянием британской администрации особенно высокого уровня концентрация капитала достигла на рынке недвижимости. В 1991—1994 гг. только 10 застройщиков (как сейчас принято говорить, девелоперов) обеспечили строительство $^3/_4$ всех новых жилых домов. На долю четырех из них приходилось 55% нового жилого строи-

тельства. Прибыльность строительства, включая доходы от землепользования, достигала 77—364%.

С точки зрения экономической теории такая концентрация на рынке недвижимости не может не противоречить всем представлениям о справедливой конкуренции.

В Гонконге нет законов о конкуренции, и его крестные отцы (как правило, китайцы, британцы и другие) активно этим пользуются, извлекая немыслимые доходы. Контейнерный терминал в порту Гонконга — самый дорогой в мире. Фактически это рента, собираемая местными магнатами. Самым крупным из них является Хатчисон, владеющий 14 из 24 причалов.

Вся система получения лицензий и других инструментов обеспечения монополии или олигополии была бы неполной без масштабной коррупции и взяточничества. Однако в этом есть своя региональная специфика. Речь не идет об обычном в таких случаях поиске нужного человека и даче взятки. В регионе принято смотреть шире. Важным здесь представляется наличие устойчивых связей с высшими руководителями, подкрепленных родственными отношениями.

Интересна и система отношений крестных отцов между собой. Собственно, в их отношениях нет ничего необычного. Они конкурируют друг с другом за получение доступа к политической элите, но могут сотрудничать при реализации планов совместного бизнеса. При этом всегда каждый руководствуется собственными интересами. В результате их взаимодействие вряд ли можно назвать сотрудничеством, скорее отношениями, в которых вынужденные партнеры уживаются не лучше волков.

Одна из черт, обычно присущих бизнесу магнатов, — вертикальная интеграция деятельности монополии и олигополии. Так, в 1950-е гг. Генри Фок, получивший монопольные права на импорт китайского песка в Гонконг, чуть позже приобрел баржи для его транспортировки, а также складские мощности для его хранения. Кроме того, вертикальная интеграция бизнеса предоставляет магнатам свободу действий при составлении отчета о прибылях и убытках на разных стадиях процесса.

С другой стороны, каждый из магнатов обрастает конгломератами, охватывающими 300—400 частных компаний в разных отраслях. Принцип контроля один — захватить любой новый бизнес.

«Если кто-то говорит вам, что он разбогател в результате тяжелой работы, спросите его, чьей именно». Эти слова американского юмориста, журналиста и писателя Дона Марквиза вполне уместны при исследовании деятельности крестных отцов региона. По общему признанию, они работают столько, что простым смертным и не снилось. Но это не работа обычного руководителя. Они поддерживают и разрабатывают свои

связи. Делают это практически единообразно. Например, все они без исключений играют в гольф. Рабочий день у них действительно длинный, но наполнен исключительно светским общением. Так, обычный день самого богатого магната Азии Ли Ка-шинга начинается около шести утра. Примерно к семи он приезжает в собственный гольф-клуб и играет там с кем-нибудь из нужных людей, в крайнем случае, с одним из своих высших менеджеров. Часам к 10 он едет в офис и приступает к знакомству с прессой. Его интересует все, что можно прочитать о себе. Он говорит по-английски, но все способные его заинтересовать материалы переводятся на китайский до его приезда. В 11.30 он уже готов к массажу. В 13 часов — бизнес-ленч. Затем пару часов Ли проводит в офисе и в 16 часов отбывает домой. В 17 часов — еще один массаж. В 18.30 — игра в карты с партнерами по бизнесу. Затем деловой обед и в 22.00 — отход ко сну. На следующий день цикл возобновляется...

А реальная работа выпадает на долю менеджеров. Как правило, их много, но главный («главный раб») всегда один. К нему обращается магнат, когда ему хочется что-нибудь сделать. Отношения между ними напоминают общение Дона Карлеоне со своими громилами. За свою службу и повиновение «главный раб» получает примерно 15 млн долл. в год. Спать он ложится не раньше двух утра, а в офисе должен быть задолго до приезда босса. Считается, что деньги — не главная его мотивация. Он жив приближенностью к боссу и власти.

Приближенные к боссу иностранцы занимаются, как правило, акционерным капиталом, работают с фондовым рынком. Такая практика выстраивалась годами с колониальных времен. Современные магнаты доверяют им так же, как и соотечественникам.

В целом магнаты — большие мастера «дергать за ниточки» и таким образом управлять своим фактически марионеточным окружением, даже несмотря на то, что это окружение состоит из высокооплачиваемых представителей международного бизнеса.

Основной персонал работников лишен каких-либо привилегий и из-за неразвитости профсоюзов имеет низкие доходы. Наличие монополии исключает заинтересованность босса в найме лучших специалистов, поэтому его приоритетами неизменно является минимизация затрат, в частности заработных плат.

В 1802 г. в своем письме главе Казначейства США Томас Джефферсон писал, что для свободного развития страны опасность со стороны банковских учреждений может быть выше, чем со стороны армии противника.

Впервые предприниматели Юго-Восточной Азии получили доступ к рынку капиталов после заката колониальной эры. Связано это было с изменением кредитной политики банков, получением лицензий маг-

натами на открытие собственных банков, ставших, по сути, чем-то вроде обычной копилки, правда, наполненной чужими деньгами, а также развитием регионального финансового рынка.

Финансовая революция в регионе связана с деятельностью банка *Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)*. В 1949 г. после победы коммунистов в гражданской войне в Китае банк перебазировался из Шанхая в Гонконг.

Ни один из акционеров не мог владеть более чем 1% акций. Во многом это обстоятельство подтолкнуло банк к взаимодействию с крестными отцами региона, поскольку без участия последних банковскому менеджменту было все сложнее скрывать свои доходы. До середины 1990-х годов банк фактически играл роль центрального банка. При его активном участии был обеспечен порядок при передаче, ставшей весьма выгодной, экономического контроля над британскими компаниями в пользу китайских. Банк стал своеобразной катапультой, выводящей на недосягаемую орбиту магнатов китайского происхождения.

Непосредственно перед кризисом 1997 г. на долю кредитов приходилось от половины до $^4/_5$ всех банковских активов Юго-Восточной Азии. При этом в Штатах это показатель был равен $^1/_5$. Стимулом для создания такой структуры активов послужил среднегодовой прирост банковских депозитов более чем на 20% в течение 10 лет до кризиса. Указанное обстоятельство, в свою очередь, было подкреплено ростом сбережений домашних хозяйств. За 1986—1996 гг. объемы банковского кредитования в Таиланде, Малайзии, Индонезии и Филиппинах выросли в шесть раз. Финансовая система региона была бы существенно надежней, если бы банковские активы имели структуру, сложившуюся в Америке и Европе. Впрочем, это маловероятно, поскольку, несмотря на быстрый рост рынка акций, его масштабы невелики, и положение на нем во многом было обусловлено деятельностью инсайдеров. Кроме того, существовали все условия для экспроприации миноритарных акционеров. Рынок облигаций по своим масштабам составлял десятую часть соответствующего рынка развитых стран. Все это говорит о том, что было легче легкого получить доступ к банковскому кредитованию. Последнее обстоятельство обычно создает наилучшие условия для появления острых экономических проблем. В контексте Юго-Восточной Азии это гарантировало экономическую катастрофу, поскольку чрезмерные масштабы кредитования способствовали злоупотреблениям со стороны крестных отцов региона.

Политическое покровительство по отношению к крестным отцам региона может быть как активным, так и реактивным, т.е. в виде реакции на какие-то события. В первом случае речь идет о простом предоставлении магнатам выгодных заказов и льгот. Во втором случае

политическая власть вмешивается в ход дел и тем самым обеспечивает непосредственную поддержку самому процессу взаимодействия политических и экономических элит. Примеров такой реакции хватает. Суть поддержки сводится к тому, что при определенных условиях, угрожающих конкретному магнату, власть вступается за него под предлогом необходимости поддерживать экономическую стабильность. Пользуясь такой поддержкой, региональные магнаты достигли нешуточного мастерства в захвате наиболее прибыльных сфер бизнеса, превращения получивших доступ на биржу компаний в частные и других незаконных операциях.

Банки, несмотря на развитие всех секторов финансового рынка, сыграли ключевую роль в организации доступа крестных отцов к капиталу.

Рынок акций в регионе появился существенно позже рынка банковских услуг. В целом по региону менее 15% взрослого населения владеет акциями. В Гонконге — лидере в этой области — этот показатель равен 28%. Кстати, регион в целом отличается системой обязательных сбережений для населения. Доходы по этим вкладам находятся, естественно, на самом низком уровне. Рынок акций не стал альтернативой из-за плохой информированности населения.

Как писал в 2002 г. один из магнатов Гонконга Ронни Чан, прелесть конфуцианства состоит в том, что оно заставляет жителей Азии желать страданий.

Азиатский финансовый кризис был предопределен действием четырех мощных и взаимно поддерживающих тенденций, действовавших на уровне макроэкономики. Первая сводилась к попыткам копирования странами региона пути развития Гонконга и Сингапура в целях получения бесспорных выгод: ориентированная на экспорт индустриализация, рост иностранных инвестиций и, как следствие, рост экспорта. Вторая связана с бурным ростом населения. Третья — с ростом сбережений. Так, сбережения домашних хозяйств достигают 30% уровня ВВП в Гонконге и Индонезии и 45% в Сингапуре. В середине 1960-х гг. данный показатель в странах региона соответствовал уровню Латинской Америки. В начале 1990-х гг. он увеличился на 20 процентных пунктов. И, наконец, в докризисный период регион имел психологические преимущества быстро растущей нарождающейся экономики, подстегиваемой высоким уровнем доверия населения к политической элите.

При этом во всех странах крепло убеждение, что экономический рост базируется на прочных основах. Вместе с тем противоречия накапливались, устойчивого развития регион не достиг, крупных устойчивых компаний не появилось. Вместе с тем с середины 1990-х гг. нельзя

было не заметить, что жадность магнатов, коррупция и излишества в регионе начали зашкаливать, в большинстве компаний торговля активами заменила производительный бизнес, многие финансовые учреждения начали испытывать трудности.

Проводимые в тот период аналитические исследования экономики региона эффективностью не отличались. Мировой банк и МВФ готовили отчеты, напоминавшие победные реляции. Единственным исключением стало исследование Алвина Янга из Массачусетсского технологического института. В популярном изложении оно было опубликовано в 1994 г. Его суть сводилась к тому, что азиатское чудо — это миф. Рост капиталовложений и рабочей силы не сопровождался ростом производительности. При этом производительность росла медленнее, чем в США, экономика которой является, несомненно, более зрелой. Посткризисные исследования показали: на самом деле производительность была несколько выше, но вывод о неустойчивом экономическом росте остался неизменным.

Большая часть аналитических исследований азиатского кризиса была сосредоточена на изучении роли изменений курсов иностранных валют, потоков краткосрочного капитала и иностранных займов местных фирм в ухудшении положения региональных валют. Это, безусловно, правильно. Вместе с тем сегодня уже стало ясно, что азиатский финансовый кризис стал чем-то бóльшим, чем просто краткосрочной разбалансированностью экономики. Некоторые экономисты утверждают: при более совершенной макроэкономической политике и без вмешательства международных организаций вообще никакой кризис не произошел бы. Возможно, в этом случае кризис был бы отсрочен, оказался несколько другим, но он не мог быть предотвращен. Рано или поздно он все равно случился бы. Причинами послужили прежде всего внутренние обстоятельства — политическое манипулирование в экономике, коррумпированная банковская система, картелизация и ограничения на свободную предпринимательскую деятельность.

Беспрецедентный рост инвестиций в экономику региона перед кризисом обеспечивался главным образом из внутренних источников. Иностранные вложения стали поступать лишь незадолго до кризиса и в ограниченном размере. При этом они носили преимущественно краткосрочный характер. Приток средств из-за рубежа на региональный фондовый рынок и значительные колебания курсов иностранных валют к доллару оказались финальной составляющей формирования предкризисного состояния.

Азиатский финансовый кризис, во-первых, произвел отбраковку части крестных отцов региона, во-вторых, в значительной мере изменил систему регулирования экономики. В результате на региональном

рынке услуг был отмечен некоторый рост конкуренции, но в целом экономика существенных политико-экономических структурных изменений не претерпела. Наиболее ловкие и умные из крестных отцов сумели усилить свои позиции. Кроме того, появились «новички». Канувшие в Лету прежние магнаты были в основном представителями Малайзии и Индонезии, попавшие наверх как друзья по учебе или приближенные родственников влиятельных особ. Было отмечено даже некоторое дерегулирование экономики.

С макроэкономической точки зрения восстановление экономики Юго-Восточной Азии связано с развитием экспорта региона и бумом в экономике Китая, начавшимися в 2003 г. Масштабы положительного влияния экспорта на преодоление кризисных последствий в регионе имеют почему-то ограниченное признание. Вместе с тем рост экспорта во многом обусловлен сознательной политикой ТНК в отношении организации экспортного производства за пределами Китая, в частности во Вьетнаме, на Филиппинах.

За 1997—2006 гг. доля экспорта в ВВП региона выросла с 45 до 65%. Для его поддержки правительства стран Юго-Восточной Азии обеспечили скупку поступающей иностранной валюты, возобновили фиксацию к курсу доллара и продолжают наращивать золотовалютные резервы.

Крестные отцы региона сумели воспользоваться плодами подъема экспорта, предоставляя услуги контролируемых ими секторов экономики, в частности, поставляя газ из Малайзии, каучук — из Таиланда, древесину — из Индонезии. Важным аспектом их деятельности стало использование китайского бума для расширения операций на рынке недвижимости, развития индустрии азартных игр. Казино в Китае запрещены, но гражданам разрешается путешествовать. В результате никто не жалуется на отсутствие посетителей в комплексе казино *Genting Highlands* рядом с Куала-Лумпуром. Наибольшие выгоды при этом достались Макао, с 1999 г. специальному административному району Китая. Притягательность этого центра связана с возможностью не только игры без ограничений, но и отмывания неправедных денег.

Кто же заплатил за кризис 1997 г., если крестные отцы не пострадали? Конечно, обычные люди! Больше некому. Несмотря на экономический подъем, в начале 2007 г. население Юго-Восточной Азии жило хуже, чем в 1995 г. Причина — политика соответствующих правительств. Так, в Сингапуре наиболее богатые получили налоговые послабления, в то время как заметно возросли косвенные налоги (например, налог на добавленную стоимость — на 5—7%). С вариациями похожая ситуация сложилась и в других странах региона. Основное различие между Гонконгом и Сингапуром с точки зрения кризисных

последствий обусловлено сохранением в Гонконге валютных ограничений. Это означает, что дефляционное давление в Гонконге полностью легло на фондовый рынок и рынок недвижимости, а не на валютный курс. В результате стоимость домовладений достигла уровня 1997 г. только к концу 2006 г. Во многом это способствовало политизации населения в послекризисные годы. Указанное обстоятельство позволяет надеяться, что по мере роста демократических веяний именно Гонконг может стать лидером стран региона.

Уровень бедности в странах региона либо сохранился на том же уровне, либо, как в Индонезии, существенно возрос. В 2006 г. 52% населения Индонезии располагало менее чем 2 долл. в сутки. На Филиппинах этот показатель был равен 47%, в Таиланде — 32%. Для сравнения соответствующий показатель в Аргентине составлял 14 и в Бразилии — 22%.

Существующее в регионе неравенство пока уступает латиноамериканскому уровню, но имеет тенденцию к росту.

В целом регион характеризуется огромным количеством политических убийств. На Филиппинах с 2001 по 2006 г., по данным местной полиции, было совершено 110 таких убийств. За 20 лет правления Маркоса бесследно исчезли 3 тыс. человек.

Модель развития Юго-Восточной Азии отличается от соответствующей модели Северо-Восточной Азии по трем направлениям. Во-первых, Япония, Южная Корея и Тайвань провели земельную реформу, наделившую население правом собственности на землю. В результате для каждого были созданы существенные предпосылки для появления собственного капитала и улучшения жизни. В Юго-Восточной Азии политическая элита сумела этих реформ избежать. Коэффициент Джини (*Gini coefficient*) — наилучший существующий показатель неравенства — в Японии, Южной Корее и Тайване равен 0,25, 0,32 и 0,24 соответственно. В Индонезии он составляет 0,34, в Гонконге и Сингапуре — 0,5.

Во-вторых, у северных соседей поддержка государством корпораций, кстати, тоже построенных по семейному признаку, не приводила к появлению экономических элит по типу крестных отцов Юго-Восточной Азии, поскольку не имела вид ренты и не распространялась только на сферу услуг. Главным образом речь шла о поддержке обрабатывающей промышленности и состоявшегося бизнеса. Кроме того, она не разрушала конкуренцию.

Третье различие заключается в политических подходах, которые на северо-востоке были демократическими, заимствованными в развитых странах Европы. Так, Япония многое заимствовала в Германии, в частности, из конституции этой страны. Несмотря на периоды воен-

ной диктатуры, Южная Корея и Тайвань сумели встать, как принято сейчас говорить, на путь демократических преобразований.

Пока весьма проблематично предсказать, насколько долго Юго-Восточная Азия сможет противостоять силе гравитации экономической логики. Регион стал примером явно не легкого пути развития. Хочется верить в лучшее. Рано или поздно с крестными отцами придется попрощаться.

Штаб-квартиры фирм

Интересные метаморфозы происходят в процессе выбора мест для штаб-квартир как новых, так и (что особенно примечательно) хорошо известных имеющих длительную историю фирм. Если раньше считалось, что штаб-квартира ТНК должна непременно находиться в стране исторического происхождения компании и, более того, это было важно по экономическим и даже политическим причинам, то сегодня традиция, можно сказать, нарушена.

Известное спортивное издательство *Wisden Group*, как многие считают, должно находиться в Лондоне. Бренд, все наследие этой фирмы, безусловно, английские. Более того, Великобритания — крупнейший источник доходов компании. Но, судя по всему, будущее фирмы — на востоке. На долю болельщиков индийской команды по крикету приходится 60% трафика постоянно расширяющегося сайта фирмы в Интернете. В Индии также активно развивается рекламная и спонсорская деятельность компании. В результате главный менеджер фирмы в августе 2006 г. перебрался в Бангалор, чтобы быть ближе к будущему бизнеса фирмы.

Это далеко не единственный пример подобного трансферта. Высшие чины банков с Уолл-стрит из Нью-Йорка стали перебираться в Лондон по мере его превращения в один из самых перспективных финансовых центров. Финский гигант мобильной телефонии *Nokia* четырех из своих одиннадцати высших должностных лиц, включая финансового директора, отправил, наоборот, в Нью-Йорк. На США приходится лишь 7% продаж фирмы, но значение данного рынка для нее существенно выше. Кроме того, здесь находится свыше 40% инвесторов фирмы и множество компаний из технологической цепочки *Nokia*.

Менеджеры закупочных подразделений крупных фирм постепенно мигрируют в сторону Азии. Главный снабженец *IBM* перебрался в китайский Шеньжен. Это беспрецедентно. На Азию приходится $^1/_3$ 40-миллиардного закупочного бюджета *IBM*, и эта доля будет расти.

Данное перемещение было вызвано необходимостью развития местной снабженческой базы, в частности, в области программного обеспечения и сервисных услуг.

Разделение труда — основа заграничной деятельности. Сегодня существуют технологические возможности управлять операциями фирмы в глобальном масштабе, находясь в любой точке мира. Босс компьютерной фирмы *Lenovo* живет в Сингапуре, в то время как ее основные операции совершаются в Китае и США.

Многие рассматривают данные факты как признак заката статуса и роли штаб-квартир. Отчасти это подтверждается ростом продаж собственности фирм. В 2005 г. такие продажи составили 55 млрд долл. Таким образом, освободилась значительная площадь офисных помещений.

Вместе с тем эра виртуальных штаб-квартир пока еще не наступила. Штаб-квартиры корпораций выполняют три основные функции: административные (например уплата налогов и привлечение капитала); управленческие (стратегическое планирование, заключение договоров, поиск и рациональное использование специалистов); обеспечивающие организацию совместной деятельности, очерчивающие границы отдельных сегментов бизнеса. Третья функция в течение последних 10 лет, правда, начала отпочковываться от штаб-квартир, но другие функции по-прежнему при них сохраняются.

Менеджеры предпочитают быть поближе друг к другу, руководство — поближе к инвесторам. В целом штаб-квартиры становятся мобильнее. Так, 23 фирмы, входящие в список *Fortune* 500, перевели свои головные конторы в другие страны. При этом половина из них сделали это в течение последних пяти лет в стремлении оказаться поближе к глобальным финансовым центрам.

В ряде случаев представляются важными все традиции и наследие. *Wal-Mart* является, по сути, синонимом своего родного города Бентонвиля в штате Арканзас, компания *Hershey* обязана своим названием городу в Пенсильвании, где она сегодня и находится. Несмотря на перемещение высшего руководства компании *Wisden*, вряд ли это приведет к кардинальному отказу от традиций, поскольку, например, редактор известного желтого альманаха, выпускаемого издательством, прочно осел в Великобритании.

3. Нарождающиеся тенденции финансовых рынков

Инвестиции в совместные фонды в мире достигают 20 трлн долл. Сегодня они становятся похожими на хедж-фонды. Чего стоят одни названия. Например, *Global Alpha Edge* — идеальное название для хедж-

фонда. Стратегия этого совместного фонда ничуть не уступает названию — 130/30. Это означает наличие в нем длинных и коротких позиций, предполагающих рост определенных пакетов акций при одновременном снижении других.

Как писал Ф. Скотт Фитцжеральд, очень богатые люди отличаются от вас и от меня. Насколько отличаются, сегодня об этом пишет журнал *Forbes*. В частности, журнал насчитал в современном мире 946 миллиардеров. Их суммарное богатство достигает 3,5 трлн долл. Первыми в списке идут американцы Билл Гейтс и Уоррен Баффет. Но семь имен из списка первой десятки — не американцы. Среди новичков списка миллиардеров 2006 г. — 19 россиян, 14 индийцев, 13 китайцев и 10 испанцев. Рост числа миллиардеров буквально по всему миру обусловлен возросшими поступлениями с фондового рынка, рынка недвижимости и отдельных товарных рынков.

На этом сенсации не кончаются.

В апреле 2007 г. в список тысячи самых богатых людей Великобритании, публикуемый газетой *Sunday Times*, были включены 92 женщины. 10 лет назад их было 64. Более того, богатые женщины стали за это время существенно богаче — более чем наполовину. Самая богатая женщина Великобритании в 2007 г. имела 4,9 млрд фунтов стерлингов (9,6 млрд долл.). Считается, что к 2020 г. число женщин-миллионеров сравняется с числом богатых мужчин, а к 2025 г. их доля составит 60%.

Богатство женщин на 80% складывается за счет собственных доходов, в частности бизнеса. На долю средств от разводов приходится только 2,9%.

Вместе с тем за 2002—2006 гг. число высших менеджеров-женщин сократилось на 40%. Возможно, это связано с ростом расходов на социальное обеспечение ребенка на 27% за тот же период.

В 2006 г. наилучшим местом для привлечения инвестиций стал Гонконг, который обошел Великобританию. В первую пятерку таких мест входят также Канада, США и Швеция. Бразилия, Китай, Индия и Россия выглядят более благоприятно в этом отношении, чем в среднем по миру.

Рост иены на 2,3% по отношению к доллару 27 февраля 2007 г. наполовину уменьшил годовые процентные доходы инвесторов, продававших иены и покупавших доллары. Потери на рынке акций в США в этот день достигли 600 млрд долл.

Еще недавно в числе экзотических активов находились «катастрофные» облигации, выпускаемые страховыми фирмами, специализирующимися на покрытии рисков потерь от природных катастроф, таких как наводнения, землетрясения, ураганы и др. Отличаются от обычных облигаций тем, что доход по ним существенно выше, чем по

обычным облигациям, в периоды, когда крупные стихийные бедствия не происходят. Однако в случае наступления природной катастрофы инвесторы теряют часть денег. Сегодня эти активы экзотическими не назовешь из-за относительно широкого распространения. Последние идеи из экзотических касаются управления аварийными энергообъектами или покупки у банков просроченных долгов по кредитным картам. Понятно, что подобные проекты могут оказаться бесполезными. Однако надежда на получение крупной прибыли немногими победителями компенсирует появление неизбежных неудачников.

В целом для финансового рынка характерен постоянный поиск бета-экзотики. Достаточно в связи с этим вспомнить устремление в 1990-е гг. инвесторов на нарождающиеся рынки. Тогда из Гонконга и Сингапура они двинули капиталы в Индонезию и Эквадор.

В мире финансов ни одна новая идея не будет полной без использования греческого алфавита. С давних пор выбор лучших акций характеризовал инвестора как просто умного. Сегодня подобная квалификация известна под термином «альфа». «Бета» обозначает использование традиционной стратегии простого следования за рынком. В наши дни отделять бета (нормальный доход на рынке) от альфа (квалификация менеджеров) — престижно. Инвесторы согласны платить высокие заработные платы за квалификацию, но рассматривают доход на рынке в качестве товара. Представьте себе, если в дорогом ресторане посетитель наберется смелости и скажет шеф-повару что-нибудь вроде: еда понравилась, но ее химический состав включает 65% куриного мяса, 20% моркови, 10% муки и 5% молока. Все это стоит не более 3 долл., и почему нужно заплатить 40? Отбросив эмоции, ответ шефа скорее всего сведется к тому, что секрет блюда заключается в рецепте. Кстати, самая большая заработная плата среди топ-менеджеров в 2006 г. в США была у босса *Bank of America* Кена Льюиса — 114,4 млн долл.

Особой ценностью бета, в частности бета-экзотики, может стать обнаружение нового рынка, движение которого не совпадает с тем, что происходит на рынке акций и облигаций. Отсюда — понятие «альтернативная бета», которое относится к нетрадиционным источникам дохода в виде, например, поступлений от изменений рыночной волатильности или использования разницы между товарными ценами «спот» и «фьючерс».

Экзотическая бета представляет собой получение беспрецедентных выгод от развития данной тенденции. Уместной в данном случае аналогией может выглядеть пример коллекции произведений искусства, в которой находятся старые комиксы или программы спортивных соревнований. Появились фирмы, специализирующиеся на поиске управляющих такими активами.

Еще одна тенденция финансового рынка — уменьшение масштабов использования такого инструмента, как индексы, что отражает снижение роли доллара в качестве валюты заимствований со стороны стран с нарождающейся экономикой. Так, на долю долларовых облигаций в настоящее время приходится 28% их сохраняющейся государственной задолженности. Внимание инвесторов привлекают ценные бумаги в соответствующих национальных валютах — песо или злотых, но не долларах.

Продажи золота для ювелирной промышленности достигли в 2006 г. 44 млрд долл. Всего же его продажи составили 65 млрд долл. Вместе с тем физический объем продаж золота для ювелирной промышленности сократился на 16% до уровня 2267 т.

Американский рынок долговых обязательств равен 40 трлн долл. На долю ипотечных займов при этом приходится 10 трлн долл., 75% которых переупакованы в ценные бумаги спонсируемыми государством ипотечными гигантами *Fannie Mae* и *Freddie Mac*. Субстандартные ипотечные кредиты для заемщиков с небезупречной кредитной историей по плавающей ставке, превышающей прайм-рейт на несколько пунктов, оцениваются в 650 млрд долл. На долю получателей таких кредитов приходится 20% всех новых заемщиков на рынке ипотечного кредита и 10% всей ипотечной задолженности. Это следствие выпуска производных финансовых инструментов на основе инструментов закладного рынка.

В настоящее время показатель отношения доходов к стоимости жилья в США на 10% хуже исторической нормы и на 20% хуже уровня начала 1990-х гг., когда был отмечен последний спад на рынке жилья. Уместно также напомнить, что долги домашних хозяйств в США достигают 100%-ного уровня ВВП. Это, правда, не самый высокий показатель. В Великобритании они еще выше.

По подсчетам экономистов, уменьшение богатства на 100 долл. обычно приводит к снижению расходов на 3—5% в год. Подобный «эффект богатства», связанный со стоимостью жилья, может удвоить названные показатели. Учитывая, что во владении жителей Америки находится жилье стоимостью 20 трлн долл., снижение его стоимости на 10% в состоянии легко ополовинить рост потребительских расходов.

В 2006 г. рыночная капитализация фондовой биржи Бразилии *Bovespa* возросла на 37% и достигла 723 млрд долл. Первоначальное публичное предложение акций (*IPO*) впервые появилось в 2004 г. В 2006 г. таких операций было проведено 26. *IPO* — это первый выпуск компанией своих акций на рынок, т.е. выпуск на первичный рынок акций новой компанией или компанией, которая преобразуется из за-

крытой в открытую. Среди нарождающихся рынков это третий по значимости показатель после Шанхая и Гонконга. За первые два месяца 2007 г. *Bovespa* обогнала по масштабам привлечения капитала Гонконг.

Иностранные инвесторы выделяют Бразилию от ее более радикальных соседей. На их долю в 2006 г. приходилось 35% торговли на бирже. За два года до этого показатель был равен 25%. Именно на долю иностранных инвесторов пришлось 75% реализации прошедших в Бразилии *IPO*.

Финансовые рынки ощущают действие двух относительно новых факторов. Первый связан с развитием арбитражных сделок на процентных ставках — так называемых операциях *carry trade*, при которых инвесторы продают или занимают низкодоходные валюты и покупают высокодоходные. По теории, это не должно работать, поскольку высокие процентные валютные ставки обычно компенсируют инвесторам риск ее возможного обесценения. На практике владение высокодоходными валютами оказалось выгодной среднесрочной стратегией.

Второй фактор связан с движущими силами рынка и его инерцией. Спрос на валюты меняется. Так, сейчас иена вышла из моды после ее высокой популярности в 1990-е гг. В результате если валюта начала расти, то какое-то время этот рост будет продолжаться. Инвесторы могут использовать действие данного фактора.

Действие обоих факторов используется в моделях развития *Deutsche Bank* и *Merrill Linch*. С 1980 г. использование первого фактора принесло дополнительно *Deutsche Bank* 4,9 процентного пункта доходности, а второго — 3 процентных пункта. Использование инерции рынка при этом сводилось к покупке трех наиболее сильных валют десяти ведущих развитых стран и продаже трех, находящихся в этом списке снизу. В начале 1990-х оба учреждения, правда, пострадали, что было связано с крушением механизма валютных курсов (*ERM*). При помощи этой системы члены Европейской валютной системы поддерживали обменные курсы своих валют в рамках оговоренного диапазона: фиксировались паритеты национальных валютных по отношению к ЭКЮ, и курс мог колебаться в определенных пределах от паритета; паритеты могли корректироваться по взаимному согласию всех стран — участниц системы. Механизм прекратил существование в 1999 г., когда была создана новая система *ERM* II.

Учитывая последнее обстоятельство, *Deutsche Bank* добавил к модели третий фактор. Модель была дополнена механизмом оценки, основанным на теории паритетов покупательной способности. В соответствии с указанной теорией валютные курсы с течением времени должны следовать за изменением цен на торгуемые товары в соответствующих странах. Несмотря на то что данное положение входит в противоречие с

основными принципами арбитража на процентных ставках *carry trade*, поскольку страны с высоким уровнем инфляции должны иметь высокие процентные ставки, учет указанных двух факторов способен принести дополнительную прибыль и способствует стабильности модели.

В целом модель *Deutsche Bank* принесла дополнительно 4 процентных пункта прибыли за период 1980—2006 гг. При этом доходы имели минимальную корреляцию с рынком акций и отрицательную корреляцию с рынком облигаций, т.е. при снижении доходности облигаций доходы на валютном рынке росли.

Диверсификация

Спад финансового рынка 27 февраля 2007 г. показал, что найти укрытие инвестору было весьма не просто. Обвал начался в Китае, затем ударил по Европе, затем — по Уолл-стрит. Нарождающиеся рынки в стороне не остались. Спрэды корпоративных облигаций расширились. Иначе говоря, цена облигаций снизилась. Упали цены на нефть. Даже золото, имеющее, как считается, непреходящую ценность, пострадало. Устояли только два актива — иена и государственные облигации.

Как видно, диверсификация панацеей не стала. Очевидно, она ею и не была, поскольку за 2002—2006 гг. индекс по акциям небольших американских компаний *Russell* 2000 на 94% коррелировал с главным индексом Уолл-стрит *S&P* 500.

Февральское потрясение 2007 г. выглядит тревожнее, если обратить внимание на отсутствие существенных расхождений на международном фондовом рынке. Корреляция здесь составила 95%. Просто пугающими стали данные, отразившие 94%-ную корреляцию результатов операций хедж-фондов с рынком акций. Даже цены на недвижимость в 81% случаев следовали за колебаниями на Уолл-стрит.

Причина указанной зависимости, скорее всего, объясняется излишком ликвидности на финансовых рынках, обязанной своим появлением росту сбережений в Азии и возросшей выручке экспортеров нефти. За 2002—2006 гг. глобальная ликвидность, по оценке *JPMorgan*, возросла на 3,9 трлн долл., из которых 50% пришлось на Азию и 40% — на нефтеэкспортеров.

Первоначально основная масса указанных средств была направлена в безрисковые активы, в частности ценные бумаги Казначейства США. Это привело к снижению их доходности. В результате другие инвесторы начали активно искать более доходные сферы.

Пенсионные фонды сократили свои вложения в акции и устремились на рынок более рискованных активов. Погоня за более доходны-

ми активами взвинтила их цену. Масштабы этой погони возросли также под воздействием многотриллионных арбитражных сделок на процентных ставках (*carry trade*).

С ростом вложений в рискованные активы уровень корреляции между различными активами на рынке увеличился. При отказе инвесторов от дальнейшего риска и попытке закрыть позиции падение таких активов происходит одновременно. Последствия могут оказаться особенно ощутимыми, если размеры таких активов невелики, поскольку небольшое количество продавцов может сильно повлиять на цены.

Свой вклад в рост корреляционных зависимостей внесли и хедж-фонды. Как известно, они нацелены на получение доходов на уровне выше среднего, и для увеличения их абсолютного значения используют заемные средства. Все это заставляет их быстро реагировать на неблагоприятные изменения рынка. Теоретически своими действиями раньше они могли даже выправить ситуацию на рынке. Но сегодня при содействии других инвесторов результат не может быть положительным.

Микрокредитование и микрофинансирование

Быстроразвивающимся сегментом кредитного рынка становится рынок микрокредитов и микрофинансирования.

В 2005 г. суммарный объем микрокредитов, предоставленных 200 специализированными учреждениями, достиг 7,3 млрд долл. В 2003 г. этот показатель составлял 4,9 млрд долл.

Микрофинансирование — предоставление мелких кредитов физическим лицам и небольшим предприятиям, не имеющим возможности получить кредит в рамках традиционных схем кредитования — за последние два десятилетия развивалось весьма динамично. Данная отрасль возникла с нуля первоначально в виде поступления средств от благотворительных организаций. Впоследствии содействие развитию отрасли начали оказывать международные финансовые организации, в частности Мировой банк, Европейский банк реконструкции и развития. Сегодня в мире насчитывается 10 тыс. организаций, предоставляющих микрокредиты 40 млн человек. Средний размер кредита — менее 300 долл. Международные финансовые организации концентрируют свои усилия на кредитовании наиболее крупных из микрокредиторов, которые в этих ресурсах и не нуждаются. Такое кредитование возросло в 2005 г. на 88% по сравнению с предшествовавшим годом.

Из известных 10 тыс. микрофинансистов только 300—400 вызывают доверие обычных финансовых институтов. Остальные не имеют ни

финансовых, ни профессиональных возможностей управлять средствами инвесторов. На практике внимания с этой точки зрения заслуживают только 74 микрокредитора, но получают кредиты только 10 таких организаций.

Мода на микрофинансирование возникла под влиянием международных финансовых организаций, предоставляющих гранты и займы, а также обеспечивающих подготовку соответствующих специалистов. Частный сектор в данном случае предпочитает не рисковать, что обусловлено незнанием проблемы, отсутствием опыта, а также боязнью выглядеть хищником, зарабатывающим на бедных.

Микрофинансирование в конечном итоге стало выгодным. Крупные микрофинансисты уже не нуждаются в помощи международных финансовых организаций и филантропов. Так, компания *ProCredit*, включающая 19 микробанков (они работают, например, в Молдове и Эквадоре), создана в 1998 г. одной из международных финансовых организаций. Компания успешно развивается, ею обслуживается 2,2 млн клиентских счетов. Объем просроченных кредитов составляет 1,2%. В результате банки, входящие в компанию, зарабатывают достаточно для включения их акций в листинг на фондовом рынке. Вместе с тем только небольшая часть из существующих в мире 500 млн микропредпринимателей имеет доступ к услугам финансовой системы.

В США микрофинансирование доступно, как правило, в кричащепоказных кредитных магазинах, расположенных в удаленных районах крупных городов. Сумма таких кредитов редко превышает 500 долл. Их предоставляют против просроченных чеков. При предоставлении таких кредитов с каждых 100 долл. взыскивается 15 долл. И так каждый месяц.

Для многих обращающихся за такими кредитами альтернативы просто нет. Банки мелкие кредиты не предоставляют, поскольку им это невыгодно. Кроме того, микрокредитование никак не регулируется. Интернет-займы и ростовщики также не пользуются авторитетом. Большинство заемщиков дисциплинированно выполняют свои обязательства, но встречаются случаи невозврата.

Многие заемщики пролонгируют кредит путем замены кредита с истекшим сроком на новый кредит. Таким образом, они могут быстро оказаться в долговых сетях. Обычный заемщик может завершить кредитную операцию конечной выплатой 793 долл., первоначально взяв взаймы 325 долл. Микрокредитование обходится американцам в 4,2 млрд долл. в год в виде выплат процентов и комиссионных.

Микрокредитование процветает в значительной степени благодаря тому, что осуществляется за пределами юрисдикции законов о рос-

товщичестве, запрещающих чрезмерные процентные ставки. В противном случае весь этот бизнес развалился бы.

Многие хотели бы, чтобы так и случилось, особенно когда речь идет о семьях военнослужащих. Применительно к военным и их семьям введено верхнее ограничение по процентным ставкам в размере 36%. Это вызвало обеспокоенность в Пентагоне, поскольку армейский персонал, в частности, служащий в Ираке, из-за чрезмерной кредиторской задолженности не сможет пройти проверку на благонадежность. Уже отмечены случаи перевода высококвалифицированных армейских специалистов, например, из подразделений связи на должности, не требующие квалификации.

В целом развитие микрокредита имеет вполне предсказуемые последствия. Сформулировать основные из них можно так. Как только бедные люди получают доступ к кредиту, они занимают до тех пор, пока не обанкротятся. Избежать этого можно лишь с помощью соответствующих законов.

Слияния и поглощения

В 2006 г. в мире произошло слияний и поглощений на 60% больше, чем за год до этого. В 2007 г. за неполные пять месяцев объем таких сделок достиг 2 трлн долл. Операции стимулировались ростом фондового рынка. Дело дошло до того, что *Warren Buffett* заявил о своем намерении вложить 60 млрд долл. на данном рынке, если что-нибудь его заинтересует. Известно, что указанный господин никогда за толпой не следует. Сумма, предлагаемая им, беспрецедентна.

Сегодняшний бум слияний отличается от бума 1990-х: тогда он подогревался продажей акций, а ныне — кредитными ресурсами.

Указанная тенденция на руку компаниям, не прошедшим листинг на биржах, поскольку именно они являются лидерами рынка, обеспечивая $^1/_5$ оборота. Они располагают огромными ресурсами: крупнейшие из них готовы израсходовать 20 млрд долл. Средняя сделка по выкупу акций утроилась по сравнению с 2005 г. и достигает 1,3 млрд долл. При этом нарушены все табу. Объектами поглощения стали компании коммунального хозяйства и банки, ранее обладавшие иммунитетом против поглощения. В целом нынешний бум слияний характеризуется расширением географии поглощаемых объектов и охватом всех отраслей. При этом по сравнению с 1990-ми гг. возросла агрессивность покупателей. В 2000 г. лишь 4% поглощений были недружественными. В 2007 г. их стало 20%. Причина тому — политика акционеров (в частности, хедж-фондов), не отличающихся терпением. Многие участники торопятся получить одобрение намечаемых сделок, ожидая смены тре-

бований, в частности, в антимонопольных законах (например, после очередных выборов). В условиях такой спешки и серьезной конкуренции налицо опасность переплат при осуществлении слияний. Выплачиваемые при этом премии достигли также беспрецедентных высот.

Очевидно, что слияния и поглощения призваны скрыть возможную низкую доходность и даже убытки сливающихся фирм.

О росте цен на активы

Как правило, растущие цены на активы вызывают исключительно положительные эмоции. Иначе как ликованием нельзя назвать то, что происходит каждый раз, когда на Уолл-стрит достигается очередной пик. Падение цен всегда сопровождается унынием. Не выражают беспокойства по поводу роста цен на активы и Центральные банки. Правда, если это не приводит к росту потребительских цен. Вообще все, что связано с раздуванием прошлых и будущих пузырей на финансовом рынке, банки, например, Федеральной резервной системы США не волнует.

Но на растущих рынках тоже бывают жертвы. Рассмотрим хотя бы в качестве примера строительство жилья. Высокие цены на него в Америке и Великобритании — хорошая новость для представителей среднего класса, купивших свой первый дом лет 20 назад. Но для молодых, особенно низкооплачиваемых и вместе с тем необходимых работников младшего медперсонала, заинтересованных в покупке или аренде жилья, жизнь становится сложнее. Мобильность рабочих рук от этого замедляется, что неизбежно ложится дополнительным бременем на экономику.

В целом отрицательные последствия высоких цен на акции практически не обсуждаются. Рост фондового рынка приветствуется теми, кто начал приобретать акции в 1980-е гг., а также теми, кто играет на повышение. Рост финансовых рынков приносит новые выгоды тем, кто и так богат. В результате разрыв между бедными и богатыми увеличивается.

Возникают проблемы пенсионного обеспечения. Многие фирмы стараются отойти от реализации пенсионных планов с фиксированными выплатами, т.е. пенсионных программ, по которым участникам гарантируется фиксированная выплата либо в абсолютном выражении, либо как процент от средней заработной платы за определенное число лет. Они переключаются на систему установленных взносов в пенсионный фонд, что весьма похоже на план Киу (*Keogh plan*) — пенсионный план для самозанятых лиц: взимание налога с доходов от пенсионных инвестиций откладывается до момента изъятия денег с пенсион-

ного счета, т.е. выплаты пенсии. Такая пенсионная схема могла использоваться параллельно с корпоративным пенсионным страхованием и индивидуальным пенсионным фондом. Система создана в соответствии с законом 1962 г. «О налогообложении лиц, не работающих по найму», расширена в 1976 г. и 1981 г. Данная мера приводит к сокращению выплат от работодателей, а также утрате работниками страховых полисов против падения фондового рынка, так как в этом случае компании уже не обязаны покрывать любой дефицит пенсионных фондов. Купить же полис на открытом рынке очень дорого.

Если работники попытаются вернуться к первой из названных пенсионных схем самостоятельно, они столкнутся еще с двумя проблемами. Во-первых, высокие цены на акции и облигации предполагают относительно более низкие доходы, поскольку указанные две величины находятся в обратной зависимости. Во-вторых, при таком положении будущие доходы находятся под вопросом. Накопить большую сумму для генерирования пенсии для большинства просто невозможно.

Сегодня при доходности депозитов и облигаций на уровне 4—5% годовых в Великобритании и США финансовые советники предлагают воспользоваться следующим правилом: для получения желаемого пенсионного дохода необходимый капитал должен быть в 25 раз больше, т.е. 4% годовых. Таким образом, разумная пенсия для британца, которую, впрочем, щедрой не назовешь (20 тыс. ф. ст. в год), требует 500 тыс. ф. ст. вложенных средств. Это невообразимые средства для большинства. Более того, многие не будут даже пытаться ее накопить, учитывая ее размер и привлекательность непосредственного потребления.

В связи с этим можно выделять четыре категории людей с точки зрения их пенсионных доходов:

- богатые. У них нет проблем;
- те, кто работал на правительство. Их пенсии будут дотироваться из кармана налогоплательщиков;
- работающие в частном секторе и имеющие какие-то накопления. Работодатель помощи им практически не окажет. Более того, в некоторых странах (например, в Великобритании) их бережливость может быть наказана налоговой системой;
- неудачники, полагающиеся исключительно на государство. Великодушие последнего в зависимости от страны имеет определенные различия.

Как видим, ситуация нестабильная, многое зависит от случайностей. Богатство обеспечивается в зависимости от того, на кого и когда вы работаете. Заслуги имеют минимальное значение. В таких обстоятельствах многочисленные неудачники могут требовать более высоких налогов для обложения счастливых победителей.

Особенности вложений в Азии

Сегодня никакой необходимости любить советский коммунизм нет. На марксизм-ленинизм, неадекватный и в теории, и на практике, жалко времени всем, в том числе экономистам. Правительства стран, образовавшихся на бывших советских территориях, проявили завидное рвение и весьма оперативно примкнули к группировкам «классовых врагов» — НАТО и ЕС. Главным объектом анализа на сегодняшних финансовых рынках является феномен Китая.

Общая рыночная стоимость Шанхайской и Шеньженской фондовых бирж достигла в 2007 г. 15 трлн юаней, т.е. 1,8 трлн долл., что на 87% больше, чем год назад. Беспрецедентный бум на фондовом рынке Китая может стать очередным пузырем. В свою очередь, если он лопнет, социальные последствия окажутся сродни национальному бедствию. В стране насчитывается 91 млн счетов, открытых физическими лицами в брокерских конторах и совместных фондах. Точное число индивидуальных инвесторов неизвестно. В 2001 г. во времена предыдущего бума на рынке акций в стране было 60 млн счетов и менее 10 млн инвесторов. Новые счета открываются сегодня из расчета по 200 тыс. в сутки. Например, 24 апреля 2007 г. их открыто 310 тыс. До конца 2007 г. число счетов возрастет на 8 млн, что в 10 раз больше, чем в 2005 г., когда рынок начал свое восстановление после четырехлетнего спада.

Развитию финансовых рынков (в том числе в Китае), безусловно, способствовало развитие сети связи и телекоммуникаций. В начале 2007 г. в мире насчитывалось 2,8 млрд мобильных телефонов. При этом их число ежесуточно увеличивалось на 1,6 млн. В 2007 г. должно быть продано 10 млрд микропроцессоров. Через 15—20 лет их сеть будет насчитывать триллионы, причем сеть будет беспроводной. В Китае оснащенность мобильными телефонами выше, чем где-либо в мире.

В 2005 г. в предчувствии открывающихся широких возможностей в Азии богатые хедж-фонды и частные компании, не котирующиеся на бирже, устремились в Гонконг и Сингапур. Однако вскоре перед ними возникла проблема: куда вкладывать. Указанные рынки отличаются высоким уровнем конкуренции. Возникают сложности и с возможностью приобретений контрольных пакетов акций за счет кредита. Вообще на азиатском рынке меры государственного регулирования существенно осложняют жизнь инвесторов в частные акции. Несколько лучше дело обстоит в Австралии. Совсем плохи дела в Китае.

Даже в таких условиях трудно себе представить инвесторов, сидящих на куче бездействующих денег. Хедж-фонды, покупатели кон-

трольных пакетов, а также инвестиционные банки быстро осознали то, что многие мелкие венчурные фирмы в Азии не имеют такого доступа к рынкам долговых бумаг и акций, какой есть у их западных коллег. В результате начал развиваться перспективный рынок, на котором все названные участники начали создавать временные объединения для финансирования операций фирм, недостаточно крупных для первичного размещения акций на фондовом рынке, либо развивающихся слишком быстро и поэтому занимающих выжидательную позицию.

Инвестиции поступают при этом главным образом в виде не обращающихся на рынке конвертируемых процентных долговых бумаг и акций стимулирования, дающих право на приобретение дополнительных акций в случае достижения компанией определенных финансовых целей. Последние оцениваются либо в ходе их возможного первичного размещения, либо по заданной стоимости. Такое инвестирование имеет свои особенности. Прежде всего, в отличие от частных акций вложение средств таким способом не обеспечивает управленческий контроль. Во-вторых, условия инвестирования оговариваются в заключаемом для этих целей контракте, а не в соответствии с законом о ценных бумагах, допущенных к публичному размещению. В-третьих, инвестирование ограничено по сроку — обычно три года. И, наконец, о вложениях такого типа почти не бывает доступной широкой публике информации.

Роль инвестиционных банков не является чисто посреднической. Они могут выступать и соинвесторами. Так, *Goldman Sachs* стал участником 40 сделок и получил долю в каждом проекте. *Deutsche Bank* и *Merrill Lynch* участвовали в более чем 20 подобных операциях.

В 2005 г. *Goldman Sachs* с группой акционерных фирм закрытого типа вложил 100 млн долл. в китайскую компанию солнечной энергетики *Suntech Power*. Через год выпущенные в обращение акции компании выросли в 15 раз. Также в 2005 г. *Merrill Lynch* и девять хедж-фондов финансировали с помощью заемных средств выкуп индонезийской нефтебуровой компании *Medco Energi*. Действовали они по поручению семьи, утратившей контрольный пакет акций во время азиатского кризиса. Через несколько месяцев семья восстановила контроль над фирмой, а инвесторы заработали более 50% на вложенный капитал.

Как и в большинстве усиленных инвестиций, т.е. приобретения инвестиционных активов с использованием заемных средств, избыточная ликвидность обеспечивала получателям денег значительные преимущества перед донорами. Первоначально акции были доступны с дисконтом по сравнению с ценой первичного размещения, ра-

зумеется, если оно было. Затем — по цене этого предложения. Сегодня акции предлагаются с премией к такой цене, что оправдывает их приобретение только в случае быстрого значительного роста цены после выпуска. Процентные ставки задолженности фирм также снизились.

Все эти изменения не уменьшили энтузиазм инвесторов. Для оживления рынка они прибегли к новой версии *carry trade* (арбитраж на процентных ставках): кредитовались в японских банках под 1% годовых и инвестировали в активы под 7%. На ранней стадии указанные сделки имели серьезную юридическую защиту в виде оговорки о разрешении возникающих споров в Гонконге или Сингапуре. Однако постепенно оговорка стала исчезать по мере соответствующего снижения обеспокоенности инвесторов. Уместно напомнить: еще недавно при проведении финансовых сделок в Китае использовались контракты со сложной структурой, предполагающие перевод прав собственности на Каймановы острова, что облегчало процесс вложения и последующего возвращения средств. С сентября 2006 г. такие операции остановлены, но заключенные ранее контракты продолжают действовать.

Насколько такие финансовые операции рискованны, судить трудно, поскольку они непрозрачны. Банки о своих потерях предпочитают не распространяться, но признаки трудностей постепенно начинают просачиваться наружу. Китайская фирма *Asia Aluminum* получила в течение 2006 г. долговых бумаг на сумму свыше 450 млн долл. Вместе с тем фирма столкнулась со значительными трудностями, вызванными задержками в реализации ее проектов и ростом издержек. Компания сотовой связи Тайваня *APBW* получила значительный заем. В марте 2007 г. бывший глава материнской фирмы был обвинен в растрате, что не могло не стать тревожным сигналом для инвесторов.

О многих трудностях еще предстоит узнать, поскольку заключенные сегодня сделки должны быть исполнены в период с 2008 по 2011 г. Особые неприятности могут возникнуть при условии охлаждения рынка первичного размещения акций.

В 2007 г. в Японии отмечено самое крупное приобретение отечественной фирмы иностранным партнером. Американский *Citigroup* за 920 трлн иен приобрел третью по значимости в Японии брокерскую фирму *Nikko Cordial*. Это признак расширения возможностей для иностранного участия на японском финансовом рынке.

На долю иностранцев в общем числе занятых работников финансовой сферы приходится менее 5%. Хедж-фонды, работающие на японском рынке, базируются в Гонконге или где-то еще, но не в Японии. Число иностранных компаний, прошедших листинг на Токийской фондовой бирже, упало (127 — в 1991 г., 26 — в начале 2007 г.).

Изменить ситуацию нельзя без гармонизации японских стандартов бухучета с международными. Потребуется большее раскрытие информации о японских фирмах на английском языке. Кроме того, необходимо повысить профессионализм работников этих фирм. Так, в Японии насчитывается 17 тыс. дипломированных общественных бухгалтеров (по сравнению с 330 тыс. в США).

Каждый изучающий экономику знает, что высокие процентные ставки подавляют рост путем ограничения заимствований и расходов. Именно по этой причине Банк Японии должен сохранять учетную ставку на исторически низком уровне. В случае ее увеличения национальная экономика может опять вернуться к рецессии и дефляции. Вместе с тем некоторые исследователи считают, что повышение учетной ставки может способствовать росту расходов домашних хозяйств.

Большую часть времени из прошедших семи лет Банк Японии сохранял учетную ставку на уровне 0%. С июля 2006 г. она увеличивалась дважды и достигла 0,5%. Однако инфляция опять стала отрицательной, поскольку цены на основные потребительские товары снизились в расчете за год в марте 2007 г. на 0,3%. В марте 2008 г. инфляция оценивается в размере 0,1%. Прирост ВВП за 2006 г. составил 2,3% и был обеспечен главным образом за счет инвестиций и экспорта. Таким образом, устойчивость японской экономики может быть обеспечена благодаря возобновлению роста потребительских расходов.

До конца 2008 г. ставка по краткосрочным кредитам в Японии не превысит 1—1,25%. Но такие сверхнизкие ставки могут привести к негативным экономическим последствиям в виде слабой иены и неэффективности инвестиций. Хуже того, низкие процентные ставки сдерживают потребительские расходы. В то время как должники выигрывают от низких ставок, сторонники бережливости страдают. И это при том, что японские домашние хозяйства имеют самый высокий в развитых странах показатель отношения накоплений к доходам. Так, их чистые финансовые активы, за исключением акций, в 3,2 раза превышают личные располагаемые доходы. В США данный показатель существенно ниже — 1,9, в Германии — 1,1. Примерно половина финансовых активов японских домашних хозяйств приходится на депозиты с плавающей процентной ставкой. В Америке данный показатель незначительно превышает $^1/_{10}$. Что касается обязательств домашних хозяйств в Японии, то на долю имеющих плавающую процентную ставку приходится $^1/_4$.

Чистые финансовые активы с плавающей процентной ставкой японских домашних хозяйств, по оценке специалистов, в два раза пре-

вышают их личный располагаемый доход. Начиная с 1992 г., когда учетная ставка была еще на уровне 5%, суммарные потери домашних хозяйств в Японии в результате снижения процентных ставок до нуля составили 1,8 трлн долл., что соответствует 65% их годового дохода. При этом отмечено замедление потребительских расходов.

Изначально японская политика нулевых ставок была направлена на поддержку обремененных долгами фирм и банков, но сегодня ситуация, похоже, изменилась. Учитывая прогноз прироста ВВП в 2007 г. в размере 2,5%, было бы оправданно увеличить учетную ставку до 3,5%. Считается, что увеличение учетной ставки на три процентных пункта увеличит располагаемые доходы на 4,5% и соответственно потребительские расходы на 3,5%.

Вместе с тем в 1993 г. на накопление сбережений шло 14% доходов японских домашних хозяйств, тогда как в 2006 г. — только 3%.

О ликвидности

В большинстве случаев определение ликвидности особой четкостью не отличаются. В основном оно основано на понимании денежных запасов в широком смысле слова либо ценах рискованных активов, таких как задолженность нарождающихся рынков.

Банк Англии предлагает свое видение определения ликвидности, которое сводится к свободе купли-продажи финансовых активов. По его расчетам, эти рынки в настоящее время являются весьма ликвидными. Более того, их ликвидность сегодня выше, чем было характерно для периода пика активности интернет-компаний в 1990-е гг.

Банк использует три критерия. Первый связан с разницей между ценой спроса и ценой предложения на рынке ценных бумаг. Чем меньше разница, или спрэд, тем ликвиднее рынок. Второй критерий основан на учете последствий торговли для цен активов. Так, на неликвидных рынках те, кто заинтересован в больших объемах операций, могут столкнуться с неблагоприятным для них изменением цен. Количественно данный фактор может быть отображен в виде отношения колебания цен к объемам торговли. Чем ниже данный показатель, тем ликвиднее рынок.

Последний критерий основан на рынке корпоративных облигаций. Исторически эти облигации отличались более высоким спрэдом, чем ценные бумаги правительства. При этом данный спрэд нельзя было объяснить потенциальными потерями инвесторов в случае дефолта. Скорее дело было в стремлении инвесторов требовать премию за владение неликвидными активами. Любое снижение премии указывало бы на появление дополнительной ликвидности рынка.

Банк попытался учесть действие указанных критериев с помощью единого составного коэффициента. Начиная примерно с 2004 г. и далее данный показатель только рос, указывая, что для покупки финансовых активов практически нет ограничений. Такая тенденция говорит об очень низких издержках торговли на финансовом рынке.

С чем это связано? Одна из очевидных причин — деятельность хедж-фондов, перепродающих свои портфели с беспрецедентной скоростью. Как известно, активы фондов в течение последнего десятилетия росли очень высокими темпами и сегодня составляют никак не меньше 1,5 трлн долл. Еще одним фактором стала более активная деятельность инвестиционных банков на финансовых рынках.

Свою лепту внесли также финансовые инновации. Формирование рынка кредитных деривативов стимулировало покупку инвесторами корпоративных облигаций, поскольку с помощью этих инструментов стало возможно устанавливать свою цену на каждый вид рисков и торговать ими по отдельности. В свою очередь, под влиянием названных факторов премия за ликвидность, т.е. надбавка к уровню доходности, требуемая инвестором для компенсации риска при приобретении менее ликвидных активов, на рынке облигаций снизилась. То же самое произошло с доходностью.

Но так бывает не всегда. Ликвидность сама себя воспроизводит. Инвесторы, как правило, не хотят покупать активы, зная, что они не смогут их продать. Если ликвидность исчезает, инвесторы остаются вечными владельцами таких активов, не желая или не имея возможности избавиться от них.

Рынок арбитражных операций, основанный на разнице в процентных ставках на японском рынке и в других странах (*carry trade*), оценивается в 80—160 млрд долл. в год. Как видно, емкость рынка тяжело поддается оценке. Более того, существуют лишь косвенные данные его существования вообще. Источником информации о рынке служат сведения об активности иностранных банков в Японии. При фактически нулевом росте объемов кредитования банковским сектором Японии в 2006 г. финансовые операции иностранных банков выросли на 7,4 трлн иен (64 млрд долл.). Таким образом, иностранные банки являются главными участниками рассматриваемых операций.

Еще одним подтверждением наличия рынка *carry trade* являются позиции доллар/иена на международных денежных рынках. Если в мае 2006 г. для них было характерно наличие длинных позиций в иенах, то в феврале 2007 г. короткие позиции достигли рекордного уровня в 17,8 млрд иен. Общий объем операций *carry trade* оценивается в два — пять раз больше, чем объем денежного рынка, поскольку значительная часть операций не регистрируется и осуществляется на внебиржевом рынке.

Впоследствии короткие иеновые позиции резко сократились. Операции *carry trade* потеряли былую привлекательность, не вызвав, правда, особых потрясений. Более того, признаков восстановления данного рынка не предвидится. Для того чтобы операции были привлекательны для спекулянтов, волатильность ставок краткосрочного рынка должна быть на низком уровне, а разница между ними в отдельных странах — велика. Все это необходимо для компенсации рисков неблагоприятного изменения валютных курсов. Учетная ставка Банка Японии, равная 0,5%, явно имеет тенденцию к росту. В начале 2006 г. она была равна 0%, что было вызвано необходимостью борьбы с дефляцией. Скорее всего, ставка возрастет до 0,75% в конце 2007 г. и 1% в начале 2008 г. При этом разница в процентных ставках сокращается.

В сложившихся условиях на рассматриваемом рынке стали активно проявляться качественно новые участники — индивидуальные японские инвесторы. Сбережения в японских семьях всегда находились на высоком уровне, но готовности к риску у них никогда не было. Имеющиеся средства размещались в низкодоходных иенах. Сегодня ситуация меняется. В стране имеется интерес к вложениям на длительный срок. Однако в Японии вложения на длительный срок вряд ли окажутся более прибыльными даже в условиях роста доходности краткосрочных вложений. Так, доходность по 10-летним правительственным облигациям составляет только 1,65% годовых (в США соответствующие бумаги приносят 4,64% в год, а в Австралии — 5,83%).

В какой-то степени данная ситуация дает объяснение всплеску волны приобретений иностранных ценных бумаг индивидуальными инвесторами, пользующимися услугами инвестиционных трастовых компаний. В 2006 г. этими фирмами приобретено иностранных ценных бумаг на 12,9 трлн иен. В 2002 г. они занимались исключительно их продажами. В результате в их владении находится иностранных ценных бумаг на сумму 45,4 трлн иен. Следует также отметить: доля индивидуальных инвесторов на валютном рынке Японии составляет 20—30%. В целом в индивидуальном владении японцев больше иностранной валюты, чем стоят проданные за рубеж японские ценные бумаги. Очевидно, будущее иены зависит от «маленького» человека.

Рынок предметов роскоши

Последствия кризиса интернет-компаний, террористические атаки 11 сентября 2001 г., атипичная пневмония и война в Ираке ухудшили доверие потребителей (степень уверенности потребителей в том, что экономика развивается успешно и какие-либо потрясения маловероятны), а также сократили спрос на услуги международного туризма.

Но положение меняется, и уже в 2006 г. международный туризм и продажи предметов роскоши выросли в среднем на 10—20%. Особенно сильным был спрос в Азии (в частности, продажи в Китае выросли на 50%).

Ежегодные продажи предметов роскоши в мире достигают 130 млрд долл. Только японцы на своем внутреннем рынке обеспечивают $^1/_3$ спроса на указанную продукцию. По $^1/_4$ приходится на европейцев и американцев. Примерно $^2/_5$ продаж предметов роскоши реализуется в Европе, причем значительная доля этих продаж приходится на туристов.

Инвестиции в отрасль предметов роскоши в Азии станут своеобразным тестом того, окажется ли тот или иной бренд конкурентоспособным на мировом рынке. Теперь, когда японский рынок выглядит насыщенным, роль земли обетованной для рассматриваемой отрасли отводится Китаю. Как показывают практические расчеты, в стране начинается развитие спроса на предметы роскоши на стадии, когда ВВП на душу населения достигает 5—7 тыс. долл. в год. Именно такие показатели были отмечены в Японии в 1970-е гг., когда фирма *Louis Vuitton* появилась на азиатском рынке. В Китае в самых богатых городах ВВП доход на душу население достиг уровня 7 тыс. долл. в год в 2006 г.

Распространение богатства в Китае в существенной мере повлияло на отрасли предметов роскоши. В ней произошли значительные перемены. Еще десятилетие назад стремление показать себя на публике вызывало осуждение. Сегодня молодые китайцы любят щеголять ярлыками модных дизайнеров. Они предпочитают *Versace*, *Dolce & Gabbana (D&G)* и *Roberto Cavalli*. Тем самым они как бы подчеркивают свое богатство. Для Китая двузначные темпы прироста продаж возможны в течение ближайших нескольких лет. К 2014 г. китайские потребители будут приносить примерно четверть всех доходов отрасли предметов роскоши. Вместе с тем для фирм-производителей это означает необходимость внушительных инвестиций в рекламу и продвижение их продукции в этой стране. Также потребуются значительные затраты на маркетинг, открытие магазинов и подготовку местного персонала. Проблему представляют также получение лицензий и заоблачные ставки арендной платы на наиболее оживленных улицах. При этом развивать торговлю нужно будет не только в Пекине, Шанхае и Гуанчжоу, но и в других городах.

В 1991 г. *Ermenegildo Zegna* стал первым итальянским поставщиком предметов роскоши, появившимся в Китае. Сегодня у него 52 магазина в этой стране. Фирма *Versace*, у которой во всем мире насчитывается 120 млн клиентов, уже открыла пять магазинов в Китае. В 2007 г. их должно стать на 10 больше. У *Bulgari* здесь четыре торговые точки, у *Gucci* — восемь.

Фирмы отрасли отмечены в развитии новых для них направлений бизнеса с использованием их известных брендов. *Giorgio Armani* стал пионером такого направления. Им разработаны суббренды, например *Emporio Armani* и *Armani Junior*, рассчитанные на обслуживание различных групп населения с различной покупательной способностью. Кроме того, совместно с застройщиком из Дубая фирмой *Emaar Giorgio Armani* участвует в строительстве серии отелей. Смысл таких инноваций заключается в диверсификации деятельности без ущерба для существующего бренда.

Рынок платины

В 2006 г. в ЮАР продажи металлов платиновой группы (в нее входит также палладий и родий) в два раза превысили продажи золота. Практически все производство, включая рафинирование и выплавку, производится непосредственно в стране и составляет 15% ее товарного экспорта. Число занятых в производстве платины примерно соответствует количеству рабочей силы в производстве золота.

Ювелирная промышленность обеспечивает 22% спроса на платину. В 1999 г. этот показатель был равен 45%. Значительно больше платины используется в автомобильной промышленности. Вместе с тем с появлением в Лондоне и Франкфурте биржевых фондов, отражающих ситуацию на рынке ценных бумаг, связанных с платиной (*Bullion Exchange-Traded Funds — ETFs)*, спрос на нее появился и со стороны мира финансов. Указанные ценные бумаги могут, в частности, включать акции компаний, занятых добычей, производством и переработкой платины. Биржевые фонды — это индексные фонды, прошедшие листинг на бирже, их акции могут обращаться наравне с прошедшими листинг корпоративными бумагами. Их преимуществами являются низкие издержки, простота покупки и продажи акций, ликвидность и возможность диверсификации. Кроме того, так как распределение доходов происходит редко, инвестиции в эти фонды обладают плюсами с точки зрения налогообложения. Комиссионные, взимаемые *ETFs*, в среднем составляют половину комиссионных обычных индексных фондов и 25% комиссионных активно управляемых фондов. Активные операции в этом секторе финансового рынка во многом предопределили нынешнюю цену на платину на уровне выше 1300 долл. за тройскую унцию. В 1980-е и в 1990-е гг. цена редко поднималась выше уровня 600 долл. Однако из-за физической нехватки значение платины как финансового инструмента не может приблизиться к достигнутым золотом высотам. Известно, что спрос на золото с появлением основанных на нем биржевых фондов в 2003 г. удвоился и достиг 19% гло-

бального спроса. Операции биржевых фондов, являясь новым источником спроса на платину, будут поддерживать цену на нее на высоком уровне.

В Южной Африке находится 80% мировых запасов платины. Ее производство за 2006 г. увеличилось на 6%.

Нефтедоллары

За 2002—2006 гг. шесть стран Совета по сотрудничеству стран Персидского залива, основанного в 1981 г. для развития сотрудничества между странами-членами (Бахрейном, Катаром, Кувейтом, Объединенными Арабскими Эмиратами, Оманом и Саудовской Аравией), заработали на экспорте нефти примерно 1,5 трлн долл. Это в два раза больше, чем за предшествовавшие пять лет. Из названной суммы примерно 1 трлн долл. был израсходован на импорт. Остальное — суммарное положительное сальдо текущего платежного баланса в размере 542 млрд долл. — было отправлено за границу.

Наряду с Китаем страны Залива являют собой процветающую противоположность хронической нехватке сбережений в США. Изменение их предпочтений в отношении долларовых активов способно опрокинуть доллар и поднять процентные ставки в этой стране. Менеджеры хедж-фондов пытаются отслеживать потоки нефтедолларов в надежде на их большую волатильность по сравнению с другими источниками глобальной ликвидности, например азиатскими ресурсами, и низкую вероятность размещения в американские казначейские обязательства. Кроме того, они могут быть перегружены финансовыми инструментами в виде инвестиций в хедж-фонды и акции компаний, не прошедших листинг на бирже.

Вся информация о размещении нефтедолларов имеет оценочный характер, поскольку сами эти страны такой статистики не дают. Попытки получения такой информации предпринимаются только за границей. Одна из них была предпринята Институтом международных финансов (*Institute of International Finance — IIF*) на ежегодном собрании этой организации в Афинах в 2007 г. При этом были учтены опубликованные статистические данные, в частности, органа, предоставляющего информацию об иностранных держателях американских ценных бумаг (*American Treasury's International Capital System*); Банка международных расчетов, обобщающего информацию о банковских депозитах иностранцев; базы данных *Bloomberg* о слияниях и поглощениях в мире.

По данным из этих источников, за указанные пять лет из стран Персидского залива поток капитала составил 260 млрд долл., или 48%

всего объема экспорта капитала. Анализ движения даже данного объема показывает, что инвесторы из стран Персидского залива проявляют меньше интереса к банковским депозитам, отдавая предпочтение акциям американских компаний и правительственным облигациям. Во все большей степени они становятся покупателями иностранных компаний, особенно европейских.

Из оставшихся 280 млрд значительная часть, судя по всему, инвестирована в Америке. Примерно 100 млрд долл. — это инвестиции в американские акции и облигации через иностранных посредников, например инвестиционные банки в Лондоне. Часть средств вложена на быстро растущем рынке долговых инструментов, разрешенных по мусульманскому праву (*sukuk*). Мусульманское право не разрешает процентные выплаты.

Из 542 млрд долл. активы в Европе составляют 100 млрд долл., 60 млрд долл. — в Азии.

Рынок наркотиков

Торговля наркотиками является самым выгодным видом незаконной деятельности. Ежегодно она приносит 320 млрд долл., что можно сравнить с 32 млрд от торговли людьми (проституции) и 1 млрд долл. от незаконной торговли оружием. При этом самой сложной представляется проблема торговли опиумом из Афганистана. Ее объем в ценах уличной торговли в странах-потребителях достигает 60 млрд долл. в год. В 2006 г. в Афганистане было выработано 6100 т опиума — 92% мирового производства. Примечательным является то обстоятельство, что в районах, контролируемых правительством, производство опиума снижается или находится на стабильном уровне, тогда как в районах, где присутствие мятежников наиболее ощутимо, он возрастает. Опиумная торговля приносит Афганистану 3,1 млрд долл. в год, что составляет примерно треть национального ВВП. Менее четверти этой суммы достается непосредственным производителям. Доходы от этой торговли привели к повышению курса национальной валюты, непроизводительным расходам на предметы роскоши и строительному буму, особенно в районе Кабула.

Особенность займов развивающихся стран

Компании стран, рассматривающихся в качестве нарождающихся рынков, привлекли в 2007 г. на международных рынках в два раза больше капиталов, чем их правительства. Еще пять лет назад ситуация была полностью противоположной.

Действие указанной тенденции ощущается даже в Китае, где проведены крупнейшие за последние годы кампании по размещению акций. Вопросами выпуска корпоративных облигаций в Китае занимается Комиссия по регулированию ценных бумаг, разрешившая продажу облигаций сроком более одного года без согласования каждого выпуска. В результате следует ожидать всплеска предложения облигаций со стороны компаний, ранее обеспечивавших финансирование операций за счет займов.

С 2002 г. глобальные инвесторы все больше обращают внимание на долговые бумаги стран с нарождающимися рынками. Очевидно, они не могли не заметить, что после дефолта Аргентины в 2001 г. рынок корпоративных облигаций восстановился быстрее рынка правительственных бумаг. В принципе правительства стали меньше занимать по мере улучшения своего фискального положения, отозвали ранее выпущенные облигации, освободив место для корпоративных выпусков. В то же время ряд компаний, например российский *Газпром* и индийский банк *ICICI*, имеют более высокий рейтинг *Moody's*, чем их соответствующие правительства. В свою очередь, инвесторы проявляют бóльшую склонность к вложениям в конкурентоспособные отрасли, а не в правительственные бумаги.

Спрэды — разница между доходностью облигаций нарождающихся рынков и доходностью по бумагам американского Казначейства снизилась с 859 пунктов (одна сотая часть процента) в июне 2002 г. до 153 пунктов 19 июня 2007 г. Вместе с тем рейтинг указанных заемщиков рейтинговыми агентствами поднят не был.

Африканские страны и золотовалютные резервы

За 1996—2006 гг. золотовалютные резервы государств Черной Африки, т.е. африканских стран, расположенных южнее границы пустыни Сахара, выросли в пять раз — с 21 до 108 млрд долл. В 2007 г. они, по оценке, достигнут 131 млрд долл. В глобальном масштабе золотовалютные резервы выросли за тот же период в три раза. Африканские страны обгоняют по темпам роста данного показателя весь развивающийся мир в целом. Ранее большая часть накапливаемых средств оседала в карманах руководителей этих стран. В целом при сохранении данной тенденции часть средств стала аккумулироваться в официальных запасах.

Большая часть прироста резервов отмечена в нефтедобывающих странах, где они выросли с 6 млрд долл. в 1996 г. до 56 млрд долл. в 2006 г. В 2007 г. эта цифра составит 74 млрд долл.

Улучшилось положение и в странах — импортерах нефти. Резервы Южной Африки достигли 23 млрд долл., что достаточно для покрытия импорта этой страны в течение трех месяцев.

Рост резервов отмечается и в беднейших африканских странах. Так, в Уганде и Лесото их достаточно для оплаты импорта в течение шести месяцев.

В целом золотовалютные резервы рассматриваемого региона растут быстрее их внешней торговли, что во многом обусловлено списанием и выплатой иностранного долга. Резервы Замбии, например, в 1998 г. не превышали 1% суммы иностранной задолженности этой страны. В 2007 г. они соответствуют 28% этой задолженности.

Рост золотовалютных резервов африканских стран во многом обусловлен совершенствованием их экономической политики и стремлением снизить уязвимость экономики извне. Исключением является только Зимбабве, экономика которой сократилась наполовину начиная с 1999 г., а инфляция достигает 4500%. Все остальные страны предпринимают эффективные шаги по стабилизации известной своей неустойчивостью экономики.

Кредитный рынок сегодня

Современный кредитный рынок находится под влиянием трех обстоятельств. Первое связано с набирающей силу тенденцией к предоставлению займов с льготными обязательствами для заемщика. Обычно для заемщиков существует своеобразный финансовый предел, например, в виде ограничения объема предоставляемого кредита пятикратным размером денежного потока заемщика, т.е. разницы между всеми поступлениями и платежами компании за определенный период; отражает источники и направления использования средств компании и ее способность выполнять текущие обязательства. Сегодня такое требование постоянно нарушается. За первые два квартала 2007 г. таких кредитов было выдано на сумму 105 млрд долл., что можно сравнить с 32 млрд долл. за период с 1997 по 2006 г.

Крупнейшие организаторы таких займов — фирмы, чьи акции не прошли листинг на бирже. Они в состоянии диктовать условия займов кредиторам. Так, крупнейший участник рынка слияний и поглощений компания *Kohlberg Kravis Roberts (KKR)* сумела в мае 2007 г. привлечь займов на сумму 16 млрд долл. для финансирования поглощения компании *First Data*. Займы с льготными требованиями для заемщиков сегодня составляют 35% всех займов, выдаваемых в США. Многие из таких займов оформляются авторитетными заемщиками как старшая за-

долженность, т.е. долг, имеющий приоритет перед другими долговыми обязательствами данного лица, или долг, который в случае неплатежеспособности должника будет погашаться ранее других долгов, что повышает надежность их возврата по сравнению, например, с вариантами ипотечного кредита по повышенной ставке.

Еще одна новая черта кредитного рынка связана с промежуточным или предварительным финансированием, т.е. краткосрочным финансированием, предназначенным для покрытия денежных потребностей до тех пор, пока не будет осуществлено привлечение дополнительных денежных средств на долгосрочной основе, например пока не будет заключен долгосрочный кредитный договор, осуществлена дополнительная эмиссия акций или облигаций и т.д. Обычно буквально до 2006 г. специализированный на поглощениях фонд для проведения слияний объединял свои усилия с другими участниками рынка. Теперь же стало нормой для банков предоставлять предварительное кредитование или финансирование для обеспечения части сделки. Именно так фирма *Blackstone* сумела поглотить компанию по недвижимости *Equity Office Properties*.

Благодаря участию в таком финансировании банки получают возможность проникновения на рынок частных акций и могут заработать уже профильно, поскольку заемщики могут востребовать консультационные услуги банков, а также услуги по долговому финансированию, т.е. финансированию путем привлечения заемного капитала, например с помощью эмиссии облигаций или векселей, получения кредита в банке и т.п., в отличие от привлечения средств путем выпуска акций либо финансирования за счет нераспределенной прибыли. Вместе с тем данный банковский продукт не рассматривается банками в качестве перспективного.

Третья особенность современного кредитного рынка также порождена активизацией сделок по слияниям и поглощениям и связана с использованием ценных бумаг с натуральной оплатой, т.е. ценных бумаг, периодический доход по которым не выплачивается в денежном виде, а погашается путем передачи кредитору/акционеру дополнительных ценных бумаг обычно того же типа, что и первоначальные ценные бумаги; в такой форме обычно выпускаются облигации или привилегированные акции. Некоторые фирмы, приобретенные частными компаниями, эмитируют долговые бумаги, давая им возможность выплачивать проценты в виде очередных долговых обязательств, а не непосредственно денежных средств. Понятно, что указанное обстоятельство не добавляет уверенности кредиторам.

Прямые иностранные инвестиции 30 членов ОЭСР достигли в 2006 г. 1,12 трлн долл., что на 29% больше, чем в 2005 г. Вторым по раз-

мерам инвестором в 2006 г. была Франция, ставшая активным участником сделок по слияниям и поглощениям. Так, компания *Alcatel* приобрела американскую *Lucent*, а *AXA* поглотила швейцарскую страховую фирму *Winterthur*. За 10 лет вплоть до 2006 г. прямые иностранные инвестиции стран — членов ОЭСР превысили 8 трлн долл. Крупнейшим инвестором при этом была Америка с общим итогом в 1,58 трлн долл. На втором месте оказались Бельгия и Люксембург, традиционно являющиеся базой для холдингов и специальных юридических лиц.

В распоряжении японских фирм находятся денежные средства и ценные бумаги, стоимость которых эквивалентна 16% ВВП Японии. В США — 5%. Доходы японских компаний на вложенный капитал составляют примерно 9%, в то время как в Европе — 14% и в США — 17%.

4. Другие аспекты развития финансовых рынков

Торговля услугами в 2006 г.

По данным ВТО, мировая торговля коммерческими услугами (транспорт, связь, финансовые и др.) выросла в 2006 г. на 11%, что примерно соответствует годовым темпам прироста за последние шесть лет. Для сравнения можно указать, что международная торговля товарами возросла на 15%. Начиная с 2003 г. темпы ее прироста стабильно опережали соответствующие показатели торговли услугами.

В распределении по странам наиболее быстро рос экспорт услуг из Индии — на 34% (до 73 млрд долл.). Импорт при этом рос еще быстрее — на 40% (до 70 млрд долл.). Крупнейшим импортером услуг являются США (307 млрд долл.). Их экспорт достигает 387 млрд долл. Мировой экспорт услуг в 2006 г. составил 2,7 трлн долл.

Пенсионные фонды

Дефицит 200 крупнейших в Великобритании пенсионных фондов в конце мая 2007 г. снизился до 4 млрд ф.ст. со 100 млрд четыре года назад. Похожая тенденция отмечается и в Америке, где суммарный дефицит 100 ведущих пенсионных планов с фиксированными выплатами, т.е. пенсионных программ, по которым участникам гарантируется фиксированная выплата либо в абсолютном выражении, либо как процент от средней заработной платы за определенное число лет, к концу 2006 г. практически исчез.

Таким образом, налицо ситуация, обратная катастрофе 2000—2002 гг. в пенсионной сфере, обусловленной резким падением фондового рынка.

Теоретически, а также согласно бухгалтерской практике пенсионные обязательства похожи на облигации. Выполнить свои обязательства пенсионные фонды могут в результате переключения с акций на облигации.

Исторически британские и американские пенсионные фонды отдавали предпочтение акциям. Вызвано это было тремя причинами. Во-первых, считалось, что в долгосрочной перспективе прибыли, дивиденды и акции будут расти вместе с инфляцией. То же самое относилось и к заработной плате, и, соответственно, пенсионным платежам. Во-вторых, при большей волатильности акции в конечном итоге обычно обеспечивали больший доход, чем облигации. В-третьих, и самое главное, если акции приносят больший доход, платежи фирм по пенсионным планам в пенсионные фонды снижаются. Какую-то часть работы при этом за них выполняет рынок. В Америке до сих пор фирмам разрешается закладывать высокий уровень дохода в пенсионные активы и затем учитывать этот доход независимо от того, получен он или нет, в текущей прибыли.

Однако в конце 1990-х гг. специалисты по страховым расчетам — актуарии, консультирующие пенсионные фонды, начали оспаривать эту логику. Доводы их сводились к тому, что поскольку пенсионные обязательства сродни облигациям, то покупка акций не может быть правильной. При этом подчеркивалось, что акционеры, приобретая акции, заинтересованы, прежде всего, в бизнесе компаний, а не игре на фондовом рынке.

Под сомнение ставилась и более высокая доходность акций по сравнению с облигациями. Объяснялось это тем, что инвесторы могут хеджировать риски фондового рынка путем покупки опционов. Если считать верным, что акции в долгосрочной перспективе всегда выгоднее облигаций, то долгосрочные опционы должны быть дешевле краткосрочных. На практике все наоборот. Вызвано это тем, что в тех редких случаях, когда акции выглядят хуже облигаций в долгосрочной перспективе, они действительно намного хуже.

Реакция пенсионных фондов на приведенные аргументы уподобилась воплю Св. Августина: «Господи, дай мне целомудрие, но не сейчас». В конце 1990-х гг. они не покупали облигации, потому что на рынке акций дела шли очень хорошо. В 2002 г. они не хотели покупать облигации, чтобы не заморозить имеющийся дефицит, поскольку облигации росли бы только вместе с пассивами.

Ситуация поменялась в самое последнее время. Так, средний британский пенсионный фонд размещал в 2006 г. в облигации 24% своих активов против 14% в 1996 г.

В других странах все иначе. В Нидерландах доля облигаций за тот же период снизилась с 60 до 39%. Новейшая тенденция здесь в поиске альтернативных инвестиций в хедж-фонды и частные акции.

Одна из причин складывающегося положения в недостатке облигаций, поскольку спрос на них подскочил после осознания того, что они идеальный актив для пенсионного фонда. Понятно также, что индексируемые в зависимости от инфляции облигации не гарантируют инвесторам защиты от всех видов риска, в частности высокой продолжительности жизни. Например, британская компания *Boots*, перешедшая на облигации сразу после кризиса интернет-компаний, ведет тяжбу через своих доверенных лиц с приобретателями ее частных акций по поводу пенсионного дефицита в 300 млн ф.ст.

Пенсионные прогнозы

Как показывает практика, не существуют какого-то оптимального уровня пенсионных активов на душу населения по отношению к ВВП. Считается, что страны с высоким коэффициентом отношения доли пожилых людей к доле работающего населения (коэффициент иждивенчества) должны активно субсидировать пенсионное обеспечение. Однако это не всегда так. Например, в Нидерландах отношение доли 65-летних к доле работающих прогнозируется в 34% к 2025 г. При этом пенсионные активы достигают 140% уровня ВВП, или 58 тыс. долл. на душу населения. Существенно хуже выглядит в будущем положение в Японии. К 2025 г. коэффициент иждивенчества достигнет 50%, причем пенсионные активы не превысят 63% ВВП, или 22 тыс. долл. на душу населения. Индия и Китай, безусловно, не имеют значительных пенсионных активов, но в этих странах ожидается значительный экономический рост. Примечательно, что в Индии, например, коэффициент иждивенчества будет на низком уровне.

Справедливость оценки валюты

Нельзя сказать, что сегодня актуальность выявления пере- и недооцененных валют стала меньше, чем когда-либо. Более того, выявление недооцененных валют просто входит в моду. Так, одним из законопроектов, внесенных в 2007 г. в американский Сенат, предлагается наказание государств, обменный курс национальной валюты которых существенно искажен. По данному законопроекту Казначейство США должно выявлять недооцененные валюты, что, в случае если соответствующие страны не примут необходимых мер, позволит американским компаниям требовать введения защитных антидемпинговых пошлин. В случае

хронической манипуляции курсами со стороны виновных стран Казначейство должно будет подать официальную жалобу в ВТО.

Законопроект со всей очевидностью направлен против Китая. Конгресс США надеется, что доказать искажений курса национальной валюты Китая будет проще, чем то, что этот курс является объектом манипуляций. Иначе говоря, выдвигается тезис о недооценке юаня.

18 июня 2007 г. о новой структуре мониторинга валютной политики государств заявил МВФ. Это организация будет отслеживать факты крупных валютных интервенций и существенного искажения валютного курса.

Вся эта деятельность основана на получившем широкое распространение предположении о том, что юань значительно недооценен по отношению к доллару. Истина же сводится к тому, что практически нет возможности определить, искажен курс данной валюты или нет, не говоря уже о масштабах искажения. Проделанные МВФ расчеты показали, что указанная недооценка находится в пределах от 0 до 50% в зависимости от методов расчета и сделанных допущений.

Существует три основных способа определения «корректной» стоимости валюты. Самый старый метод основан на теории паритета покупательной способности. Его суть сводится к тому, что в конечном итоге валютный курс приводит к выравниванию цен по всей стране. Рассчитываемый английским журналом «Экономист» индекс «Биг-Мака» представляет собой наиболее наглядный вариант использования метода. Более изощренные модели учитывают поправки на различия в производительности и душевых доходах, поскольку в странах с низкими доходами цены, как правило, ниже. По данному методу юань недооценен. Недостатком метода является то, что обещанное равновесие достигается в очень длительной перспективе, поскольку метод не принимает во внимание капитальные потоки.

Более популярное определение справедливой стоимости валюты сводится к соответствию валютного курса торговой позиции, считающейся устойчивой. Таким образом, огромное и растущее положительное сальдо текущего платежного баланса Китая рассматривается как серьезное подтверждение существенной недооценки юаня. Соответствующий подход связан с оценкой фундаментального равновесного валютного курса, т.е. валютного курса, при котором имеет место равновесие внешнего и внутреннего балансов или при котором платежный баланс, государственный бюджет, реальный сектор экономики находятся в равновесии и сочетаются с полной занятостью и низкой инфляцией (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate — FEER*). Исследования по данному методу чаще всего концентрируются только на внешней торговле Китая и предполагают наличие внутреннего равновесия,

несмотря на огромную безработицу в сельских районах. На практике положительное сальдо торгового баланса требует ревальвации, в то время как состояние внутреннего баланса — низкого валютного курса.

Данный подход имеет два недостатка. Во-первых, значительное положительное сальдо торгового баланса необязательно доказывает несправедливость дешевизны валюты. Во-вторых, представляется весьма сложным определить устойчивый уровень текущего платежного баланса в эпоху высокой мобильности капитала. Равновесная стоимость валюты находится в прямой зависимости от правильной оценки данного показателя.

Третий метод определения справедливой стоимости валюты получил наименование поведенческого равновесного валютного курса. Проблема достижения долгосрочного равновесия в экономике при этом не рассматривается. Учитываются рост производительности, чистые зарубежные активы, а также условия торговли.

На практике редко когда применяется какой-то один метод, используется целый ряд моделей одновременно. Так, компания *Morgan Stanley* использует, по крайней мере, 13 моделей. В результате рассчитанная ею справедливая цена евро по отношению к доллару находится в пределах 1,02—1,29 долл. со средним значением 1,15 долл. По всем представлениям, цена в 1,34 долл. выглядит завышенной. Слишком дорогими являются также и английский фунт, и доллары Новой Зеландии, Австралии и Канады.

Иена может быть либо переоцененной на 18%, либо недооцененной на 29%. Из 13 использованных моделей девять говорят о недооцененности данной валюты. Средний вариант указывает на 15%-ную недооцененность иены.

В отношении юаня используется четыре модели. В результате среднее значение говорит об 1%-ной недооцененности юаня к доллару. При этом другие азиатские валюты нарождающихся рынков являются сегодня переоцененными.

Таким образом, сегодня существует больше оснований говорить об искажении курса иены, а не юаня, что весьма примечательно, поскольку Япония является крупнейшим в мире нетто-кредитором и в первом квартале 2007 г. темпы роста ВВП здесь были выше, чем в Америке.

Вместе с тем следует иметь в виду, что традиционные модели оценки справедливой стоимости валют основное внимание уделяют развитию реальной экономики, в то время как сейчас главным образом из-за номинальных различий в процентных ставках больше внимания нужно уделять последствиям трансграничных инвестиционных потоков. С другой стороны, и США, и МВФ весьма субъективны при оценке степени искажения курсов национальных валют.

Прямые иностранные инвестиции

Инвестиции 30 членов ОЭСР достигли в 2006 г. 1,12 трлн долл., что на 29% больше, чем в 2005 г. Вторым по размерам инвестором в 2006 г. была Франция, ставшая активным участником сделок по слияниям и поглощениям. Так, компания *Alcatel* приобрела американскую *Lucent*, а *AXA* поглотила швейцарскую страховую фирму *Winterthur*. За 10 лет вплоть до 2006 г. прямые иностранные инвестиции стран — членов ОЭСР превысили 8 трлн долл. Крупнейшим инвестором при этом была Америка с общим итогом в 1,58 трлн долл. На втором месте оказались Бельгия и Люксембург, традиционно являющиеся базой для холдингов и специальных юридических лиц.

В распоряжении японских фирм находятся денежные средства и ценные бумаги, стоимость которых эквивалентна 16% ВВП Японии (в США — 5%). Доходы японских компаний на вложенный капитал составляют примерно 9%, в то время как в Европе — 14% и в США — 17%.

Что еще может влиять на финансовые рынки

Цена 1 Вт мощности солнечных батарей снизилась примерно с 20 долл. в 1970-е гг. до 2,7 долл. в 2004 г. Затем был отмечен некоторый рост, обусловленный нехваткой силикона. Цена 1 кВт/ч в ветроэнергетике снизилась с 2 долл. в 1970-е гг. до 5—8 центов в 2007 г., что можно сравнить с 2—4 центами на угольных ТЭС. Дальнейшие инвестиции и более активная деятельность крупных фирм, таких как *General Electric* и *BP*, будет способствовать падению указанных издержек в будущем.

Заключение

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА СЕГОДНЯ И ЗАВТРА

В июне 2006 г. номинальная стоимость кредитных дефолтных свопов достигла 20 трлн долл. Учитывая, что начиная с 2000 г. стоимость указанных инструментов ежегодно удваивалась, весьма скоро будет достигнут уровень 30 трлн долл.

До сих пор кредитные деривативы, как и все остальные производные финансовые инструменты, проявляли себя только с положительной стороны. Их взрывной рост происходил на фоне в целом благоприятных условий развития мировой экономики. Экономические трудности и падения процентных ставок были незначительны во всех отношениях. Более того, производные финансовые инструменты во многом способствовали созданию благоприятных экономических условий, снижению негативного воздействия финансовых ограничений на экономический рост.

Вместе с тем никто до сих пор не проверял возможности этих инструментов в условиях серьезного экономического кризиса и финансовых трудностей.

Понятно, что никто не хочет даже незначительных отрицательных последствий в экономике, не говоря уже о кризисах. Время покажет, насколько жизнеспособны сегодняшние методы работы на финансовых рынках. Без дальнейших исследований проблем их развития не обойтись. Более того, актуальность их изучения будет только возрастать, поскольку бурное развитие финансовых рынков, с одной стороны, является свидетельством развития мировой экономики, а с другой — дает ей дополнительные стимулы для развития. Известно также, что финансовые рынки служат практически безупречным барометром экономического состояния планеты.

Конечно, было бы неплохо, если бы исследования финансовых рынков имели своим результатом только дальнейший рост операций на них и, как следствие, стабильное развитие мировой экономики. Может, так и будет. Но ученые в состоянии объяснить главным образом то, что уже произошло или, в лучшем случае, предсказать то, что может быть. Новые инструменты, а соответственно новые возможности откроет сама жизнь, т.е. эволюция, или даже эволюционная революция мировой экономики.

События на финансовых рынках развиваются очень быстро. Первые фонды, торгуемые на биржах (*exchange-traded fund, ETF*), появились в 1990 г., и тогда это не произвело на рынок никакого эффекта. Но уже сегодня можно прогнозировать с большой долей определенности, что 2007 г. войдет в один ряд с другими важными, поворотными датами в историю развития отрасли по управлению активами. Здесь уместно вспомнить 1774 г., когда один из голландских купцов создал первый прототип взаимного фонда *Eendragt Maakt Magt*, или (по-английски) *Unity Creates Strength*, а также 1924 г., когда в Бостоне появился первый совместный фонд в том виде, в каком они известны сегодня.

Активы этих фондов, прошедших листинг на биржах США, выросли за 2006 г. почти на 40% и достигли 418 млрд долл. За первый квартал 2007 г. они возросли еще на 22 млрд долл. Доля рассматриваемых фондов на рынке постоянно возрастает. И это несмотря на то, что классические совместные фонды с активами в 10 трлн долл. в значительной мере сдерживают их развитие. В 2006 г. свыше 8% всей торговли акциями на рынке США осуществлялось через торгуемые на бирже фонды. Ожидается, что к 2011 г. в их распоряжении будет находиться 2 трлн долл. Впрочем, возможно все, в том числе спад.

Императивом развития мировой экономики становится осознание факта, что Китай и Индия быстро превращаются в мировые державы. При этом и Китай и Индия не ограничиваются стремлением достичь только экономического могущества. Правительство Китая сделало концепцию устойчивого развития национальной стратегией, а охрану окружающей среды — основополагающей политикой государства. Еще в середине 1990-х гг. было закрыто более 80 тыс. мелких предприятий, сильно загрязнявших окружающую среду, и создана экологическая инфраструктура. В начале нынешнего века поставлена задача формирования энергосберегающего экологически безопасного общества. С 1978 г. среднегодовые темпы экономического развития Китая составляют 9,4% при заметно возросшем уровне потребления населения. Вместе с тем качество окружающей среды в ряде городов страны улучшилось. В предстоящие 15 лет рост населения Китая продолжится, а ВВП учетверится, в связи с чем актуальность экологических аспектов развития страны только повысится.

Пекин сегодняшнего дня называют азиатским Лос-Анджелесом, имея в виду качество жизни, культуру, уровень экономического развития. Задача ученого в такой ситуации — анализ глубинных эффектов данной исторической трансформации, экологических и социальных последствий дальнейшего экономического роста в перенаселен-

ном мире. Как известно, если расход ресурсов биосферы на душу населения в Китае и Индии достигнет уровня, характерного для государств современной Европы, то для поддержания существования только этих двух стран потребуется еще одна планета Земля. Поиск новых путей развития экономики актуален и для других стран, особенно для США, где потребление на душу населения целого ряда товаров в 10—20 раз превышает соответствующие показатели Китая и Индии и в два раза — европейских стран. Объем импорта нефти в США в четыре раза больше, чем в Китае, хотя их население составляет лишь $^1/_4$ китайского.

В Китае и Индии проживает 40% населения планеты. В настоящее время влияние этих двух стран ощущается во всем мире. Темпы их экономического развития очень высоки. За последние 10 лет Китаю удалось удвоить ВВП. Экономическая трансформация в Индии находится на начальной стадии. Показатель ВВП на душу населения здесь составляет примерно 2,5 тыс. долл. (по сравнению с 4,6 тыс. долл. в Китае). Но развитие индийской экономики ускоряется. По оценке Дойчебанка, по темпам экономического роста Индия обгонит Китай в течение ближайших 15 лет. Китай и Индия сегодня — не только экономические, но и мировые державы, формирующие глобальную биосферу, от действий которых во многом зависит благоденствие будущих поколений людей.

Китай и Индия проявляют особую активность в сфере энергетики. Например, на ежегодном собрании Американской ассоциации ветроэнергетики в Чикаго в 2004 г. индийская компания *Suzlon* сумела затмить своим павильоном и экспонатами экспозицию *General Electric*. Отметим и попытки покупки одной из трех крупнейших китайских энергетических фирм конкурирующей американской компании.

Весьма эффективны разработки индийских информационных технологий.

В настоящее время примерно 80% компаний — поставщиков сети американских супермаркетов *Wal-Mart* являются китайскими. В середине 1990-х гг. только 6% продукции поставлялось в США из-за рубежа. Однако не стоит думать, что Китай — нечто вроде большого цеха для американских и японских транснациональных компаний. Приведем лишь один пример — приобретение в 2005 г. китайской компьютерной фирмой *Lenovo* отделения фирмы *IBM* и известной марки ноутбуков *«think pad»*.

Возросло в Китае и производство автомобилей (с 320 тыс. в 1995 г. до 2,6 млн в 2005 г.). Ожидается, что к 2015 г. страна по этому показате-

лю выйдет на первое место в мире, обогнав США и Японию. Несмотря на то что большая часть автомобилей выпускается на заводах *Volkswagen*, *General Motors* и т.д, уже появились местные конкурирующие фирмы.

К 2005 г. в Китае насчитывалось 350 млн абонентов мобильной связи (в 1996 г. их было лишь 7 млн), что вдвое больше, чем в США. В 2005 г. на Китай приходилось 26% мирового потребления стали, 32% риса, 37% хлопка и 47% цемента.

В основе экономических успехов Китая и Индии лежат не запасы полезных ископаемых, которые в расчете на душу населения весьма скромны, а многолетние инвестиции в человеческие ресурсы. Большая часть средств при этом вкладывается в развитие высшего образования. В результате имеющиеся в Китае первоклассные университеты ежегодно готовят 0,5 млн ученых и инженеров. В США этот показатель находится на уровне 60 тыс. В Индии насчитывается 2,4 млн молодых финансистов и профессиональных бухгалтеров (по сравнению с 1,8 млн в США). В Китае число молодых инженеров достигает 1,7 млн, в то время как в США — 700 тыс.

В результате в этих двух странах самые высокие в мире темпы роста среднего класса, что позволило повысить уровень жизни сотням миллионов людей.

Однако многое еще предстоит сделать. В соответствии с индексом человеческого развития Программы развития ООН, который учитывает продолжительность жизни и грамотность взрослого населения, Китай занимает 85-е место из 177 стран, а Индия — 127-е.

Почти $^2/_3$ жителей Индии и Китая проживают в сельской местности. Доходы на душу населения здесь не превышают 1 тыс. долл. в год. Беспрецедентными темпами развивается миграция в города.

Экологические последствия китайского и индийского экономического «чуда» весьма существенны. Китай располагает 8% мировых запасов пресной воды. Население почти всей северной части страны страдает из-за нехватки воды. Половина имеющихся водных ресурсов сильно загрязнена и непригодна для потребления. В Индии очистке подвергается лишь 10% сточных вод.

Серьезную проблему представляет загрязнение воздуха. В Пекине, например, авиарейсы часто задерживаются именно по этой причине. Из 20 самых загрязненных городов мира 16 находятся в Китае. В 200 городах страны воздух чрезмерно загрязнен. 30% пахотных земель подвержены воздействию кислотных дождей. Если ситуация не изменится к лучшему, экологический фактор станет главным препятствием для экономического развития и Китая, и Индии.

В течение ближайших двух десятилетий в обеих странах предполагается построить примерно по 30 АЭС. Однако элементарные расчеты показывают, что ни Китай, ни Индия к 2020 г. не смогут получать на них даже 5% необходимой им электроэнергии.

Перспективным представляется использование возобновляемых источников энергии. В Китае сосредоточено 75% мощности солнечных водонагревателей, обслуживающих 35 млн жилых домов и обеспечивающих 10% требуемой стране горячей воды. Индия занимает четвертое место в мире и первое — среди развивающихся стран по уровню развития ветроэнергетики.

В настоящее время Китай и Индия практически не зависят от импорта продовольствия. Вместе с тем проблемы в данной области связаны прежде всего с возможностью сохранения сельскохозяйственных земель. Их здесь очень мало: в Китае — 600 кв. м на душу населения, в Индии — 650 кв. м по сравнению с 1900 кв. м в США. К 2025 г. при самых благоприятных условиях эти показатели снизятся соответственно до 530 и 520 кв. м.

Экологический след

Для оценки экологического пространства, занимаемого в настоящее время человечеством, эколог М. Вакернэйджел (*M. Wackernagel*) разработал концепцию анализа «экологического следа» (*ecological footprint*). Данный анализ позволяет определить, живет ли страна по своим экологическим средствам путем сравнения ее нагрузки на собственные биоресурсы и возможностей их восстановления. С этой точки зрения США, страны Европы, Япония, Индия и Китай живут явно не по средствам. Их «экологический след» составляет от 200 до 600%. Указанные страны используют 75% биоемкости Земли, а на долю всех остальных государств мира приходится лишь 25%. В настоящее время глобальный экологический след превышает глобальную биоемкость на 20%. Эта тенденция впервые проявилась в середине 1980-х гг. и постоянно усиливается. Глобальный экологический след на душу населения в Китае и Индии соответствует 2,3 га поверхности планеты, в Японии и странах Европы — 4,5 и в США — 9,7 га.

Животноводство в глобальной перспективе

С 1961 г. по настоящее время поголовье скота в мире увеличилось на 38% (с 3,1 до 4,3 млрд голов). При этом на долю Индии приходится 185 млн голов крупного рогатого скота, или 14% мирового поголовья, а

Китая — 950 млн голов свиней, или половина имеющихся в мире. Глобальная популяция домашней птицы за тот же период увеличилась в четыре раза (с 4,2 до 17,8 млрд штук). Почти 2 млрд человек во всем мире ежедневно употребляют мясо в пищу. В животноводстве заняты около 600 млн работников. Примерно для 200 млн человек пастбищное скотоводство является единственным источником средств существования. В настоящее время 30% потребностей населения Земли в пище и сельскохозяйственном производстве удовлетворяется за счет продукции животноводства. В тропиках 250 млн голов скота используются в качестве тягловой силы, с их помощью обрабатывается 60% пахотных земель. В развивающихся странах именно скот обеспечивает 70% потребностей в удобрениях.

В 2004 г. в мире было произведено 258 млн т мяса, что на 2% больше, чем в 2003 г. С 1950 г. по настоящее время производство мяса в мире увеличилось более чем в пять раз, с 1970 г. — более чем удвоилось. Большая часть производства приходится на свинину, затем на куриное мясо и говядину.

Самыми быстрыми темпами потребление мяса растет в развивающихся странах. Ежегодное потребление его на душу населения в среднем составляет здесь 30 кг. В промышленно развитых странах данный показатель существенно выше — 80 кг. С начала 1970-х до середины 1990-х гг. потребление мяса в развивающихся странах увеличилось на 70 млн т. При этом темпы роста в них оказались почти в три раза выше, чем в промышленно развитых странах. Указанное явление получило название «животноводческой революции» по аналогии с «зеленой революцией» в 1960-е гг. К 2020 г. жители развивающихся стран будут потреблять 36 кг мяса на душу населения в год, что вдвое больше, чем в 1980-е гг. В Китае этот показатель достигнет 73 кг, или на 55% больше, чем в 1993 г. Потребление мяса возрастет даже в Африке: в 2004—2020 гг. оно должно удвоиться. Развитые страны попрежнему будут главными потребителями мяса — почти 90 кг в среднем в год на душу населения к 2020 г.

Промышленными методами сегодня в мире производится 74% мяса домашней птицы, 50% свинины, 43% говядины и 68% яиц. В настоящее время в США всего четыре компании контролируют 81% рынка говядины. *Tyson Foods* и *Pilgrim's Pride* обеспечивают 56% производства бройлерного куриного мяса. Годовые продажи *Tyson* превышают 26 млрд долл.

В настоящее время мясо приобрело статус глобализованной продукции, контролируемой ограниченным числом ТНК. В целом уровень прибыли в мясной промышленности низок. В отрасли заняты в основном иммигранты, работающие по 12 часов в день. Высок уровень

травматизма: ежегодно из-за травм и увечий страдает каждый третий занятый разделкой и упаковкой мясных продуктов.

Мясная промышленность оказывает заметное отрицательное воздействие на окружающую среду. В США 70% урожая зерновых идет на корм скоту. На те же цели в мире используется 80% соевых бобов. На корм животным поступает $^1/_3$ улова морской рыбы. Известно, что для производства на промышленных фермах 200 г говядины необходимо 25 тыс. л воды. Расход воды существенно снижается при пастбищном скотоводстве. В США на бойнях на 1 т живого веса расходуется 2—15 тыс. л воды. В Гонконге ежесуточно одна бойня генерирует 5 млн л сточных вод. Производство мяса также весьма энергоемко. Производство 1 калории говядины требует на 33% больше энергии, получаемой из расщепляемых видов топлива, чем производство 1 калории картофеля.

К загрязнению окружающей среды приводят и отходы отрасли. Навоз принято считать идеальным удобрением, но это справедливо лишь в отношении пастбищного скотоводства. Навоз с промышленных ферм обладает иным качеством. В целом же половина навоза в мире не используется, а загрязняет окружающую среду.

Именно в силу того что мясо стало глобализованным продуктом, глобальное же распространение получили такие болезни, как птичий грипп, коровье бешенство и ящур. Они могут передаваться и человеку. Промышленное разведение скота создает идеальные условия для этого.

В США объемы потребления антибиотиков в животноводстве в восемь раз превышают масштабы их применения в медицине. Антимикробные средства давались животным с пищей с 1950-х гг. В 1985—2000 гг. применение лекарств в отрасли возросло в полтора раза. В результате у животных вырабатываются бактерии, невосприимчивые к традиционным лекарствам.

Решение названных проблем видится в гуманизации животноводства, отказе от промышленного производства мяса на фермах и использования антибиотиков, пересмотре отношения людей к мясной диете. Соответствующие издержки не так уж и велики. При росте себестоимости продукции на 10% стоимость готовых продуктов питания не должна повыситься более чем на 0,5%.

Охрана экосистем пресной воды

Доля пресной воды в общем гидрологическом цикле ничтожна: менее одной сотой процента. Сегодня для удовлетворения потребностей человечества в водных ресурсах необходимы новые подходы. Речь идет

о методах, которые использовали бы преимущества функционирования экосистем, а не основывались бы на их разрушении.

На планете проживают 6,4 млрд человек. Годовой суммарный экономический продукт достигает 55 трлн долл. На ГЭС сегодня производится 19% электроэнергии. С 1950 г. по настоящее время глобальное водопотребление утроилось. Примерно 40% пищи в мире производится на 18% мировых посевных площадей, получающих воду из систем ирригации. В 1961—2001 гг. площадь орошаемых земель удвоилась. Во многих случаях русла рек углублялись и выпрямлялись, что позволяло транспортировать урожай с внутренних территорий континентов водным путем. Однако все эти достижения имели весьма высокую экологическую цену.

До 1960 г. Амударья и Сырдарья ежегодно приносили 55 млрд куб. м пресной воды в Аральское море, что было достаточным для компенсации испарения воды с его поверхности. В результате забора воды из этих рек для орошения посевов хлопка данный показатель снизился в 10 раз. Такими же темпами сокращалась и площадь моря. В 2005 г. для предотвращения полного исчезновения Аральского моря было начато строительство плотины, отделяющей его северную часть. Предполагается, что вод Сырдарьи будет достаточно для сохранения именно этой части моря.

В Пакистане за последние 60 лет водосток в дельте Инда сократился на 90%. В результате 486 тыс. га находящихся в ней сельскохозяйственных земель оказались затоплены морской водой. Пострадали также мангровые леса, обычно произрастающие в местах перемешивания пресной и морской воды. Их площадь уменьшилась на 40% (с 344 до 200 тыс. га). Именно они служили местом нереста рыбы и креветок, вылов которых приносил местным жителям 20 млн долл. в год. Кроме того, леса защищали от штормов и волн. Сегодня этот район стал источником миграции экологических беженцев.

Как относительно недавно установили ученые, изменение речного водостока по экологическому урону равносильно его истощению. Строительство плотин, другие виды антропогенного вмешательства (в частности, загрязнение нитратами) привели к нарушению речных природных ритмов. Сегодня в мировой водной среде насчитывается 146 мертвых зон, практически лишенных кислорода. Наиболее крупные зоны, площадь которых превышает 20 тыс. кв. км, находятся в Мексиканском заливе, Восточно-Китайском и Балтийском морях. Очевидно, процесс этот остановить не удастся, поскольку мировое потребление азотных удобрений с 1960 г. увеличилось в восемь раз и продолжает расти.

Решение экологических проблем водоснабжения возможно путем сохранения водосборов, как правило, на специально охраняемых территориях, устранения утечек и экологического образования населения. Наиболее успешный пример реализации такого подхода — Бостон (США), где не только были решены экологические проблемы, но и обеспечена экономия 500 млн долл. капитальных затрат на строительство дополнительных водоохранных объектов. Важно оптимизировать технологии сельскохозяйственных работ, повышая эффективность водопользования. Так, новые методы выращивания риса предполагают экономию до 50% водных ресурсов и повышение урожайности на 50—100%.

Расчеты, проводившиеся на протяжении последних 30—50 лет, показали, что естественное использование пойм рек в 60 раз выгоднее, чем сооружение плотин и реализация ирригационных проектов. При этом экономическая ценность воды при использовании пойм составляет 9,6—14,5 тыс. долл. на 1 куб. м, в то время как в результате реализации проектов ирригации эта стоимость падает до 26—40 долл.

За последние 10 лет экономический ущерб от природных катастроф составил 566,8 млрд долл., что существенно выше, чем в 1950—1989 гг. При этом число крупных катастроф возросло в четыре раза. Катастрофы стали более разрушительными исключительно в результате антропогенной деятельности. Обратить вспять данную тенденцию может возврат к использованию природных экосистем, что потребует их восстановления.

Альтернативные источники энергии

Еще в 1925 г. Г. Форд произнес особенно актуальную сегодня фразу о том, что топливо содержится в каждой частице растения, способного к ферментации. Ряд ранних автомобилей Форда и других автопроизводителей потреблял биотопливо, например, смесь этанола и бензина в двигателях с искровым зажиганием или смесь арахисового и конопляного масел в компрессионных двигателях Р. Дизеля. Спустя 80 лет времена биотоплива, похоже, возвращаются.

Биотопливо получают из сахарного тростника, бобов сои, а также других возобновляемых видов сырья. Наиболее широко используются этанол и биодизельное топливо. На этанол приходится 90% всего мирового производства биотоплива. Примерно $^1/_4$ мирового производства этанола применяется для приготовления алкогольных напитков или в промышленных целях — для изготовления растворителей, дезинфицирующих средств и т.д. Все остальное служит транспортным топли-

вом. Биодизельное топливо получается из масел растений и используется главным образом на транспорте и в небольших объемах — для отопления.

Начиная с 2000 г. мировое производство этилового спирта более чем удвоилось, а биодизельного топлива — утроилось. К 2004 г. на два указанных вида биотоплива приходилось 2% мирового производства топлива для транспортных средств. С 1980 г. лидером в области биотоплива выступает Бразилия. Она производит 37% этанола в мире, что в 2004 г. позволило обеспечить 40% общего объема потребления топлива недизельными двигателями в стране.

Перспективы следующих поколений биотоплива еще более многообещающие. Целлюлозный этанол и конструкционное дизельное топливо могут быть получены из многих видов материалов, например, стеблей зерновых, соломы, бумаги, донных осадков канализационных стоков и муниципальных отходов. При этом экологические и экономические издержки существенно снизятся по сравнению с производством современных видов биотоплива.

Этанол получают в процессе ферментации сахара, содержащегося в растениях, в частности в сахарном тростнике. Если речь идет о зерновых и других крахмалосодержащих видах сырья, крахмал перед ферментацией первоначально должен быть переработан в сахар. Этанол смешивают с бензином в небольших концентрациях и используют в традиционных бензиновых двигателях. Другой вариант — применение в модифицированных двигателях при более высоких (на 10—20%) концентрациях.

В качестве альтернативы нефти этанол относительно широко использовался в периоды войн. Например, в США пик его производства был достигнут в 1944 г. (2,3 млрд л). После окончания Второй мировой войны с началом поставок дешевой нефти производство этилового спирта в стране сократилось.

В Бразилии в 1975 г. после первого нефтяного кризиса начала 1970-х гг. была принята «проалкогольная» программа (*Proalcohol*) расширения сети спиртовых заводов. В середине 1980-х гг. на долю автомобилей, использовавших этанол, приходилось 96% общего объема их продаж. В 1990-е гг. после падения цен на нефть и автомобильная промышленность, и перегонные производства осуществили перестройку. Автомобили могли ездить на смешанном топливе, а заводы выпускали либо сахар, либо спирт. Сегодня 100%-ный спирт стоит в Бразилии на 40% дешевле смеси спирта и бензина. В чистом виде бензин не продается. Благодаря снижению импорта нефти с начала 1970-х гг. Бразилия сэкономила 50 млрд долл., что в 10 раз больше

суммы субсидий, стимулирующих потребление биотоплива. Кроме того, в сельской местности было создано более 1 млн рабочих мест.

На США приходится 33% производства этанола в мире и 2% рынка биодизельного топлива. В стране на этаноловой смеси ездят 4 млн автомобилей. Этанол в США конкурентоспособен при цене на нефть выше 55 долл./барр.

Современное биодизельное топливо представляет собой смесь растительного масла со спиртом в пропорции 80 : 20 в присутствии катализатора. Данное топливо производится главным образом в Европе (95%). При этом используется рапсовое и подсолнечное масла. Основной производитель — Германия, обеспечивающая половину объемов выпуска, а остальное приходится на Францию и Италию. В Бразилии и США для получения биодизельного топлива используется соя. Его производство в США резко возросло (с 1,9 млн л в 1999 г. до 95 млн л в 2004 г.). Этанол применяется также в качестве топлива для небольших самолетов, биодизельное топливо — на морском транспорте.

В настоящее время объемы международной торговли биотопливом невелики, что обусловлено высокими таможенными тарифами, установленными для защиты собственного производства. В международной торговле участвует примерно 10% производства биотоплива. При этом на долю Бразилии приходится половина данного объема. Нефтяное топливо перемещается по миру свободно и в огромных масштабах (примерно 2,79 трлн л в год). При этом таможенные тарифы практически отсутствуют. Объем международной торговли биотопливом существенно меньше — 5 млрд л.

В настоящее время уровень налогообложения в нефтяной промышленности США составляет 11% по сравнению с 19% в других отраслях. Кроме того, ежегодные правительственные субсидии на бензин для легковых автомобилей превышают 110 млрд долл.

В течение ближайших 15 лет крупнейшие производители (Бразилия, США, страны — члены ЕС и Китай) намерены удвоить производство биотоплива. К 2030 г. биодизельное топливо и этанол смогут заместить в США 25—50% топлива на основе нефти. Теоретически к 2050 г. человечество способно обеспечить необходимое количество биомассы для удовлетворения потребностей в транспортном топливе в глобальном масштабе.

Развитие нанотехнологий

В 2004 г. на НИОКР в области нанотехнологий в мире потрачено 10 млрд долл. Соответствующие исследования осуществляются

60 странами. С 2001 г. по программе Правительства США «Национальная нанотехнологическая инициатива» на указанные цели израсходовано 5 млрд долл. Это самый крупный государственный научный проект современности.

В мире в сфере нанотехнологий работают 1,2 тыс. компаний, из которых половина находится в США. Еще в 2000 г. *IBM* была единственной крупной корпорацией, финансирующей нанотехнологические проекты. Сегодня практически все фирмы, перечисленные в *Fortune* 500, инвестируют в нанотехнологические НИОКР. По оценке, к 2015 г. рынок нанотехнологий по объему превысит 1 трлн долл. К 2014 г. производство продукции, в которой воплощены достижения нанотехнологий, достигнет 2,6 трлн долл., т.е. 15% выпуска продукции обрабатывающей промышленности. Это в 10 раз больше объемов производства биотехнологической продукции и равно суммарной продукции информационной и телекоммуникационной отраслей промышленности в стоимостном выражении.

Нанотехнологии рассматриваются в качестве базиса для создания новых технологий, что позволит полностью преобразовать методы работы во всех основных секторах промышленности. Вместе с тем нанотехнологии имеют и негативные последствия в виде загрязнения среды наночастицами, возможного нарушения сложившихся моделей торговли, сокращения занятости.

Нанотехнология — это совокупность методов манипуляции веществом на наноуровне. Нанометр (нм) (от греч. *nanos* — карлик) равен одной миллиардной метра. Расположенные в ряд 10 атомов водорода составляют 1 нм. Молекула ДНК равна 2,5 нм, клетка крови в диаметре — 5 тыс. нм, толщина человеческого волоса — примерно 80 тыс. нм. Для человеческого глаза все предметы на наноуровне невидимы. Их можно увидеть только с помощью супермощных микроскопов.

Сырьем для нанотехнологий являются элементы периодической таблицы. Свойства вещества на наноуровне, где действуют законы квантовой физики, резко меняются. Так, углерод в виде графита — мягкий и тягучий, а на наноуровне он становится тверже стали и в шесть раз легче. Оксид цинка обычно белый и светонепроницаемый, а на наноуровне — прозрачный. На наноуровне алюминий может воспламеняться и служить топливом для ракетных двигателей, а медь можно растянуть в 50 раз.

В настоящее время наночастицы используются во многих областях — начиная от производства стойких красителей и не пачкающейся одежды до поглощающих запахи носков и самоочищающихся окон, а также специальных покрытий стен, защищающих от граффити. И это только начало. Вместе с тем потенциальные опасности применения

нанотехнологий изучаются пока недостаточно. Так, в упомянутой программе США на исследование экологических и прочих рисков, связанных с нанотехнологиями, выделено только 38,5 млн долл., или 4% ее бюджета.

Химическое загрязнение

Жители г. Каанаак в Гренландии оказались жертвами самого сильного химического загрязнения на планете. Содержание ртути в крови здесь в 12 раз превышает рекомендованный американскими нормами уровень. В этом городе нет вредных производств. Причина такого высокого содержания ртути в крови — употребление в пищу рыбы и морепродуктов, которыми питаются местные жители (в основном инуиты — эскимосы). Но Арктика является экологическим барометром планеты. Если загрязнена Арктика, загрязнено все человечество. Примерно у половины (44%) детей во Франции и 630 тыс. рождающихся каждый год в США — повышенный уровень содержания ртути в крови.

Загрязнение ртутью — серьезная экономическая проблема для тех, кто профессионально занят рыболовством. В 2000 г. мировой импорт рыбы составил 60 млрд долл. Вместе с тем продажи консервов тунца в США снизились на 10% за год, после того как федеральное правительство выпустило новые рекомендации о допустимых концентрациях ртути в мясе рыбы в марте 2004 г. В абсолютном выражении потери составили 150 млн долл.

Ежегодно в атмосферу выбрасывается примерно 6,5 тыс. т ртути. Поскольку ртуть не разлагается, она накапливается в различных элементах окружающей среды и способна оказать отравляющее действие на пищевые цепочки. Наиболее крупный источник загрязнения ртутью — сжигание угля на ТЭС.

Примерно 3—4 тыс. т ртути в год применяются при производстве различных видов продукции и в технологических процессах. Чаще всего ртуть используется в аккумуляторных батареях, в производстве хлора и щелочи, золотодобыче. На долю указанных трех отраслей приходится $^2/_3$ ее общего потребления. В экономике США обращается 3 тыс. т ртути. Всего в мире в термостатах, градусниках, зубных пломбах и т.д. содержится 20—30 тыс. т этого вещества.

В 1960—2000 гг. спрос на ртуть в мире сократился с 9 до 4 тыс. т в год. При этом цена на нее упала до 5% исторического максимума (4—5 долл. за кг). Однако к 2005 г., очевидно, под влиянием спекулянтов ее цена выросла до 25 долл. за 1 кг. Экспортерами ртути выступают Европа и США, а основными импортерами — Китай и Индия. Сегодня она используется главным образом в развивающихся странах.

Природные катастрофы и локальные конфликты

С 2000 г. в мире ежегодно регистрируется 387 природных катастроф. По мере глобального потепления следует ожидать дальнейшего увеличения их числа и масштабов.

Существует определенная зависимость природных катастроф и конфликтов. Например, засухи редко приводят к установлению мира, в то время как острота конфликтов явно снижается при наводнениях и землетрясениях. На страны с низким уровнем развития человеческого потенциала приходится 53% смертей из-за катастроф, при том что в них проживает лишь 11% населения планеты.

Последствия катастроф носят, как правило, дискриминационный характер. Например, ущерб от землетрясения в Сальвадоре в 2001 г. составил 2 млрд долл., или 15% ВВП страны. Нередко люди из пострадавших регионов при переселении в другие районы сталкиваются с враждебным отношением к ним со стороны местных жителей и рассматриваются ими как конкуренты в борьбе за землю, работу и т.п. В целом природные катастрофы могут привести к возникновению уникальных ситуаций, когда политические решения и экономическая помощь в состоянии как активизировать миротворческие усилия, так и углубить существующие противоречия и внутри страны, и между государствами.

Международная торговля и устойчивое развитие

В ноябре 2001 г. в Дохе был начат очередной раунд переговоров в рамках ВТО о дальнейшем совершенствовании международной торговли. Этот раунд предполагает помимо прочего выработку торгово-политических мер по стимулированию устойчивого развития. До настоящего времени ощутимых результатов в данной области достигнуто не было. Более того, можно даже сделать вывод: для позитивных сдвигов потребуются беспрецедентные усилия. Сегодня регуляторы в области охраны окружающей среды в принципе могут использоваться для ограничения допуска иностранных товаров на национальные рынки исходя из технологий их производства.

Требуют решения вопросы рыболовства, лесной промышленности и сельского хозяйства. Камнем преткновения выступают субсидии, предоставляемые практически всеми правительствами. Так, масштабы ежегодного субсидирования странами ОЭСР их сельского хозяйства достигают 300 млрд долл. Основываясь на статистических данных, можно констатировать, что структуры ВТО еще не обеспечивают достижение целей устойчивого развития.

Роль корпораций в обеспечении устойчивого развития

В данной области имеется немало положительных примеров. К 2005 г. фирма «3М» реализовала 5,6 тыс. проектов, позволивших сократить выбросы загрязняющих веществ на миллионы тонн и таким образом сэкономить почти 1 млрд долл. Компании, проводящие ответственную экологическую политику, имеют возможность приглашать на работу наиболее квалифицированный персонал. Повысить экологическую сознательность корпораций могут банки и страховые компании, оказывая на них давление, например при рассмотрении вопросов о предоставлении кредита. Стимулом также является освоение новых рынков.

Так, в течение ближайших пяти лет *General Electric* планирует инвестировать в НИОКР по созданию экологически чистых технологий 1,5 млрд долл. в год. К 2012 г. компания намерена уменьшить выбросы парниковых газов на 1%. К 2010 г. на продажах экологически чистой продукции она рассчитывает заработать 20 млрд долл.

Сегодня речь должна идти уже не столько об уменьшении выбросов загрязняющих веществ, сколько об экоэффективности, т.е. о перепроектировании товаров и производственных процессов с учетом требований охраны природы.

Например, в текстильной промышленности это может означать замену красителей на экологически безвредные и т.п. Компания *Fuji Xerox* к 2003 г. обеспечила вторичное использование 54% компонентов новой копировальной техники. Более того, при переработке остальных компонентов отходов стало существенно меньше. Компания *Nike* стремится создать нетоксичные рециркулируемые кроссовки.

Примером экоэффективности становится компания *Interface Carpet*. С 1996 г. потребление энергии на ее предприятиях было снижено на 28%, выбросы парниковых газов — на 46%, количество твердых отходов — на 63%. При этом был разработан целый ряд рециркулируемых и способных к компостированию тканей. В течение ближайших 10 лет поставлена задача снизить энергопотребление наполовину, а вторую половину получать на основе возобновляемых источников энергии, уменьшить объем отходов также наполовину и увеличить долю вторичного использования сырья до 50%.

Если бы американским корпорациям пришлось оплатить все внешние издержки, возникшие по их вине, в виде травм на производстве, медицинских расходов вследствие выпуска небезопасной продукции, а также затрат на здравоохранение из-за загрязнения окружающей среды, то в 1995 г. их величина достигла бы 3,5 трлн долл., что в четыре раза больше прибыли, полученной ими в том же году. Один магазин *Wal-Mart* с числом занятых 200 человек может обходиться на-

логоплательщикам в США в 420 тыс. долл. в год из-за его потребностей в федеральной помощи малооплачиваемым сотрудникам. В настоящее время 40 млн человек в мире работают в зонах свободной торговли, где предприниматели практически полностью освобождены от бремени указанных издержек.

Ежегодно бизнес получает субсидий на сумму 1 трлн долл. Составляя 4% мирового валового продукта, субсидии поддерживают развитие наиболее вредных для окружающей среды отраслей — сельского хозяйства, энергетики, транспорта, горнодобывающей и обрабатывающей промышленности. По оценке МБРР, отказ от субсидий в энергетику в глобальном масштабе способствовал бы снижению выбросов углерода на 21%.

В 2004 г. бизнес в США израсходовал 1 млрд долл. на поддержку политических партий и еще 2 млрд долл. — на лоббирование своих интересов. В то же время в общем объеме капиталовложений в стране на долю социально ответственных инвестиций приходится только $^1/_9$.

Сегодня в мире насчитывается 26 тыс. неправительственных организаций (НПО). В 2000 г. одна из них — *Environmental Defense* — призвала компанию *FedEx* уменьшить выбросы загрязняющих веществ ее транспортным парком. Компания согласилась, и результат оказался впечатляющим. Но бывает и наоборот. Так, компания *Chiquita Banana* обратилась к *Rainforest Alliance* с просьбой оказать содействие по сертификации ее деятельности с точки зрения экологической и социальной ответственности.

В 2000 г. *Rainforest Action Network* предложила крупнейшему банковскому холдингу *Citigroup* проводить зеленую политику при кредитовании клиентуры. После трех лет сопротивления согласие было получено. Затем к проведению аналогичной политики под давлением той же НПО присоединились *Bank of America* и *JP Morgan Chase*. Это серьезная победа, поскольку три указанных банка обладают активами на сумму почти 4 трлн долл. *JP Morgan Chase* согласился, в частности, отказаться от кредитования проектов в экологически чувствительных экосистемах и требовать обязательного проведения экологической экспертизы при реализации проектов стоимостью свыше 50 млн долл.

Примером жесткого сопротивления и отказа от сотрудничества с НПО служат нефтяные компании. Так, *ExxonMobil* ведет себя подобным образом уже более четырех лет.

В 2004 г. 1,7 тыс. компаний выпустили доклады о своей социальной и экологической деятельности. В 1990-е гг. такие доклады не готовила ни одна компания.

В июне 2006 г. номинальная стоимость кредитных дефолтных свопов достигла 20 трлн долл. Учитывая, что начиная с 2000 г. стоимость

указанных инструментов ежегодно удваивалась, весьма скоро будет достигнут уровень 30 трлн долл.

До сих пор кредитные деривативы, как и все остальные производные финансовые инструменты, проявляли себя только с положительной стороны. Их взрывной рост происходил на фоне в целом благоприятных условий развития мировой экономики. Экономические трудности и падения процентных ставок были незначительны во всех отношениях. Более того, производные финансовые инструменты во многом способствовали созданию этих благоприятных экономических условий, снижению негативного воздействия финансовых ограничений на экономический рост.

Вместе с тем никто до сих пор не проверял возможности этих инструментов в условиях серьезного экономического кризиса и финансовых трудностей.

Конечно, никто не хочет ни кризисов, ни незначительных отрицательных последствий в экономике. Время покажет, насколько сегодняшние методы работы на финансовых рынках жизнеспособны. Без дальнейших исследований проблем их развития не обойтись. Более того, актуальность их изучения будет только возрастать, поскольку бурное развитие финансовых рынков, с одной стороны, является свидетельством развития мировой экономики, с другой — дает ей дополнительные стимулы для развития. Известно также, что финансовые рынки служат практически безупречным барометром экономического состояния планеты.

Было бы неплохо, если бы исследования финансовых рынков имели своим результатом только дальнейший рост операций на них и, как следствие, стабильное развитие мировой экономики. Может, так и будет. Но скорее ученые в состоянии объяснить главным образом то, что уже произошло или, в лучшем случае, предсказать, что может быть. Новые инструменты, а соответственно новые возможности откроет сама жизнь, т.е. эволюция, или даже эволюционная революция мировой экономики.

События на финансовых рынках развиваются очень быстро. Первые фонды, торгуемые на биржах (*exchange-traded fund — ETF*), появились в 1990 г., и тогда это не произвело на рынок никакого эффекта. Но уже сегодня можно прогнозировать с большой долей определенности, что 2007 г. войдет в ряд других важных, поворотных дат в истории развития отрасли по управлению активами. Здесь уместно напомнить 1774 г., когда одним из голландских купцов был создан первый прототип взаимного фонда *Eendragt Maakt Magt* или, по-английски, *Unity Creates Strength*, а также 1924 г., когда в Бостоне появился первый совместный фонд в том виде, в каком они известны сегодня.

Активы таких фондов, прошедших листинг на биржах США, выросли за 2006 г. почти на 40% и достигли 418 млрд долл. За первый квартал 2007 г. они возросли еще на 22 млрд долл. Доля рассматриваемых фондов на рынке постоянно возрастает. И это несмотря на то, что классические совместные фонды с активами 10 трлн долл. в значительной мере сдерживают их развитие. В 2006 г. свыше 8% всей торговли акциями на рынке США осуществлялось через торгуемые на бирже фонды. Ожидается, что к 2011 г. в их распоряжении будет находиться 2 трлн долл. Впрочем, возможно все, в том числе спад.

Об авторе



Александр Суэтин на протяжении многих лет занят научной и преподавательской деятельностью. Сегодня он один из ведущих специалистов по международным валютно-кредитным отношениям, финансовому рынку, денежному обращению, банкам, вопросам противодействия отмыванию грязных денег.

Выпускник МГИМО (1974), доктор экономических наук (1992, МГУ), профессор.

Блестящий лектор, автор книг, телевизионный обозреватель. Принадлежит к поколению, становление которого приходилось на середину 1970-х годов. Меняя направления научной деятельности, сохранил верность себе.

В свободное от компьютера время — спортсмен. Увлекается игрой на гитаре, любит классическую музыку и хорошую литературу.

Учебное издание

Суэтин Александр Алексеевич

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

Учебник

Редактор *О. В. Баканова*
Корректор *О. В. Мехоношина*
Оформление переплета *А. Л. Бондаренко*
Художественный редактор *И. В. Каверзнева*
Компьютерная верстка *А. Д. Деевой*

Подписано в печать 07.12.2007. Формат 60 × 90$^{1}/_{16}$.
Гарнитура Ньютон. Печать офсетная. Усл.-печ. л. 37,0.
Тираж 3000 экз. Заказ № 2702.

Издательство «Экономистъ»
105187, Москва, Щербаковская ул., д. 50/52
Тел.: (495) 234-8319

Отпечатано с готовых диапозитивов
в ОАО «Можайский полиграфкомбинат»
143200, г. Можайск, ул. Мира, 93

Книги издательства «Экономистъ» можно купить:

В книготорговом объединении «Юристъ — Гардарика»:

105082, Москва, ул. Ф. Энгельса, 75, стр. 10 (ст. метро «Бауманская»)

Телефоны: (495) 797-9081, 797-9082, 797-9083, 797-9084
363-0634, 363-0635, 363-0636

Адрес электронной почты: secret@u-g.ru

Интернет-магазин «Юристъ — Гардарика»: http://www.u-g.ru

Оптовый отдел,
«Книга — почтой» — с 9.00 до 18.00, выходные — суббота, воскресенье
Розничный магазин — с 10.30 до 20.00 (понедельник — суббота)
с 10.00 до 16.00 (воскресенье)

В книготорговом объединении «АкадемикА»:

117997, Москва, ул. Профсоюзная, д. 90

Телефоны: (495) 334-7250, 334-8998

Факс: 8-499-724-39-76

E-mail: svmash@maik.ru; akademika@maik.ru

Наши партнеры

Ф Книжные магазины Москвы:

- ООО Торговый Дом «Библио-Глобус»
  101861, Москва, ул. Мясницкая, д. 6. Тел.: (495) 781-1900
- «Московский Дом Книги»
  121019, Москва, ул. Новый Арбат, д. 8. Тел.: (495) 789-3591
- ТДК «Москва»
  103009, Москва, ул. Тверская, д. 8, стр. 1. Тел.: (495) 629-6483
- Дом книги «Молодая гвардия»
  119180, г. Москва, ул. Б. Полянка, д. 28. Тел.: (495) 238-5083
- «Дом деловой книги»
  109147, Москва, ул. Марксистская, д. 9. Тел.: (495) 270-5420
- «Дом книги на Ладожской»
  105005, Москва, ул. Ладожская, д. 8. Тел.: (495) 267-0302
- «Дом книги в Медведково»
  127282, Москва, Заревый пр-д, д. 12. Тел.: (495) 478-4897
- «Дом педагогической книги»
  103837, Москва, ул. Б. Дмитровка, 7/5, стр. 1. Тел.: (495) 229-4392

Ф Книжные магазины других городов России:

- *Екатеринбург* • Дом книги • ул. Антона Велека, д. 12. Тел.: (343) 359-4104
- *Владивосток* • Приморский торговый Дом книги
  ул. Светланская, д. 43. Тел. (4232) 23-4378, 22-4441
- *Волгоград* • Магазин «Либрис» • ул. Мира, д. 15. Тел.: (8442) 40-5589
- *Иркутск* • Магазин «ПродаЛитЪ» • ул. Байкальская, д. 172. Тел.: (3952) 57-3070
- *Казань* • Магазин«Дом книги»
  ул. Гвардейская, д. 9а. Тел.: (8432) 76-2782, 76-3455
- *Нижний Новгород* • Дом Книги • ул. 50 лет Победы, д. 6/2. Тел.: (8312) 74-0129
- *Новосибирск* • Магазин «Сибирский Дом Книги»
  Красный пр-т, д. 153. Тел.: (383) 226-6239
- *Оренбург* • Центральный Дом книги • ул. Туркестанская, д. 23. Тел.: (3532) 71-1806
- *Псков* • Магазин «Святогор» • Октябрьский пр-т, д. 36. Тел.: (8112) 72-4485
- *Ростов-на-Дону* • Магазин «Магистр универсальный»
  ул. Б. Садовая, д. 67. Тел.: (863) 299-9896, 299-9852
- *Рязань* • ТД «Барс» • Московское ш., д. 5а. Тел.: (4912) 34-7568
- *Самара* • Магазин «Чакона» • ул. Чкалова, д.100. Тел.: (846) 242-9630
- *Санкт-Петербург* • Магазин деловой литературы
  Лиговский пр-т, д. 99. Тел.: (812) 764-5069
- *Санкт-Петербург* • Магазин деловой литературы «Профи»
  пр. Обуховской обороны, д. 105. Тел.: (812) 265-4138
- *Санкт-Петербург* • Санкт-Петербургский Дом книги
  Невский пр-т, д. 62. Тел.: (812) 449-2875
- *Тольятти* • Центральный дом книги
  ул. Ленинградская, д. 55. Тел.: (8482) 28-3768
- *Ульяновск* • Центральный Дом Книги
  ул. Железной Дивизии, д. 6. Тел.: (8312) 74-0129
- *Уфа* • Магазин «Белая река» • ул. Ленина, д. 24. Тел.: (3472) 52-1033, 28-6211
- *Челябинск* • Магазин «Книги для Вас» • ул. Кирова, д. 1. Тел.: (351) 790-9565

издательство
ЭКОНОМИСТЪ

С. В. Иванова

Всемирная торговая организация

Учебное пособие

Гриф Учебно-методического объединения

М.: Экономистъ, 2007. Переплет. 318 с.
ISBN 978-5-98118-206-8

Рассматриваются основные факторы и тенденции развития ГАТТ-ВТО. Логика изложения определена нормативно-правовой базой организации, выявлением возможностей защиты национального рынка от глобальной конкуренции на основе правил ВТО, характеристикой переговорных позиций России.

Пособие является учебно-методическим комплексом, включающим базовый и раздаточный материалы, контрольные тесты и ситуации. Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических вузов.



Оптовая и розничная торговля:
Книготорговое объединение «Юристъ-Гардарика»
105082, г. Москва, ул. Ф. Энгельса, д. 75, стр. 10 (ст. метро «Бауманская»)
Телефоны: (495) 797-9081, 797-9082, 797-9083, 797-9084
Телефон/факс: (495) 363-0634, 363-0635, 363-0636
Адрес электронной почты: secret@u-g.ru
Интернет-магазин «Юристъ-Гардарика»: http://www.u-g.ru

Книготорговое объединение «АкадемикА»
117997, г. Москва, ул. Профсоюзная, д. 90
Телефоны: (495) 334-7250, 334-8998
Факс: 8-499-724-3976
Адрес электронной почты: svmash@maik.ru; akademika@maik.ru

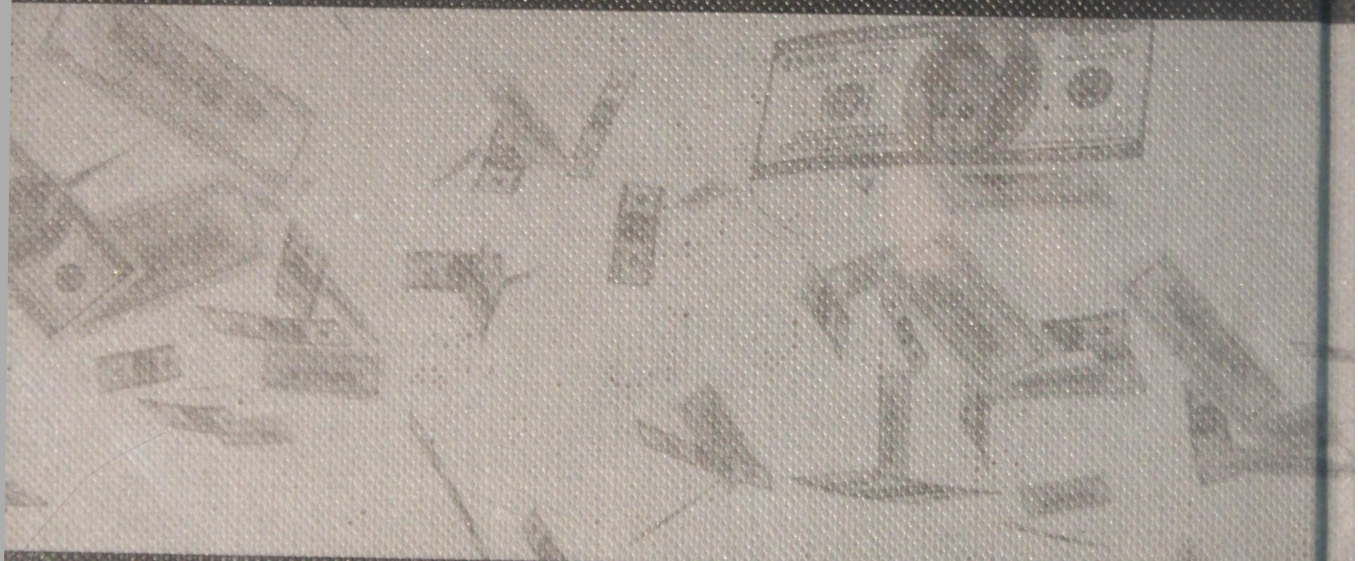


HOMO FABER

А.А. Суэтин

ДОМ КНИГИ
"МОЛОДАЯ ГВАРДИЯ"
Суэтин А.А. Финансовые
ISBN978-5-98118-221-1
2000 N
2641000
Цена: 426 р.

Финансовые рынки в мировой экономике



9 785981 182211