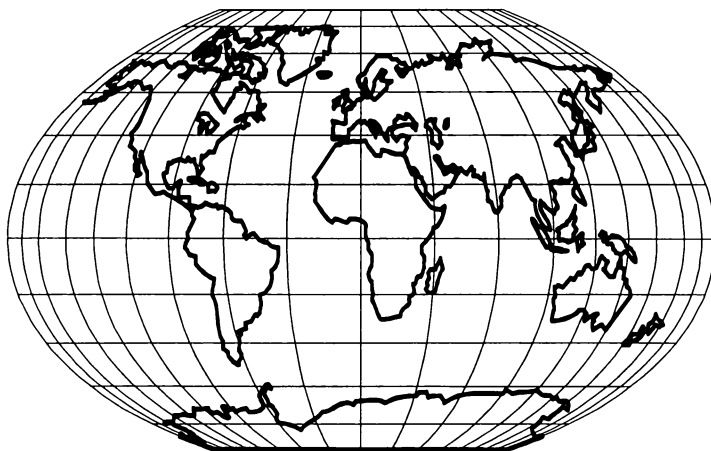


МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ



Максимо В. Энг
Фрэнсис А. Лис
Лоуренс Дж. Мауер

Мировые финансы



Global Finance

Maximo V. Eng
Francis A. Lees
Laurance J. Mauer

St. John's University

 HarperCollins *College Publishers*

Мировые финансы

Максимо В. Энг
Фрэнсис А. Лис
Лоуренс Дж. Мауер

Университет Сент Джон

Перевод с английского

Москва
"Издательско-консалтинговая компания **"DeKA"**
1998

УДК 339.7.01
ББК 65.268
Э62

Авторы: **Максимо В. Энг**
Фрэнсис А. Лис
Лоуренс Дж. Мауер

Перевод с английского:
Войцеховская Татьяна Андреевна
Макушин Михаил Викторович
Питателева Елена Валерьевна

Научное редактирование перевода:
Егоров Сергей Ефимович, д.э.н., профессор
Мильтнер Борис Захарович, д.э.н., профессор
Питателев Валерий Александрович, д.э.н., профессор
Хандруев Александр Андреевич, д.э.н., профессор

Проект по подготовке и изданию книг по технологии инвестиционной, финансовой и банковской деятельности осуществляется Издательско-консалтинговой компанией «ДеКА» совместно с «Госинкор—Холдинг».

*Председатель Государственной инвестиционной корпорации,
Председатель Совета Ассоциации «Госинкор—Холдинг»,
академик политологии*

Ю. В. Петров

*Генеральный директор Издательско-консалтинговой
компании «ДеКА», член экспертного совета
при Правительстве РФ, д.э.н., проф.*

В. А. Питателев

Опубликовано по соглашению с компанией "Addison Wesley Longman"

Все права защищены! Ни одна часть данной книги не может быть опубликована, воспроизведена или размножена любым другим способом без разрешения владельца авторских прав.

ISBN 5-89645-004-4 (рус.)
ISBN 0-673-46948-4 (англ.)

Copyright © HarperCollins College Publishers, 1995.
© Издательско-консалтинговая компания «ДеКА», 1998.



ОБРАЩЕНИЕ К ЧИТАТЕЛЯМ КНИГИ «МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ»

Уважаемые читатели!

Книга, которую Вы держите в руках, несомненно, заинтересовала Вас уже своим названием. Мировая экономическая среда перестала быть теоретическим понятием с тех пор, как рухнул железный занавес, скрывавший искусственность принципов построения «всеобщего благоденствия» в отдельно взятой стране. Сегодня проблемы интеграции России в мировую финансовую систему как никогда актуальны. Цивилизованному, качественному их решению призван помочь опыт ведущих специалистов, работающих в финансовых организациях, крупнейших мировых банках, правительственных учреждениях и компаниях мира. Его обобщение и анализ, проведенный известными американскими авторами Максимо В. Энз, Фрэнсис А. Лис и Лоуренс Дж. Мацер, позволят читателям рассмотреть системно актуальные проблемы, которые важны и практически необходимы для дальнейшего развития финансовой и банковской системы России и ее интеграции в мировую.

Выбор решения этих проблем за Вами.

Первый заместитель
Председателя Банка России

С. В. Алексашенко

ОТ ИЗДАТЕЛЯ

Специалисту сегодня невозможно понять и оценить современные события, тенденции на макро- и микроуровнях развития экономики, состояние рынка, если он не имеет хорошей подготовки в области мировых финансов. Нельзя не согласиться с авторами данной книги, утверждающими, что «...финансы — это тот “клей”, который соединяет много разнообразных внутренних и международных видов деятельности и процессов. Поэтому читатель “совершит путешествие” во многие страны и найдет иллюстрацию этих процессов и видов деятельности». Авторы интегрировали финансовую деятельность, тенденции и новшества в единое целое. Основное внимание уделяется ключевым концепциям, аналитическому подходу и практическому применению.

Данную книгу характеризуют следующие достоинства и преимущества:

- энциклопедична по содержанию, что определяется комплексностью, глубиной и большим историческим отрезком рассмотрения всех видов и аспектов финансовой деятельности;
- по всем разделам книги дается фактическая информация, предоставленная более 60 финансовыми организациями, крупнейшими мировыми банками, правительственными учреждениями, компаниями и отдельными специалистами;
- подобная комплексная книга по мировым финансам последние 15—20 лет не издавалась и в настоящее время на рынке специализированной книжной продукции отсутствует;
- по каждой теме или вопросу показаны актуальность и практическая значимость;
- раскрываются содержание и сущность основного понятийного аппарата, категорий и показателей, характеризующих рассматриваемую проблему;
- обеспечивается современная подача вводного материала и анализа финансовых концепций; систематически используются таблицы и данные, делающие эти концепции понятными для читателя; рассматриваются дискуссионные, не устоявшиеся и развивающиеся вопросы;
- анализируются практические проблемы по каждой теме и отношение к ним авторов и других специалистов; все это сопровождается большим числом рамочных иллюстраций по управленческой практике, реальным мировым проблемам;
- суть темы или вопроса излагается системно в обучающем стиле, показываются внутренние взаимосвязи; при необходимости излагаются методология и методика проведения расчетов, анализа и принятия решения;
- приводятся многочисленные примеры и короткие иллюстрации ко многим принципам и концепциям;
- по ходу изложения используется большое количество вопросов и коротких проблемных задач; на вопросы, поставленные к каждой главе, даны ответы;
- материал в книге изложен системно, логично, простым языком и лаконично, с использованием самых современных и оригинальных форм расположения и подачи материала, что обеспечивает концентрацию внимания на важнейших вопросах, а также удобен для восприятия.

Книга предназначена для использования как средним и высшим звеном управления банка, кредитными, финансовыми, аудиторскими и консалтинговыми организациями, так и специалистами-практиками кредитно-инвестиционной и финансовой сферы деятельности, рынка ценных бумаг, а также преподавателями, студентами, научными сотрудниками высших и средних учебных заведений.

Надеемся на всесторонний интерес читателей к изучению проблем развития мировых финансов и использованию этого опыта в своей практической деятельности.

**Издательско-консалтинговая
компания «ДеКА»**

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

Часть I. Мировая финансовая среда

Глава 1. Мировые финансы и мировая экономическая среда	2
Глава 2. Мировая денежная система	20
Глава 3. Анализ платежного баланса	52

Часть II. Международные финансовые рынки

Глава 4. Валютный рынок	81
Глава 5. Валютные фьючерсы, опционы и свопы	123
Глава 6. Рынок евровалюты и оффшорные банки	144
Глава 7. Рынок международных облигаций	187
Глава 8. Важнейшие финансовые центры: Нью-Йорк, Лондон и Токио	227

Часть III. Международное банковское дело

Глава 9. Мировое коммерческое банковское дело	271
Глава 10. Финансирование внешней торговли	319
Глава 11. Управление денежными средствами банка	359
Глава 12. Международное кредитование и анализ регионального риска	390

Часть IV. Финансы международных корпораций

Глава 13. Прямое инвестирование: эмпирический обзор, мотивации и размеры рисков	447
Глава 14. Зарубежные филиалы: финансирование, налогообложение и стоимость капитала	487
Глава 15. Контроль и регулирование международных денежных операций	517
Глава 16. Валютный риск потенциальных убытков и управление этим риском	538
Глава 17. Составление смет международных капиталовложений и их окупаемости	560

Часть V. Международные портфельные инвестиции

Глава 18. Международные инвестиции и рынки долгосрочного ссудного капитала	588
Глава 19. Международная диверсификация портфелей	640
Глава 20. Оценка и управление инвестициями	682

Алфавитный указатель

СОДЕРЖАНИЕ

Глава 1. Мировые финансы и мировая экономическая среда	1
Введение	2
Изменения мировой среды и структуры экономики	4
Изменения в мировой экономической среде	5
Изменения мировой экономической структуры	6
Развитие мировой экономики и потоков капитала	8
Колебания темпов роста и предпосылки для переливов капитала	8
Мировые потоки капитала	11
Глобализация финансового рынка	11
Задачи, стоящие перед правительствами, деловыми кругами и финансовыми институтами	13
Страны с развитой рыночной экономикой	13
Развивающиеся страны	14
Новые индустриальные страны	15
Страны с переходной экономикой	16
Многонациональные корпорации	16
Финансовые институты: международные банки и управляющие портфелями активов	17
Международные финансовые институты: МВФ	17
Мировые финансы: долгосрочные проблемы	18
Заключение	18
Обзорные вопросы	19
Краткая библиография	19
 Глава 2. Мировая денежная система	 20
Роль мировой денежной системы	21
Ранняя история и послевоенное развитие	24
Британия: мировой банкир	24
Золотой стандарт	25
Послевоенное развитие	26
<i>Долларовый дефицит: 1946-1952 гг.</i>	27
<i>Стабильность: 1953-1957 гг.</i>	27
<i>Возникновение проблем с платежами: 1958-1963 гг.</i>	28
<i>Контроль капитала: 1964-1970 гг.</i>	28
<i>Мировые финансовые кризисы: 1971-1973 гг.</i>	29

<i>Рециклирование нефтедолларов: 1974-1981 гг.</i>	30
<i>Мировой долговой кризис: 1982-1983 гг.</i>	32
<i>Секьюритизация и пересмотр сроков погашения: 1984-1987 гг.</i>	32
<i>Продажа и списание долгов: 1987-1990 гг.</i>	33
<i>Кризис европейской денежной системы (ЕВС): 1991-1993 гг.</i>	34
Основные составляющие МВС	34
Международный Валютный Фонд	35
<i>Бреттонвудская система</i>	35
<i>Обязательства стран-членов</i>	35
Валютный рынок	38
Официальные резервы	39
Потребность частного сектора в иностранной валюте	40
Интервенция и сеть свопов	41
Пять составляющих МВС и их взаимодействие	41
Европейская валютная система	43
Общая структура ЕВС	43
<i>Европейская валютная единица (ЭКЮ)</i>	43
<i>ЭКЮ — денежные активы</i>	45
<i>Порядок осуществления платежей в рамках ЕВС</i>	46
Операции в рамках ЕВС	46
Заключение	48
Приложение — реструктуризация ЭКЮ	48
Обзорные вопросы	49
Краткая библиография	51

Глава 3. Анализ платежного баланса **52**

Понятия и взаимосвязи счетов	52
Обзор	52
Источники и способы использования денежных средств	53
Способы использования информации, содержащейся в платежном балансе	56
Счета платежного баланса	56
Текущий платежный баланс и баланс движения капиталов	56
Официальные расчеты	58
Составление платежного баланса	58
Платежный баланс США	62
Подробные данные по платежам в США	62
Упрощенная переформулировка платежей США	62
Состояние равновесия/состояние неустойчивости	63
Оценка позиций платежного баланса	64

Структура и характеристики	64
Четыре фазы развития платежного баланса	65
Сравнительный анализ платежных балансов государств	67
Экономические факторы и платежный баланс	70
Условия равновесия	70
Экономические факторы	71
Процесс корректировки	72
Сопоставление платежных балансов и политики правительства	75
Заключение	77
Обзорные вопросы	77
Краткая библиография	79
Глава 4. Валютный рынок	81
Природа валютного рынка	82
Мировая система	83
Объемы рынка и его развитие	84
Денежные переводы	86
Связь валютного рынка с международным евравалютным рынком	88
Механизмы рынка	88
Инструменты валютного рынка	88
Спот	89
Матрица курсов "спот"	93
Форвард	94
Свопы	95
Валютные фьючерсы и опционы	96
Операции на рынке	97
Передача покупательной способности	98
Хеджирование и спекуляции	98
Покрытый процентный арбитраж	99
Спекуляции на изменениях процентных ставок	100
Валютные операции центральных банков	102
Определение курса "спот" (курс валюты по кассовым сделкам)	103
Свободно плавающие курсы	104
Фиксированные курсы	106
Контролируемые курсы	109
Паритетные взаимоотношения и рынок срочных сделок	110
Паритет покупательной способности	111
Эффект Фишера	113
Международный эффект Фишера	113

Паритет процентной ставки	114
Система паритетных условий	114
Альтернативные подходы к прогнозированию обменных курсов	115
Прогнозирование на основе платежного баланса	115
Альтернативные подходы к прогнозированию	115
Заключение	117
Приложение. Использование курса "форвард" для прогнозирования будущих курсов "spot"	118
Обзорные вопросы	119
Случай 1. Сельская консультативная валютная служба	120
Случай 2. Финансовое меню Эскарго	121
Краткая библиография	122
Глава 5. Валютные фьючерсы, опционы, свопы	123
Валютные фьючерсы	125
Рынки фьючерсов: роль биржи	125
Условия контракта	127
Как разобраться в рыночных котировках	128
Покупка, продажа и ликвидация фьючерсной позиции	130
Валютные опционы	130
Рыночные котировки опционов	131
Факторы, контролирующие опционные премии	132
Спекуляции с опционами "колл"	133
Спекуляции с опционами "пут"	135
Сравнение опционов и фьючерсных контрактов	136
Опционы по фьючерсам	137
Валютные свопы	139
Заключение	141
Обзорные вопросы	142
Краткая библиография	143
Глава 6. Рынок евровалюты и оффшорные банки	144
Обзор мировых финансовых рынков	145
Компоненты мировых финансовых рынков	145
Взаимосвязь еврорынков и других рынков	147
Особенности рынка евровалюты и оффшорных банков	147
Рынок евровалюты: происхождение, размер и значение	148
Происхождение рынка евровалюты	148

<i>Размер и развитие</i>	149
Участники рынка	150
Значение в мировой экономике	151
Воздействие на национальную денежную политику	152
Евровалютные депозитные инструменты	153
Срочные депозиты	153
Депозитные сертификаты	155
Евровалютный межбанковский рынок	156
Значение рынка	156
Определение межбанковского рынка	157
Структура и функции рынка	157
Как работает рынок	158
Риски, связанные с операциями на рынке, и последний кредитор в критической ситуации	160
Евровалютное кредитование	163
Синдицированные банковские займы	164
<i>Возникновение и суть</i>	164
<i>Рост и развитие</i>	165
<i>Процедура синдикации</i>	165
<i>Образование цены синдицированных займов</i>	166
<i>Цели займов</i>	167
Программа выпуска евронота (NIF) и источники возобновляемого кредита (RUF)	168
Краткосрочные коммерческие евровекселя	168
Среднесрочные простые векселя (MTN)	169
Евровалютные и оффшорные банковские центры	169
Общие характеристики и географическое месторасположение	169
Три основных типа оффшорных рынков	170
Главные оффшорные банковские центры	171
Сотрудничество в области политики на финансовых рынках	183
Заключение	184
Обзорные вопросы	185
Краткая библиография	186

Глава 7. Рынок международных облигаций	187
Определение и значение	188
Три определения	188
Размер рынка и его значение	189
Специфические характеристики	190
Механизм действия заграничных облигаций	193

Срок долговых обязательств и процентный купон	193
Андеррайтинг	193
Процентные ставки по заграничным облигациям	194
Доступ к рынкам заграничных облигаций	195
Динамика еврооблигаций	196
Ставки процента и срок погашения	197
Причины роста рынка	197
Процесс андеррайтинга и валовые доходы андеррайтеров	198
Валютный фактор	200
Основные инструменты рынка еврооблигаций	205
Налогообложение	208
Вторичная торговля	208
Процентные и валютные свопы	212
Природа рынка	212
Инструменты и рынки	212
Классический или простой процентный своп	212
Конкуренция на рынках международных облигаций	214
Конкуренция между секторами рынка и кредитно-финансовыми учреждениями	215
Выпуск глобальных облигаций	217
Развивающиеся рынки долгов	218
Заключение	219
Приложение. Швейцария — финансовый пакгауз	222
Обзорные вопросы	224
Краткая библиография	225
Глава 8. Важнейшие финансовые центры: Нью-Йорк, Лондон и Токио	227
Интернационализация финансовых рынков	229
Процесс интернационализации	229
Необходимые элементы международного финансового центра	229
Основные условия международного финансового центра	230
Нью-Йорк как финансовый центр	231
Экономика США в 1980—1992 гг.	231
Финансовая система США	233
Рынок долгосрочного ссудного капитала	235
Рынок краткосрочного капитала (денежный рынок)	237
Валютный рынок	239
Международные связи	239
Лондон как финансовый центр	241
Экономика Соединенного Королевства	242

Финансовая система Соединенного Королевства	242
Лондонский рынок долгосрочного ссудного капитала	247
<i>Первичный рынок</i>	247
<i>Вторичный рынок</i>	248
Рынок краткосрочного капитала Лондона	249
<i>Традиционный денежный рынок</i>	249
<i>Дополнительный или параллельный денежный рынок</i>	251
Лондонский валютный рынок	251
Международные связи	252
Токио как финансовый центр	253
Японская экономика	254
Финансовая система Японии	255
Японский рынок долгосрочного ссудного капитала	259
Японский рынок краткосрочного капитала	261
Международные связи	264
Сопоставление трех важнейших финансовых центров	265
Экономика	265
Финансовые системы и рынки	265
Международные связи	266
Заключение	266
Обзорные вопросы	268
Краткая библиография	268

Глава 9. Мировое коммерческое банковское дело 271

Развитие международного банковского дела	272
Основные тенденции в международном банковском деле	272
<i>Раннее расширение</i>	273
<i>Нефтяной кризис и растущая конкуренция</i>	274
<i>Долговой кризис и финансовые инновации</i>	274
<i>Подготовка к финансовой интеграции</i>	275
Международная банковская деятельность	276
Изменения в составе 100 крупнейших банков в 1956—1991 годах	278
Общемировые организационные формы и операции	280
Международное банковское дело	280
Национальные системы и принцип взаимной выгоды	280
Формы международного представительства	282
<i>Зарубежные отделения американских банков</i>	284
<i>Региональные характеристики зарубежных отделений</i>	288
Иностранные банки в США	289

<i>Рост и организационные формы</i>	290
<i>Стратегии — расширение головных банков</i>	291
<i>Различные цели</i>	292
Закон о международных банковских операциях 1978 г.	293
Прецедент с банком международного кредита и коммерции и законодательство 1991 г.	296
Новые операции	297
Достаточность капитала и требования к капиталу банка	299
Требования к капиталу с учетом риска	300
Подробнее о Базельском соглашении	301
Применение требований	303
Международная конкурентоспособность банков США	305
Снижение доли на внутреннем и мировом рынках	307
Стоимость капитала банка и международная конкурентоспособность	308
Стоимость основного капитала по финансовым продуктам	310
Международное налогообложение и затраты капитала	312
Международные различия в стоимости капитала банка	313
Заключение	313
Приложение. Политика силы: влияние крупных банков Германии	314
Обзорные вопросы	315
Краткая библиография	317

Глава 10. Финансирование внешней торговли **319**

Риски во внешней торговле	321
Географический риск	322
Валютный риск	322
Политический риск	323
Инфляционный риск и риск изменения процентной ставки	323
Рыночный риск	324
Платежный риск	324
Традиционные методы финансирования внешней торговли: аккредитив	325
Процесс финансирования	325
Виды аккредитива	327
Импортный аккредитив	329
Аккредитив по экспорту	332
Современные технологии и товарные аккредитивы	336
Другие методы финансирования внешней торговли	337
Оплата вперед	337
Открытый счет	337
Консигнация	337

Документарный переводной вексель для инкассирования	338
Факторинг	338
Форфейтинг	338
Встречная торговля	341
Международный лизинг	341
Институты, содействующие внешней торговле и осуществляющие ее финансирование	342
Частные организации	342
Государственные органы США	343
Государственные органы зарубежных стран	344
Мировые организации	345
Минимизация рисков и затрат в финансировании внешней торговли	346
Анализ текущих и будущих тенденций в международной торговле	346
Анализ доступной информации по экспорту и импорту товаров	347
Методы минимизации затрат и рисков в финансировании торговли	348
Урегулирование спорных вопросов	354
Заключение	355
Обзорные вопросы	356
Случай 1. Затраты и риск в финансировании торговли	356
Случай 2. Затраты, риск и прибыль в финансировании торговли	357
Краткая библиография	358

Глава 11. Управление денежными средствами банка	359
--	------------

Секторы рынка	360
Местные денежные рынки	360
Рынки евровалют	361
Мировая финансовая система	362
Денежные операции банка	363
Обеспечение денежных средств	363
Стоимость денежных средств	363
Принятие ответственности по риску	364
Механизм торговли	365
Стоимость и конечное использование денежных средств	366
Временная структура и форвардная кривая доходности	366
Формирование банковской прибыли	369
Основные операции	369
Преобразование сроков	370
Валютный арбитраж	371
Позиционирование денежных средств	374

Одновалютные, двухвалютные и мультивалютные операции	376
Евродолларовый арбитраж	377
Лондон и двухвалютные операции	377
Международный казначейский отчет	378
Арбитражные операции с евровалютами и еврооблигациями	386
Заклучение	387
Обзорные вопросы	387
Краткая библиография	389

Глава 12. Международное кредитование и анализ регионального риска 390

Основные этапы развития и текущая ситуация	390
Мировые источники и способы использования денежных средств	392
Основные этапы развития и важность международного кредитования	393
Текущий портфель кредитов	395
Банковский кредитный контроль и надзор	397
Кредитный анализ и контроль	398
Службы по надзору и зарубежные кредиты	400
Оценка и контроль за риском	403
Виды рисков и методы контроля	403
Анализ регионального риска	405
Использование результатов оценки регионального риска	410
Синдицированный рынок еврокредитов	414
Рост рынка еврокредитов	414
Синдицирование	417
Органический риск	420
Новые направления	423
Международный долговой кризис	424
Изменения в понимании	424
Пересмотр условий и изменение структуры кредита, свопы	426
Сокращение долга	430
Заклучение	435
Приложение. Развивающиеся долговые рынки: новая отрасль	435
Обзорные вопросы	441
Случай 1. Долговой арбитраж в Марокко	442
Случай 2. Вторичный рынок долговых бумаг развивающихся стран	444
Краткая библиография	444

Глава 13. Прямое инвестирование: эмпирический обзор, мотивации и размеры рисков	447
Прямое зарубежное инвестирование: определение	448
Мировые потоки и модель прямого инвестирования США	449
Мировые потоки прямого инвестирования	450
Данные по прямому инвестированию США	451
<i>Запасы и потоки</i>	451
<i>Позиция прямого инвестирования США</i>	452
Мотивация прямого инвестирования	455
Роль прямого инвестирования в сравнении с другими вариантами	455
Коммерческие мотивации	455
Экономический анализ	459
<i>Несовершенство рынка</i>	462
<i>Роль правительства</i>	463
<i>Интернализация и эклектическая теория</i>	464
<i>Теория портфеля</i>	464
Британские инвестиции в экономику США	466
<i>Значение</i>	466
<i>Модель и вид инвестиций</i>	467
<i>Мотивации</i>	470
<i>Сравнение британского и японского прямого инвестирования</i>	470
Анализ риска	471
Риск как компромисс	471
<i>Портфельные инвестиции в сравнении с прямыми</i>	471
<i>Размещение инвестиционных возможностей</i>	472
<i>Тезис Рагацци применительно к 1980-м годам</i>	474
Регулирование риска	475
<i>Декомпозиция риска</i>	475
<i>Региональный риск</i>	477
<i>Меры регулирования регионального риска</i>	478
Предварительное обсуждение	478
Совместное предприятие	478
Стратегии деятельности	479
Страхование риска	479
Заключение	480
Обзорные вопросы	481
Случай 1. Крупнейшие промышленные корпорации мира	482
Случай 2. Dow chemical Company (Дау кемикал) — географические сегменты	485
Краткая библиография	486

Глава 14. Зарубежные филиалы: финансирование, налогообложение и стоимость капитала	487
Обзор альтернатив финансирования дочерней компании ТНК	487
Параметры финансирования	489
Внутренние и внешние средства	490
Мобилизация средств системы	491
Альтернативные стратегии и финансовая среда	491
Управление денежными средствами	492
Различия процентных ставок и валютных курсов	493
Гарантии материнской компании ТНК	494
Налогообложение международной деятельности	494
Финансовые и налоговые цели ТНК	494
Национальные налоговые системы	495
Воздействие налогообложения на ТНК	497
Налогообложение зарубежной деятельности в США	501
<i>Расчеты налоговой льготы, получаемой зарубежной дочерней компанией в США, если она уплачивает налоги за границей</i>	501
<i>Отсрочка выплаты задолженностей по налоговым платежам в США</i>	502
<i>Доход, подлежащий налогообложению согласно статье F</i>	503
Денежные переводы при альтернативных налоговых режимах	503
ТНК и стоимость капитала	506
Стоимость капитала и прибыль на инвестированный капитал	506
Решение о финансировании: издержки и риски ТНК	508
Примеры снижения финансового риска ТНК	509
Заключение	511
Обзорные вопросы	512
Случай 1. Выбор "Зета Юроп" (Zeta Europe)	514
Случай 2. В каком месте Юго-Восточной Азии следует разместить региональное финансовое управление: в Сингапуре или Гонконге?	514
Краткая библиография	515
 Глава 15. Контроль и регулирование международных денежных операций	 517
Контроль и регулирование денежных операций, управление финансовой деятельностью	518
Корпоративные цели и задачи	519
Системный подход к контролю и регулированию денежных операций	521
Потребности зарубежных филиалов	521
Стратегии и механизмы, используемые для повышения эффективности управления наличными средствами	523

Общесистемные и региональные подходы	524
<i>Централизованные депозитарии и взаимная компенсация требований и обязательств на региональном уровне</i>	524
<i>Международные финансовые филиалы и центры повторного учета</i>	525
<i>Установление трансфертных цен</i>	526
<i>Стратегии выплат</i>	526
<i>Внутрисистемные кредиты</i>	527
Индивидуальные стратегии филиалов	528
<i>Прогнозирование сметы будущих наличных поступлений и платежей</i>	528
<i>Сбор наличных средств и механизм внутренних кредитов</i>	529
<i>Ускорение или затягивание расчетов по внешнеторговым операциям</i>	531
Отдельные проблемы, с которыми сталкиваются многонациональные корпорации	531
Замораживание (блокирование) денежных средств	532
Инфляция	533
Заключение	535
Обзорные вопросы	535
Краткая библиография	537

Глава 16. Валютный риск потенциальных убытков и управление этим риском	538
---	------------

Виды валютных рисков потенциальных убытков	541
Операционный валютный риск потенциальных убытков	542
Текущий риск потенциальных убытков	545
Риск потенциальных убытков при пересчете из одной валюты в другую	547
Управление рисками потенциальных убытков, возникающими при проведении операций и пересчете	549
Общие элементы	549
Метод форвардных (фьючерсных) контрактов	550
Кредитные обязательства, обращающиеся на денежном рынке	551
Валютные свопы	552
Валютные опционы	552
Риск потенциальных убытков при пересчете: метод валютной компенсации	553
Управление текущим риском потенциальных убытков: пример реконфигурации производства	555
Заключение	557
Обзорные вопросы	557
Краткая библиография	559

Глава 17. Составление смет международных капиталовложений и их окупаемости	560
Организационный аспект деятельности многонациональных корпораций	561
Потоки наличных средств, связанные с проектом	563
Сравнение точек зрения и позиций материнской компании и зарубежного дочернего отделения	564
Подходы к составлению смет капиталовложений и их окупаемости	566
Составление смет международных капиталовложений и их окупаемости: элементы риска	568
Пример составления смет международных капиталовложений и их окупаемости	572
<i>Структура проекта</i>	572
<i>Макроэкономическая среда</i>	574
<i>Коммерческие предположения</i>	574
Отчет о прибылях и убытках: АБВ–ХОСТ	575
Сводка потоков наличных средств: с точки зрения АБВ и с точки зрения Хост	576
Правила взимания налогов с доходов, полученных американской корпорацией АБВ в Хост	578
Сводка потоков наличных средств: консолидированная позиция АБВ — США	579
Анализ чувствительности: изменяющиеся инфляционные условия	581
Закключение	583
Обзорные вопросы	584
Случай 1. Расчет ЧТС для инвестиций в отель на Филиппинах	585
Краткая библиография	585
 Глава 18. Международные инвестиции и рынки долгосрочного ссудного капитала	 588
Сегментированные или интегрированные рынки	589
Историческое обозрение портфельных инвестиций	590
Краткая история	590
Доказательства роста в последнее время	591
Причины роста	592
Препятствия для иностранных инвестиций	594
Ведущие рынки акций	597
Обзор	597
Обзор некоторых рынков акций	604
Ведущие рынки облигаций	615
Какова величина рынка облигаций?	615
Основные причины капиталовложений в облигации	619

Развивающиеся рынки акций	623
Объем и рост	623
Сегментация и сжатие рынков	625
Основные показатели	626
Усилия по совершенствованию развивающихся рынков акций	626
Заключение	632
Обзорные вопросы	633
Случай 1. Инвестирование в Новой Европе	635
Случай 2. Улучшенные портфели, разработанные управляющими в области денежно-кредитной политики	637
Краткая библиография	638
 Глава 19. Международная диверсификация портфелей	 640
Международная диверсификация и стоимость основных фондов	641
Двухстрановая модель	641
Стоимость основных фондов	642
Многострановая модель	644
Модель оценки капитальных активов	644
Многострановая модель	645
Теория арбитражного ценообразования (АРТ)	646
Рыночная эффективность в международном контексте	647
Эффективность и несовершенства рынка	647
Валютный фактор	648
Рациональные ожидания и оценка международных активов	650
Линия рынка капиталов (CML)	651
Исследования, подтверждающие необходимость международной диверсификации акций	653
Первые исследования диверсификации	653
Сокращение риска благодаря международной диверсификации	657
Взаимосвязи на уровне отрасли, страны и мира в целом	659
Портфели акций и облигаций	661
Стратегия на основе нескольких активов	664
Определение доходов и рисков	664
Оптимальное размещение активов	665
Оптимальные стратегии	669
Оценки	671
Заключение	671
Приложение. Оценка доходности и риска по портфелю	672
Обзорные вопросы	675

Случай 1. Организация отделения по изучению акций.	
Часть I: предложение мистера Боуэна	677
Краткая библиография	681

Глава 20. Оценка и управление инвестициями	682
---	------------

Инвестиционные механизмы и индивидуальные инвесторы	683
Прямое приобретение ценных бумаг	684
Американская депозитная квитанция (ADR)	686
Инвестиционные фонды закрытого типа	687
Инвестиционные фонды открытого типа	690
Альтернативные подходы для институциональных инвесторов	691
Институциональные требования	691
Институциональные портфельные стратегии	692
Составление портфеля	694
Основные подходы	694
Пассивное управление	695
Модифицированное активное управление	696
Активное управление	696
Индексные фонды и портфельное страхование	697
Оценка международных характеристик	702
Проблемы, возникающие при оценке состояния портфеля	702
Основные методы оценок	704
Объединенные таблицы	707
Оценка состояния кредитно-финансовых учреждений	707
Заклучение	714
Приложение. Глобальный индекс небольших компаний	715
Обзорные вопросы	716
Случай 1. Организация отделения по изучению акций.	
(продолжение первой части, приведенной в главе 19).	
Часть II: план мистера Хэлвестрома	719
Случай 2. Продать, сохранить или обменять?	720
Краткая библиография	721

Алфавитный указатель

ВВЕДЕНИЕ

Мировые финансы — одно из новых, динамично развивающихся направлений среди учебных дисциплин в области финансов и международного бизнеса. Сегодня финансовый рынок является действительно глобальным. Студенту, изучающему финансы или международный бизнес, невозможно понять современные события и тенденции рынка, не имея достаточной подготовки в области мировых финансов. После знакомства с данной книгой читатель-студент сможет понять и оценить материалы по мировым финансам, опубликованным в других изданиях.

Сфера мировых финансов

Книга о мировых финансах включает в себя несколько областей. Первое: финансы — это тот “клей”, который соединяет много разнообразных внутренних и международных видов деятельности и процессов. Поэтому читатель “совершит путешествие” во многие страны и найдет иллюстрацию этих процессов и видов деятельности. Второе: те финансовые области, которые ранее отличались ясной индивидуальностью (финансовые рынки, банковское дело, управление финансовой деятельностью корпораций, портфельное инвестирование), все более становятся интегрированными благодаря введению новых финансовых инструментов, инновационной финансовой техники и многонационального, междисциплинарного подхода к принятию решений по финансовому управлению. Третье: сама финансовая деятельность становится все более интегрированной. В результате, кредиторы должны рассматривать влияние системы и моделей промышленных долгов на финансовые отчеты, а чистые кредиторы могут взять на себя управленческие функции для улучшения качества кредитов. Международные инвесторы должны стать как политическими аналитиками, так и менеджерами портфелей. И наконец, мировая финансовая среда стремительно меняется. Например, многие развивающиеся страны устраняют свои ограничения, регулирующие финансы и торговлю, предоставляя возможность финансовым структурам, рынкам и инструментам влиять на их экономику.

“Мировые финансы” стремятся интегрировать финансовую деятельность, тенденции и новшества в единое целое. Для выполнения данной задачи основное внимание уделяется ключевым концепциям, аналитическому подходу и практическому применению.

В книге “Мировые финансы” сосредоточено внимание на пяти наиболее взаимосвязанных областях мировой финансовой инфраструктуры. Во-первых, она включает среду мировых финансов, главным образом мировой денежной системы. Во-вторых, здесь исследуются мировые финансовые рынки, включая валютный рынок, международный евровалютный рынок и рынок международных облигаций. Третий, четвертый и пятый разделы рассматривают международное банковское дело, финансы международных корпораций и управление международными портфелями. Эти последние области включают деятельность видных финансовых игроков. После прочтения текста данной книги студент должен научиться разбираться в деятельности, проводимых операциях и процессах принятия решений этих трех основных составляющих мировой финансовой сферы.

Новые качества

Текст книги содержит в себе много нового. В рамках пяти рассматриваемых взаимосвязанных областей книга *“Мировые финансы”* также:

1. Показывает, как развитие мировой денежной системы порождает одновременно новые проблемы и предоставляет новые возможности ключевым игрокам в этой сфере.
2. Определяет различия между характеристиками и структурой в анализе платежного баланса.
3. Дает сравнительный анализ трех главных мировых финансовых центров: Нью-Йорка, Лондона и Токио.
4. Представляет собой всесторонний анализ оффшорных банковских рынков.
5. Вводит в контекст рынков международных облигаций анализ еврооблигаций и заграничных облигаций.
6. Дает анализ источников банковских прибылей в сделках с валютами и евровалютами.
7. Анализирует влияние соглашения Басли по унифицированным стандартам банковского капитала на предпочтения, определяющие структуру активов.
8. Дает международное сопоставление банковской стоимости капитала¹ и ее влияние на конкурентоспособность.
9. Представляет собой анализ возвратного коэффициента риска, чтобы понять изменения прямого инвестирования в Соединенных Штатах в 1980-е годы.
10. Показывает, как налоговый кодекс США влияет на многонациональные корпорации.
11. Представляет собой комплексный пример составления бюджета по альтернативным сценариям обменных валютных курсов и инфляции.
12. Дает описание секторов рынка и каналов, доступных для диверсификации международных портфелей.
13. Приводит примеры дискуссий крупнейших держателей относительно диверсификации международных портфелей.
14. Дает оценку деятельности управляющих международным инвестированием.

Педагогика и подсобные средства

В своей попытке создать книгу, которая была бы полезна широкому кругу студентов, мы разбили сложную финансовую концепцию на этапы, облегчающие обучение. Кроме того, здесь приведены многочисленные примеры и короткие иллюстрации ко многим принципам и концепциям.

Для увеличения полезности и легкости прочтения и понимания материала, изложенного в *“Мировых финансах”*, нами применялись следующие способы:

1. Широкое использование иллюстраций и краткость изложения реальных мировых ситуаций.
2. Своевременная подача вводного материала и анализа финансовых концепций; частое использование таблиц и данных, делающее эти концепции понятными читателю.
3. Использование большого количества вопросов и коротких проблемных задач.

¹ Измеряется нормой процента на используемый капитал (прим. ред.).

4. Наличие большого числа рамочных иллюстраций по управленческой практике, реальным мировым проблемам и по вопросам принятия решений.
5. Наличие ответов на вопросы по содержанию каждой главы и краткой информации по материалам глав.

Информация для преподавателя

Материал учебника составлен так, чтобы им было удобно пользоваться в студенческих аудиториях. Преподаватель — специалист в двух-трех финансовых областях, таких как банковское дело, финансы международных корпораций или портфельные инвестиции, может быть уверен в том, что *“Мировые финансы”* чрезвычайно полезны. Исследовательский подход в изложении темы международных финансов дает преподавателю возможность повысить свои знания и вести своих студентов одновременно по сложной и постоянно развивающейся глобальной финансовой сети, где сегодня процветают преуспевающие международные корпорации и организации.

Несколько советов по гибкому использованию данного материала.

1. Он может использоваться для полного курса по международным финансам на избирательной основе.
2. Можно пользоваться частью II и другими главами по выбору для курса по мировым финансовым рынкам.
3. Часть III и другие избранные главы могут быть использованы для курса по международному банковскому делу.
4. Часть IV и другие избранные главы можно использовать для курса по мировым корпоративным финансам.
5. Частью V и другими избранными главами можно пользоваться для ведения курса по мировым инвестиционным портфелям.

Отзывы читателей

Мы ждем от наших читателей отзывов и предложений по улучшению текста или дополнению его содержания. Мы также хотели бы узнать от читателей, какие вопросы по тексту у них возникли. Ваши советы и предложения могут быть использованы для улучшения содержания следующего издания *“Мировых финансов”*.

Выражение признательности

Выражаем благодарность всем тем, кто оказал помощь при написании рукописи, предоставил информацию и внес конструктивные предложения. Это:

Алан Алфорд, Северо-Восточный университет
 Джон М. Аткин, Ситибанк, Великобритания
 Джеймс С. Бэйкер, Государственный университет графства Кент
 Вильям Бокош, Ситибанк, США
 Симон Брэдфорд, НатВест Секьюритиз, Эдинбург
 Анне Бриен, Интернэйшнэл Файнэншл Ревью, Великобритания
 М. Мартин Бирнэ, Университет Лойолы, г. Мэримаунт
 Джордж Дж. Кларк, Ситикорп, Нью-Йорк, США
 Джан Дауман, Интер Матрикс, Инк.
 Франк А. Элстон, Восточный университет Нью-Мехико

Даниэл Фан, Норз Американ Трэйд Файнэнс, Ситибанк,
 Н. А. Ситкорп, США
 Рик Халлер, Морган Гренфел, Великобритания
 Роберт Хартман, Группа развивающихся рынков, Чейз
 Манхэттен Банк, Лондон
 Барт Хеллендорн, Европейский банк реконструкции и
 развития, Лондон
 Чарлз Ув. Хултман, Университет Кентукки
 Джендж Индерст, Форен энд Колониал, Великобритания
 Ли Джэксон, Европейский банк реконструкции и развития,
 зам. директора (США)
 Стефен Ф. Джонсон, Техасский университет
 Джеймс Б. Кер, Университет Майами
 Джоел Кибазо, Файнэншл Таймз, Великобритания
 Давид Н. Клаер, Ревлон Корпорейшн
 Роберт Т. Клейман, Окландский университет
 Давид Ф. Ломакс, Нэшнл Вестминстер Банк, Великобритания
 Давид Лорд, Стэндард-Чартерд Капитал Маркетс Лтд., Великобритания
 Ф. Джон Матис, Американская Высшая школа по
 международному управлению
 Джон Нельсон, Барклайз Банк, публичная компания
 с ограниченной ответственностью, Великобритания
 Хуб Нилссен, Борден Инк.
 Акира Ониси, Университет Сока, Токио, Япония
 Роберт Риан, Банк Нью-Йорка
 Антони Скаперланда, Северный Иллинойский университет
 Мартин Сноу, Баринг Секьюритиз Лтд, Великобритания
 Мариори Т. Стэнли, Техасский христианский университет
 Ховард И. Ван Окен, Государственный университет Айовы
 Давид Волкер, Скоттиш Фанэншл Энтерпрайс, Эдинбург
 Гордон Янг, Смит Нью Корт, Великобритания

Выражаем также признательность многим компаниям, финансовым организациям, правительственным учреждениям и организациям, которые предоставили информацию, необходимую для данного тома. Среди них:

Банк международных расчетов (г. Базель)
 Банк Англии
 Банк Японии
 Чикагская товарная биржа
 Ситикорп
 Дойче Бундесбанк
 Федеральный резервный банк Чикаго
 Федеральный резервный банк Нью-Йорка
 Федеральный резервный банк Сан-Франциско
 Международная финансовая корпорация
 Международный валютный фонд
 Лондонская фондовая биржа
 Дж. П. Морган
 Морган Стэнли
 Нэйшнл Вестминстер Банк

Нью-Йоркская валютная биржа
Саломон Бразерз
Комиссия по ценным бумагам и биржам
Токийская фондовая биржа
Центр ООН по транснациональным корпорациям
ООН
Международный банк реконструкции и развития

И наконец, мы бы хотели выразить нашу особую благодарность следующей группе сотрудников из Харпер Коллинз за оказанную поддержку и помощь: Кирстену Д. Сандбергу, Кати Кунтч и Эдварду Л. Ярнеллу.

ОБ АВТОРАХ

Доктор Максимо В. Энг

Максимо Энг — профессор экономики и финансов в Школе бизнеса и Колледже делового администрирования Университета Сент Джон в Нью-Йорке. Ранее он занимал должность декана факультета экономики и финансов, его основная область преподавания и научная работа охватывает внутренний и мировой финансовые рынки, международное банковское дело, международное финансовое управление, международную торговлю и инвестиции, глобальное движение капиталов. Он опубликовал несколько книг, большое число статей и глав по банковским операциям США за рубежом, международным кредитам, мировым финансовым рынкам, мировым потокам капитала и экономическому развитию. Д-р Энг работал также экономическим советником в Ситибанке. Был консультантом и редактором в Интернэшнл Паблишингз, Инк. и консультантом в государственных учреждениях США. Д-р Энг часто посещал страны Азиатско-Тихоокеанского региона, Латинской Америки, Европы и Россию для участия в научных исследованиях, научных семинарах и профессиональных презентациях. Он получил звание MBA и доктора философии в Школе бизнеса Штерн университета Нью-Йорка.

Доктор Фрэнсис А. Лис

Доктор Фрэнсис А. Лис — профессор экономики и финансов в Школе бизнеса университета Сент Джон. До этого Д-р Лис работал деканом факультета экономики и финансов и помощником ректора Школы бизнеса. Главная область его исследований и предмет преподавания — мировые инвестиции, анализ рисков стран, международное банковское дело и финансовое развитие. Опубликовал много книг и статей, среди них *"Развитие банковского и финансового дела в Бразилии" (1990)*, *"Иностранное инвестирование в США" (1986)*, *"Иностранные кредиты, риски и евторынки" (1979)*. Д-р Лис работал консультантом в ЦРУ США, в Правлении Королевской энергетической комиссии (Торонто), Центральном банке кооперативов (Денвер), в Ассоциации Нью-йоркской расчетной палаты. Д-р Лис часто выезжал в связи с научной работой и по вопросам консультаций в страны Латинской Америки, Азии, Европы и Африки. За профессиональные заслуги его имя внесено в справочник *"Кто есть Кто в Америке"*. Звание доктора он получил в Школе науки и искусства университета Нью-Йорка.

Доктор Лоуренс Дж. Мауер

Лоуренс Дж. Мауер является помощником вице-президента и ректора в Колледже делового администрирования университета Сент Джон. Имеет звание профессора на факультете экономики и финансов. Предмет его преподавания — мировые корпоративные финансы и рынки денег и капитала. Получил звание доктора в Колледже администрирования бизнеса университета Теннесси. С 1983 г. работает в университете Сент Джон. С 1979 по 1983 г. он работал в Корпорации GTE в отделе корпоративного планирования, где оказывал помощь в подготовке, координации и оценке стратегических планов международных операций GTE. С 1973 по 1979 г. был вице-президентом компании Нозерн Траст, Чикаго. Занимая эту должность, он был экономистом по международным делам этой большой корпорации финансовых услуг, работая в сотрудничестве с Валютной биржей (Отдел рынка денежных средств) и с Отделом международного банковского дела. Д-р Мауер сотрудничал с Отделом промышленного развития Организации Объединенных Наций в Вене, Австрия, как сотрудник отдела и ученый-консультант в 1969—1970 гг.

С 1967 по 1973 г. д-р Мауер занимал пост помощника профессора и декана факультета экономики Северного университета Иллинойса в Де Кальбе, Иллинойс. Он получил грант Национального научного фонда для выполнения работы *“Внешняя собственность Европейского Экономического Сообщества”* на период с 1969 по 1973 г. Активно публиковался в профессиональных журналах и часто выступал перед преподавательско-профессорским составом, включая выступление перед Финансовым комитетом Сената Соединенных Штатов, Вашингтон, июль 1985 г., по предложенному закону, который затем вступил в действие как Закон о налоговой реформе 1986 г.

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ

Мы очень довольны, что “Мировые финансы” выходит в русском издании. Выражаем надежду, что для русских читателей и студентов книга будет информативна и интересна.

Книга “Мировые финансы” дает интересный подход к предмету с акцентом на том, как финансовый рынок связывает банкиров, казначеев, портфельных инвесторов всего мира. Финансовые рынки и взаимодействие различных участников этих рынков составляют важную, центральную тему этой книги.

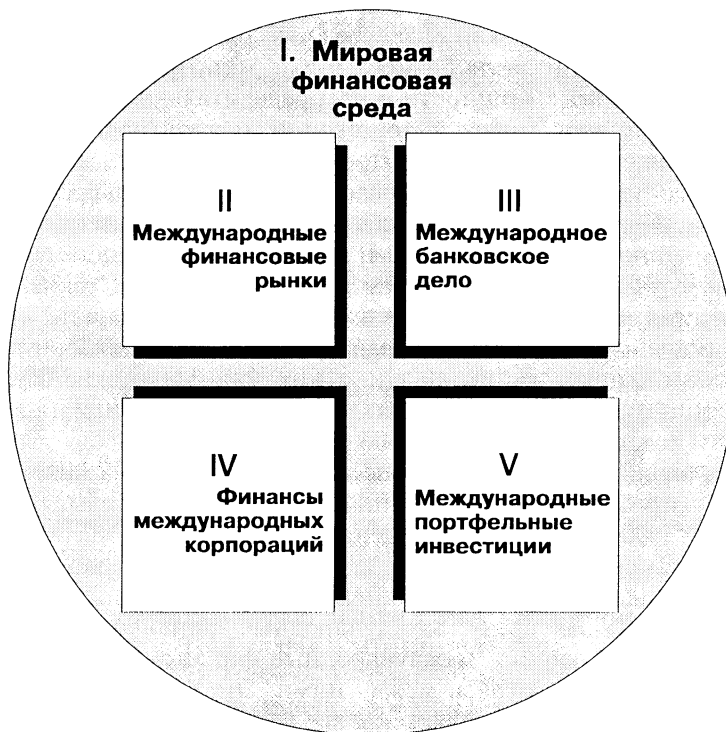
Справедливо, что русское издание является первым неанглийским вариантом книги. Во-первых, Россия совершила быстрый переход к рыночному капитализму. Во-вторых, финансовые рынки развиваются быстро. В-третьих, Россия проводит политику, направленную на интеграцию своих собственных растущих финансовых рынков с глобальной системой финансовых рынков.

Выражаем благодарность многим профессионалам за их огромные усилия, позволившие опубликовать русское издание нашей книги. Наша особенная благодарность распространяется на тех, кто внимательно и заботливо отнесся к особенностям языка при переводе текста с английского на русский. И наконец, мы в большом долгу перед доктором Борисом Мильнером, который организовал и довел до логического конца этот проект. Это является образцом щедрости души и преданности работе.

*Нашим женам,
Марго Энг, Кетрин Лис и Карен Мауер,
с любовью*

МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СРЕДА

В этом разделе рассматривается та среда, которая определяет условия роста мирового финансового рынка и влияет на решения, принимаемые банками, управляющими финансами корпораций и инвесторами. В этой книге изучение мировых финансов предполагает изучение развивающейся (постоянно меняющейся) международной денежной системы, состояния платежного баланса отдельных стран, моделей экономического роста ведущих регионов и стран мира. Первые три главы рассматривают вопрос, как мировая финансовая среда влияет на состояние рынка иностранных валют, евровалюты и других финансовых рынков. Кроме того, в этих главах представлен анализ влияния изменений мировой финансовой среды на трех главных участников мировой системы финансов, а именно на банки, многонациональные корпорации, портфельных инвесторов и международных официальных заемщиков.



Мировые финансы и мировая экономическая среда

ВВЕДЕНИЕ

В течение десятилетий после второй мировой войны в мировой экономической среде происходили значительные изменения. В 1950-х годах промышленные корпорации были заняты воссозданием внутренних рынков. В 1960-х годах фирмы, занятые в сфере производства и торговли, стали расширяться под влиянием быстро растущей международной торговли и зарубежных рынков. В 1970-х годах предприятия различных форм организации бизнеса стали многонациональными, вкладывая средства в производственные мощности и распределительные центры за границей.

Быстрый рост мировой торговли и международных потоков капитала начиная с 1980 г. явился причиной того, что многие крупные финансовые фирмы, а также фирмы, занятые в производстве и торговле, стали связывать перспективы своего развития с расширением до мирового масштаба. “Глобальные стратегии ради прибыли” — таков был типичный лозунг того периода. В основании этой глобализации бизнеса и финансов лежало следующее: достижения технического прогресса, такие, как компьютеры и телекоммуникации; сокращение объема вмешательства государства в экономику и финансы в таких промышленно развитых странах, как США, Великобритания и Япония; рост международных потоков капитала, т. е. таких, как банковские ссуды, выпуск международных облигаций и портфельных капиталовложений инвестиционных фондов открытого типа.

Эти тенденции, подразумевающие движение товаров, услуг, капиталов и людей, способствуют интеграционным процессам в мировой экономике. Глобализация бизнеса и растущая потребность в мировых финансах стали отличительными чертами, характерными для 1980-х и 1990-х годов, и эти тенденции сохранят свою значимость и в начале XXI века.

Что такое мировые финансы? Мы имеем дело с четырьмя важными аспектами.

Во-первых, мировые финансы дают анализ финансовой сферы в мировом масштабе, охватывая среду, международные финансовые рынки, международную банковскую деятельность, международные финансы корпораций, управление портфелями ценных бумаг и связи между ними. Эта концепция мировых финансов представлена на рис. 1.1, где изображены все четыре ключевых аспекта этой книги.



РИС. 1.1. ПЯТЬ ОСНОВНЫХ СОСТАВЛЯЮЩИХ МИРОВЫХ ФИНАНСОВ

Во-вторых, мировые финансы объясняют взаимодействие финансовых операций на мировом уровне, вне зависимости от того, где они имеют место: в крупных индустриальных странах, новых индустриальных странах, развивающихся странах или странах с переходной экономикой, недавно вступивших на путь рыночного развития, таких как страны Восточной Европы или КНР.

В-третьих, мировые финансы дают полный анализ финансовой деятельности на макро- и микроуровне. На микроуровне особое значение придается детальному изучению финансов корпораций, финансовых рынков, банковских операций, управления портфелями ценных бумаг. В то же время внимательно изучается финансовая деятельность на макроуровне, так как для понимания сущности управления мировой финансовой деятельностью и финансовыми рынками необходимо составить более общее представление.

В-четвертых, мировые финансы предполагают непрерывность процесса международных финансовых операций и его постоянные изменения. В последние годы международные финансовые операции стали динамичной силой, преобразующей финансовые системы отдельных стран и связи между финансовыми системами этих стран. Сфера мировых финансов стала важным источником разработки новых финансовых методов. В свою очередь, это оказало влияние на региональные финансовые системы и способствовало интеграции региональных финансовых рынков. Например, развитие рынка еврооблигаций повлияло не только на европейские рынки ценных бумаг, но и на внутренние финансовые рынки США и Японии.

Следующие части этой главы дают представление о взаимосвязях между мировой экономической средой и мировыми финансами. Изменения мировой экономической среды поставили серьезные задачи перед правительствами, деловыми кругами и международными финансовыми институтами.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Объяснить коренные изменения, произошедшие в мировой экономической среде после второй мировой войны, и описать, как в объединенной мировой экономике возникли понятие и практика мировых финансов.
2. Охарактеризовать 4 важных аспекта мировых финансов и объяснить, как они связаны с изменениями в мировой экономической структуре.
3. Описать роль мировых потоков капитала в развитии мировой экономики и глобализации финансовых рынков.
4. Исследовать сложные задачи, вставшие перед правительствами, деловыми кругами и финансовыми институтами в результате технического прогресса, финансовых инноваций и интеграции на мировом уровне.
5. Выбрать главы в книге, подходящие для этих поставленных целей.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

- | | |
|--|-------------------------------------|
| • "Большая семерка" | • переходные экономики |
| • глобализация финансовых рынков | • План Маршалла в Европе |
| • "двойной дефицит" | • программа выпуска евронон |
| • многонациональные корпорации | • Римский клуб |
| • нефтяные кризисы в 1974 г. и 1979 г. | • финансовый инжиниринг |
| | • унифицированный европейский рынок |

СОКРАЩЕНИЯ

ОПЕК	— организация стран — экспортеров нефти	РС (LDCs)	— развивающиеся страны
ЕС	— Европейский Союз	ВНП	— валовой национальный продукт
МВФ	— Международный валютный фонд	ВВП	— валовой внутренний продукт
МБРР	— Международный банк реконструкции и развития	СВИФТ	— международная финансовая электронная система платежей
ГАТТ	— Генеральное соглашение по тарифам и торговле	"Большая семерка"	Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Великобритания, США
ООН	— Организация Объединенных Наций	НАФТА	— Североамериканское соглашение о свободной торговле
ТНК	— транснациональные корпорации	АТЕС	— Азиатско-Тихоокеанское экономическое сотрудничество

ИЗМЕНЕНИЯ МИРОВОЙ СРЕДЫ И СТРУКТУРЫ ЭКОНОМИКИ

После болезненных уроков "великой депрессии" 1930-х годов и второй мировой войны США взяли на себя лидирующую роль в оказании помощи странам Западной Европы и Азии в деле восстановления разрушенной войной экономики. Эти усилия

американского правительства приняли форму Плана Маршалла в Европе и различных программ помощи в Азии, особенно в Японии и Китае. Кроме того, было основано несколько важных международных организаций, призванных укрепить международное сотрудничество и взаимопомощь, в том числе Международный валютный фонд (МВФ) в 1944 г., Международный банк реконструкции и развития (МБРР) в 1945 г., Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ) в 1945 г. и Организация Объединенных Наций (ООН) в 1949 г.

В послевоенные годы, в период с 1950 г. по 1990 г., мировая среда и экономическая структура претерпели огромные изменения. Значительный рост международной торговли и быстрый приток международного капитала, растущий темп научно-технического прогресса и переход от коммунистической системы к рыночной экономике в Восточной Европе ускорили региональное сотрудничество и мировую интеграцию. В результате этих достижений перед банками, корпорациями и инвесторами поставлены многие задачи и открываются различные перспективы.

Изменения в мировой экономической среде

Эти послевоенные изменения определили новый этап формирования мировой среды, который продолжается и сегодня. Мы даем представление об эволюции международной денежной системы в главе 2. Здесь предлагается краткий экскурс в историю, для того чтобы можно было оценить изменения, охватившие мировую экономическую среду за последние 35 лет.

Понимание этого необходимо, так как, судя по тому как идут 90-е годы, мы вполне можем ожидать, что этот быстрый темп изменений сохранится и даже ускорится. Среди событий, вызвавших серьезные изменения в мировой экономической и финансовой среде, были следующие:

- 1) возникновение рынка евродолларов в 1957 г. в Лондоне в ответ на введение контроля со стороны британского правительства над фунтом стерлингов (см. гл. 6);
- 2) образование Европейского экономического сообщества (ЕЭС) в 1958 г., которое первоначально было известно как Общий рынок, а теперь называется просто Европейский Союз (ЕС);
- 3) стремление американских корпораций расширить зарубежную деятельность (с середины 50-х годов); придание японскими и европейскими корпорациями возрастающего значения деятельности на мировом рынке, а также возросшая конкуренция между американскими и иностранными многонациональными корпорациями как на международной арене, так и в США;
- 4) появление новых деловых возможностей для бизнеса на Дальнем Востоке, вызванное быстрым экономическим ростом Японии начиная с 60-х годов;
- 5) мировой финансовый кризис в 1971 г. и 1973 г., ведущий к краху Бреттонвудской системы, и формальный переход от системы фиксированных валютных курсов к плавающим валютным курсам;
- 6) серьезное давление на мировую экономическую систему оказали первый и второй нефтяные кризисы в 1974 г. и 1979 г.; за эти 2 года Организация стран — экспортеров нефти (ОПЕК) существенно повысила цены на нефть;
- 7) начало мирового долгового кризиса в 1982 г. из-за проблем обслуживания долга, с которыми столкнулись развивающиеся страны;
- 8) превращение Японии в ведущую международную финансовую силу и источник мирового капитала в 1980-х годах;
- 9) в феврале 1987 г. 7 стран (“большая семерка”) достигли Луврских соглашений в Париже. Они запланировали поддержать падающий доллар

США, искусственно поддерживая обменный курс своих валют по отношению к доллару в узких пределах колебания. Они также намеревались проводить согласованную экономическую политику в своих странах;

- 10) в 1987 г. Европейским экономическим сообществом (ЕЭС) был принят Единый европейский акт, призывающий к созданию унифицированного европейского рынка в 1992 г., который смог бы существенно изменить экономическое и финансовое положение Западной Европы;
- 11) в 1989—1992 гг. восточноевропейские коммунистические страны изменили свою политическую систему, перейдя от коммунистических к многопартийным правительствам, от централизованно планируемой экономики к свободной рыночной экономике; эти изменения оказали глубокое влияние на мировую политику, экономику и финансы;
- 12) появление унифицированного европейского рынка после 1992 г. и вступление в силу Североамериканского соглашения о свободной торговле в ноябре 1993 г., а также конференция об азиатско-тихоокеанском экономическом сотрудничестве в США в 1993 г. ускорили региональное развитие в 90-е годы.

Изменения мировой экономической структуры

То, как производятся и продаются товары, оказывает значительное влияние на мировую экономическую структуру. Вообще говоря, характер и направления в мировом производстве и торговле не меняются существенно из года в год. Однако с учетом долгосрочной перспективы изменения этих направлений оказались способными повлиять на величину и структуру мировых финансовых потоков.

За последние два десятилетия были отмечены 4 главные структурные тенденции:

- изменения в отношениях между сырьевыми и промышленно развитыми странами;
- переход промышленно развитых стран от трудоемкого к наукоемкому производству;
- повышение значения международного движения капитала в мировой торговле;
- возрастание степени диверсификации деятельности многонациональных корпораций, в том числе международного инвестирования в совместные предприятия и соглашения о партнерстве¹.

Традиционно между экономиками сырьевых и промышленно развитых стран существовали тесные взаимосвязи. Модель взаимоотношений была следующая: сырьевые страны экспортируют свою продукцию в промышленно развитые страны и используют доходы от экспорта для импорта готовых изделий. Эти тенденции изменились с резким снижением цен на сырьевые товары, за исключением нефтепродуктов. В середине 70-х годов группа западноевропейских интеллектуалов, известная как Римский клуб, предсказала глобальный дефицит большинства природных ресурсов в мировом масштабе к 1987 г. Основываясь на этих предположениях, многие сырьевые страны надеялись создать картели по поставке основных видов сырья с целью увеличить свои валютные поступления. Это намерение последовать примеру ОПЕК, однако, не осуществилось. В 1986 г. ООН, взяв за исходную величину (100%) средний индекс цен на основные виды сырья в период с 1971 г. по 1981 г., определила данный показатель на уровне 50% от исходного². Длительный спад в ценах на основные

¹ Третья и четвертая тенденция определены в: Peter F. Drucker. The Changed World Economy // Foreign Affairs (Spring 1986): 768—91.

² World Economic Survey, United Nations // New York, 1987.

виды сырья может быть отнесен на счет изменений спроса и предложения. Ожидание повышения цен в 70-е годы привело к росту инвестиций и излишкам производственных мощностей, особенно в мировой металлургической промышленности. Изменения в технологии также отрицательно повлияли на спрос. Например, телекоммуникационные компании теперь используют оптические волокна для установки кабеля, тогда как раньше здесь использовался только медный провод. Развитие технологии также способствовало увеличению внутреннего производства зерна и пищевых продуктов во многих странах, что привело к снижению объема международной торговли пищевыми продуктами.

Вторым изменением в мировой экономической структуре стало увеличение в структуре занятости доли специальностей, требующих высокой квалификации, за счет менее квалифицированных работников (т. е. переход от трудоемкого к наукоемкому производству). Рост автоматизации, компьютеризации и роботизации в промышленно развитых странах вызвал более высокий уровень занятости "белых воротничков" в отличие от "синих воротничков". Легкость обмена информацией стимулирует предпринимательскую деятельность, малый бизнес и личную инициативу. Для использования достижений научно-технического прогресса необходимы высококвалифицированные и образованные работники. В результате затраты на рабочую силу (в структуре себестоимости продукции) стали менее важны, чем прежде.

Вместо этого для повышения производительности и конкурентоспособности в целом инвестиции в человеческий капитал¹ стали более важными.

Третьим и важнейшим изменением стало то, что в мире произошел большой рост международного движения капитала, нежели в международной торговле. В соответствии с данными *международной финансовой статистики* МВФ мировой экспорт достиг уровня 2000 млрд. долл. в 1981 г., немного снизился в 1982—1983 гг., но вновь вырос до 3447 млрд. долл. в 1991 г. Кроме изменения удельного веса различных стран в структуре мирового экспорта существенных изменений не произошло. Однако в этот же период значительно возросли международные потоки капитала.

Это увеличение отразилось на рынке евровалюты, рынках международных облигаций и рынке иностранной валюты. Размер рынка евровалюты вырос от 1155 млрд. долл. в 1981 г. до 3660 млрд. долл. в 1992 г. За этот же период выпуск международных облигаций вырос с 23 млрд. до 342 млрд. долл. Кроме того, значительно вырос ежедневный оборот иностранной валюты на трех ведущих международных финансовых рынках. За период с 1986 г. по 1992 г. средний ежедневный оборот иностранной валюты в Лондоне увеличился с 90 млрд. до 303 млрд. долл. За этот же период ежедневный оборот в Нью-Йорке увеличился от 50 млрд. до 192 млрд. долл. В Токио изменения происходили в пределах от 48 млрд. до 128 млрд. долл. в 1992 г.²

Четвертым важным изменением экономической структуры стала растущая важность многонациональных корпораций и совместных предприятий МНК различных стран. По существу, многонациональные корпорации распространили свои организационные, производственные и маркетинговые структуры на зарубежные страны, способствуя движению товаров, услуг, капитала и технологии между странами. В 60-е годы в этом направлении международного бизнеса доминировали многонациональные корпорации, основанные в США. В 80-е годы большее значение приобрели многонациональные компании других стран. Примером этого являются бразильские и корейские многонациональные корпорации, действующие в США. Совместные предприятия стали распространенным способом интеграции в мировой бизнес. Число соглашений о создании совместных

¹ Способности и трудовые навыки, приложение которых приносит доход. (Прим. ред.)

² Financial Times, (September 30, 1992): 2.

предприятий между крупнейшими многонациональными корпорациями, заключенных с 1980 г. по настоящее время, измеряется в сотнях.

Одним из примеров подобных совместных предприятий могут послужить инвестиции корпорации GM-Toyota для производства автомобилей в США. Американские производители значительно увеличили проникновение на рынки Западной Европы, создавая совместные предприятия по производству компьютеров. Американская компания Eli Lilly и венгерское правительство образовали в Будапеште совместное предприятие по производству фармацевтической продукции. Поскольку совместные предприятия снижают необходимость отправки продукции из одной страны в другую, такие соглашения сокращают объем международной торговли, но увеличивают международные инвестиции (например, совместное предприятие GM-Toyota в США).

РАЗВИТИЕ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И ПОТОКОВ КАПИТАЛА

Колебания темпов роста и предпосылки для переливов капитала

В 70-е и 80-е годы наблюдались значительные колебания темпов экономического роста стран и регионов. Темпы экономического роста оказывают значительное воздействие на формы, в которых различные страны принимают участие в международной торговле и инвестициях. Как правило, высокие темпы роста вызывают увеличение импорта товаров и услуг. Эти изменения могут сопровождаться растущей необходимостью в получении займов от других стран. И наоборот, более низкие темпы роста снижают необходимость заимствования. Тем не менее темпы роста — это только один фактор, влияющий на международное движение капитала. Остальные факторы включают торговую политику, сокращение объема вмешательства государства в функционирование финансовых рынков и проведение финансовых операций, изменение инвестиционных возможностей. Все эти факторы способствовали росту международного движения капитала начиная с 1978 г.

С 80-х годов страны с развитой рыночной экономикой испытывали большие колебания ежегодных темпов роста. Рост ВВП в этих странах менялся от 4,3% в 1981—1988 гг. до 3,3% в 1989 г. и 2,4% в 1990 г. Темпы роста снизились до 1,4% в 1991 г., но увеличились до 3,0% в 1992 г. (табл. 1.1).

Эти тенденции еще более отчетливо проявились в развивающихся странах, где темпы роста в 80-е годы снизились по сравнению с уровнем 70-х годов на 3/4. Темпы роста были особенно низкими для развивающихся стран западного полушария. Странам Юго-Восточной Азии, включая Сингапур, Гонконг, Тайвань и Южную Корею, напротив, удалось поддержать темпы роста в 1981—1992 гг. в пределах 5,5—8,7%.

Бывшие страны с централизованно планируемой экономикой в Восточной Европе пережили снижение темпов роста в последние годы. Помимо собственных внутренних экономических проблем, снижение экономического роста стран с развитой рыночной экономикой привело к падению экспорта стран Восточной Европы на Запад. Эти факторы привели к возникновению ситуации, когда экономический рост стран Восточной Европы в 1981—1988 гг. (в среднем 3,7%) сменился спадом в период с 1990 по 1992 г.

Достижения Китайской Народной Республики (КНР) резко контрастируют с опытом Восточной Европы. Путем повсеместного внедрения рыночной экономики и ослабления централизованного планирования КНР поддержала высокие темпы экономического роста, составившие в среднем 11,3% в 1981—1988 гг. и 6,0% в 1988—1992 гг. (см. табл. 1.1).

ТАБЛИЦА 1.1 РОСТ НАСЕЛЕНИЯ И ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА ПО РЕГИОНАМ, 1981—1992 ГГ.

	Населе- ние 1990 г., млн. человек	Темпы роста населе- ния, %	ВВП, 1980 г., млрд. долл.	Годовые темпы изменений ВВП, %				
				1981—				
				1987 г.	1988 г.	1989 г.	1990 ¹ г.	1991 ² г. 1992 ² г.
Все страны	5292	1,8	—	2,6	4,3	3,0	1,0	0,0 2,1
Страны с развитой рыночной экономикой	813	0,6	7640	2,4	4,3	3,3	2,4	1,4 3,0
Северная Америка	276	0,8	2866	2,8	4,4	2,5	1,0	1,0 3,1
Западная Европа	358	0,2	3467	1,8	3,8	3,4	2,7	1,2 2,3
Развитые страны*Азии	144	0,5	1060	3,8	5,4	4,6	5,0	3,1 4,1
Восточная Европа и СССР ³	405	0,6	—	2,7	3,7	1,4	-6,3	-9,5 -4,5
Развивающиеся страны	4074	2,1	2780	3,0	5,0	3,4	2,9	3,5 5,0
Западное полушарие	432	2,1	815	1,2	0,8	1,1	-0,7	1,5 3,0
Африка	606	3,1	336	1,2	2,1	3,3	3,4	3,0 3,0
Западная Азия	130	3,0	357	-1,6	1,1	2,4	0,0	-0,5 7,0
Южная и Восточная Азия	1686	2,2	662	5,3	8,7	6,0	6,1	5,5 6,0
Китай ³	1139	1,5	470	10,0	11,3	3,3	4,8	5,5 6,0
Страны Средиземноморья	81	1,5	141	3,2	1,4	1,0	-0,7	2,0 4,0
Мемориальные статьи баланса								
Страны, имеющие крупную задолженность	612	2,3		1,0	1,2	1,5	-0,8	1,5 —
Северная Африка ⁴	383	3,2		1,4	3,0	2,7	1,9	3,0 —

¹ Предварительные оценки.² Прогноз, основанный на проекте ЛИНК и оценках Секретариата. Для группы развивающихся стран оценки округлены до 0,5%. Группа восточноевропейских стран и СССР исключает бывшую ГДР, которая включена в группу западноевропейских стран; поэтому есть перерыв в ряду после 1990 г. для стран с той рыночной экономики и стран Восточной Европы и СССР.³ Чистый материальный продукт; сведения для периода 1981—1989 гг. являются правительственной оценкой.⁴ Исключая Нигерию.

Источники: UN/DIESA. Информация о темпах роста населения представлена Департаментом по перспективам оценки и планирования изменений численности населения в мире, по расчетам, проведенным в 1984 г. (United Nations publication sales № E/86/XIII/3) по данным ООН, World Economic Outlook, 1992.

ТАБЛИЦА 1.2 ЧИСТЫЙ ПРИТОК РЕСУРСОВ В США, ПО РЕГИОНАМ, 1980—1990 ГГ. (МЛРД. ДОЛЛ.)

	1980 г.	1981 г.	1982 г.	1983 г.	1984 г.	1985 г.	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1989 г.	1990 г. ¹
Канада	-0,5	0,3	7,1	9,0	12,3	13,1	10,2	8,0	7,1	5,1	4,0
Япония	9,5	14,5	15,5	24,6	42,1	51,3	52,1	53,4	47,3	41,5	32,6
Западная Европа:	-16,7	-9,0	-2,7	5,4	21,4	31,1	34,8	32,2	18,7	1,7	-1,8
Германия	2,4	2,9	5,3	8,3	13,2	15,9	20,0	21,4	18,1	13,8	—
Великобритания	-2,2	1,1	2,9	2,8	3,0	5,3	5,6	4,7	—	-4,1	-3,9
Латинская Америка и страны Карибского бассейна	-2,2	-6,3	4,7	18,0	20,6	16,6	12,7	15,3	10,2	10,7	10,7
Мексика	-2,7	-5,5	4,2	10,1	7,90	7,5	7,3	8,3	5,6	5,2	—
Основные страны — экспор- теры нефти в Африке и Азии ²	36,7	24,9	5,8	0,8	5,2	3,1	2,3	7,2	5,7	11,2	14,8
Другие развивающиеся страны	-4,7	-0,6	1,1	9,4	21,3	22,1	31,6	42,1	34,7	35,6	35,6
Восточная Европа и СССР	-2,7	-2,9	-2,8	-1,7	-2,1	-1,4	—	-0,2	-1,6	-3,5	-2,2
Другие страны ³	-0,1	-4,7	-4,4	-8,0	-11,0	-12,9	-3,4	-4,9	-6,6	-7,8	-8,0
Всего	19,4	16,1	24,3	57,6	109,8	123,0	140,4	153,1	115,5	94,4	85,8

¹ Предварительная оценка, анализ по всем странам не представлен.² Включая страны — члены ОПЕК, исключая Эквадор и Венесуэлу.³ Включая чистые операции с международными организациями и нераспределенные средства.

Источник: UN/DIESA, основаны на информации Министерства торговли США. Обзор текущей деятельности. На основании World Economic Outlook, ООН, 1992.

Отражая тенденцию снижения темпов роста ВВП, в начале 80-х годов объем мировой торговли стал расти более низкими темпами. По данным МВФ, темпы роста международной торговли снизились с 5,0% в 70-е годы в среднем до 2,7% в год в начале 80-х годов, но выросли в среднем до 5,8% в 1984—1991 гг. Сопровождая этот спад, изменилась структура мировой торговли: сырьевые продукты уступили в ней место готовым изделиям. Согласно этим структурным изменениям США увеличили свою долю в мировом экспорте с 12% в 1981 г. до 15,5% в 1991 г. Изменились и направления мировой торговли. В 1988 г. на Азию приходился 31% торговли США, в то время как доля Европы составила 23%. Япония и другие азиатские страны увеличили торговлю с Европой в ответ на угрозу введения протекционистских мер. С 1984 г. Япония заменила ОПЕК в качестве крупнейшего мирового экспортера капитала благодаря своим внутренним сбережениям и активному сальдо торгового баланса.

Мировые потоки капитала

Теоретически можно предположить, что международный капитал стремится туда, где доходы и производительность достаточно высоки. Более того, мы вправе ожидать, что структура доходов от производственных фондов должна быть стабильной, так как они тесно связаны с лежащей в его основе производительностью. Исходя из этого у нас не было бы оснований ждать серьезных изменений в международных потоках капитала. Однако такие изменения имели место за последние 20 лет. Одно из таких изменений затрагивает США.

С 1983 г. международные потоки кредитов в США возрастали непрерывно (табл. 1.2). В 1983—1990 гг. мировые потоки капитала в США составили 879 млрд. долл.; из этой суммы на Японию приходилось 327 млрд. долл., или 37%, на ЕС — 16% и на оффшорные центры и развивающиеся страны — 47%. Большая часть иностранного капитала, поступившего в США, была инвестирована в американские государственные облигации, промышленные облигации, акции, и прямые инвестиции в некоторые отрасли¹. Значительный приток иностранного капитала позволил профинансировать дефицит бюджета правительства США. Сложные взаимосвязи между этими “двойными дефицитами” обсуждаются в следующих главах. При подобной конъюнктуре достаточно указать, что “двойные дефициты” способны усилить нестабильность так же, как понижающее давление на доллар США на валютном рынке. Эта нестабильность может обостриться, если иностранные инвесторы решат отозвать средства, ранее направленные в США.

Глобализация финансового рынка

С 1980 г. система финансовых рынков стала функционировать на глобальном уровне. Возникла мировая финансовая сеть, соединяющая ведущие финансовые центры разных стран. Она связала Нью-Йорк и другие ведущие финансовые центры, включая Лондон, Токио и Цюрих. Лондон — это ведущий центр евровалюты. Токийский рынок ценовых облигаций стал более популярным в последние годы благодаря большим объемам сбережений и избытку капитала в Японии. Цюрих также является ведущим рынком иностранных облигаций, главным образом благодаря анонимности зарубежных депозитов. Другие международные финансовые центры, такие как Франкфурт, Амстердам, Париж, Гонконг, Багамские о-ва, Каймановы о-ва, выполняли различные функции, связанные с мировыми потоками капитала. Это подробно обсуждается в других главах.

Укрепление связей между этими центрами произвело финансовую революцию, имеющую три ключевых аспекта: глобальное присутствие международных финансовых институтов, международная финансовая интеграция и быстрое развитие финансовых инноваций.

¹ Министерство торговли США. Обзор текущей деятельности (различные номера).

Возрастающие потоки мирового капитала усиливают финансовую конкуренцию между странами. Эта тенденция оказывает давление на правительства отдельных стран, содействуя сокращению объема вмешательства государства в деятельность на внутреннем рынке и либерализации международного движения капитала. Процветающий и растущий рынок ценных бумаг в США в 80-е годы был привлекателен для иностранных банков и брокеров. Начиная с 1980 г. Япония начала либерализацию рынка иностранной валюты и внутреннего финансового рынка. Значительно выросли японский рынок заграничных облигаций и денежные рынки. Аналогичный опыт приобрела Великобритания, сняв контроль над капиталом в 1979 г. и проведя реформу рынка акций ("большой шок") в октябре 1986 г. В результате финансовые рынки Великобритании весьма значительно увеличились за счет расширения деятельности международного рынка еврооблигаций и рынка акций.

Международная финансовая интеграция — второй аспект финансовой революции — связана с устранением барьеров между внутренними и международными финансовыми рынками и развитием множественных связей между этими секторами рынка. Финансовый капитал может свободно, без ограничений перемещаться с внутреннего на мировой финансовый рынок и наоборот. Так как идет процесс финансовой интеграции, финансовые институты основывают филиалы в ведущих финансовых центрах для выполнения функций заимствования, кредитования, инвестирования и оказания других финансовых услуг. Международная финансовая интеграция приносит в равной степени выгоду и заемщикам, и кредиторам. Однако заемщики и кредиторы подвержены риску в разной степени, включая рыночный риск, процентный риск, валютный риск и политический риск. Эти риски и меры, принимаемые для их снижения, обсуждаются подробно в главах 5, 6, 13 и 17.

Международная финансовая интеграция ставит много проблем перед финансовыми институтами и другими участниками рынка. Во-первых, инвесторам может быть сложно получить надежные данные относительно деятельности на международном рынке капитала. Например, многие финансовые операции, такие как процентные свопы, относятся к забалансовым статьям и не фиксируются четко по обычным каналам отчетности. Другая проблема состоит в том, что интеграция рынков капитала привела к упрощению начала процедуры перелива капитала. Руководящим денежно-кредитным учреждениям трудно своевременно спрогнозировать или обнаружить дестабилизирующие потоки средств для того, чтобы сформировать корректирующую стратегию. Наконец, рыночная интеграция может усилить уязвимость финансового рынка и усложнить проблему контроля за его деятельностью.

Третьим аспектом финансовой революции являются финансовые инновации, т. е. создание новых финансовых инструментов и технологий. Финансовые инструменты, такие как евродолларовые депозитные сертификаты, еврооблигации с нулевым купоном, синдицированные кредиты в евровалюте, ставка процента, валютные свопы и краткосрочные обязательства с изменяющимся процентом, стали весьма популярны на международных финансовых рынках. Они подробно рассматриваются в главах 5, 6, 7, 12 и 15. Снижение объемов синдицированных кредитов в евровалюте после 1982 г., последовавшее за кризисом задолженностей развивающихся стран, ускорило процесс секьюритизации¹. Используя этот принцип, заемщик может снизить зависимость от прямого банковского кредитования и вместо этого выпускать краткосрочные коммерческие векселя или краткосрочные облигации, размещение которых гарантируется коммерческими или инвестиционными банками. Эти инструменты могут периодически выпускаться и перепродаваться на вторичном рынке, как если бы они были долгосрочными ценными бумагами. Программа выпуска евронота является

¹ Процесс увеличения роли ценных бумаг на финансовых рынках в ущерб кредиту. (Прим. ред.)

примером такой секьюритизации. Выпуск ценных бумаг быстро вырос с 10 млрд. долл. в 1983 г. более чем до 26 млрд. долл. в 1985 г.¹

Технологические инновации ускорили и усилили процесс глобализации. В частности, средства связи повысили скорость совершения международных операций и их объем. В результате этого потоки информации и капитала совершаются быстрее. Телекоммуникации помогают банкам привлекать сбережения с депозитных пулов всего мира и направлять средства заемщикам на условиях самого высокого дохода и самых низких затрат. Инвестиционные банки могут заключать сделки в облигациях и иностранной валюте через СВИФТ (рассматривается в главе 9). Коммерческие банки могут направлять аккредитивы через электронные системы платежей из своих штаб-квартир в их представительства за границей; эта связь с местными экспортерами и импортерами обеспечивается через компьютер (рассматривается в главе 10).

С 1991 г. термин "финансовый инжиниринг" встречался в некоторых публикациях. По существу финансовый инжиниринг определяется как развитие и творческое применение финансовых технологий для решения финансовых проблем и использования финансовых возможностей². Финансовые технологии — это емкий термин, подразумевающий такие финансовые инновации, как инвестиционные фонды открытого типа, вкладывающие средства только в краткосрочные обязательства денежного рынка, банковские автоматы³, производные ценные бумаги и т. д.

ЗАДАЧИ, СТОЯЩИЕ ПЕРЕД ПРАВИТЕЛЬСТВАМИ, ДЕЛОВЫМИ КРУГАМИ И ФИНАНСОВЫМИ ИНСТИТУТАМИ

Предшествующее обсуждение указывает на то, что в мировой экономической среде и структуре за последние 40 лет произошли серьезные изменения. Эти события изменили направление и величину мировых потоков капитала. Рост мирового капитала зависит от сбережения текущих доходов. Эти сбережения могут быть направлены основным инвесторам через международную финансовую систему. Правительства поощряют процесс сбережений — инвестиций и таким образом стимулируют накопление капитала. Для этой цели правительства должны обеспечить благоприятную правовую, политическую, социальную, экономическую и финансовую среду, в которых и отечественный, и международный экономический бизнес могли бы полноценно функционировать и развиваться.

Когда происходят изменения в платежном балансе страны, они сопровождаются значительным движением капитала из одной страны в другую. Одним из наиболее значимых изменений стал быстрый рост дефицита торгового баланса США в 1982 г. Это привело к тому, что США поглотили значительную долю мирового капитала. В результате США быстро стали крупной страной-должником (с 1986 г.). Непрерывный рост внешней задолженности США превратился в проблему, которую решают политики всего мира.

Страны с развитой рыночной экономикой

На страны с развитой рыночной экономикой приходится 65% совокупного мирового производства (см. табл. 1.1). Группа этих стран оказывает определяющее влияние на экономическую деятельность других стран путем торговых связей, движения капита-

¹ Morgan Guaranty Trust Company. Global Financial Charge // World Financial market (December 1986): 2.

² The Journal of Financial Engineering (June 1992).

³ Автоматы, выполняющие различные банковские операции. Пример — банкомат. (Прим. ред.)

ла и технологий. В настоящее время перед развитыми рыночными экономиками стоит много проблем, важнейшими из которых являются следующие:

1. *США.* В прошлом десятилетии у США появился большой структурный дефицит федерального бюджета, равный приблизительно 120 млрд. долл., и дефицит международных платежей по текущим счетам, также равный 120 млрд. долл. Чтобы поддержать экономический рост без инфляции, этот “двойной дефицит” необходимо сократить.
2. *Япония.* Эта страна является вторым по величине в мире производителем после США. Проблема, стоящая перед Японией, — найти пути и направить активное сальдо по текущим расчетам на ссуды, предоставляемые на выгодных условиях, и инвестиции в других странах. Японский капитал должен быть направлен в страны, испытывающие дефицит средств. Повышение курса японской иены и сохранение политики безинфляционного экономического роста будут факторами, затрудняющими проведение фискальной и денежной политики. Спад в японской экономике и на рынке акций в 1990—1992 гг. обнаружил определенные слабости японской финансовой системы, которая была принята на 1990-е годы.
3. *Европейское Сообщество.* Для стран ЕС характерен умеренный темп экономического роста при снижающихся темпах инфляции. Уровень безработицы по-прежнему остается высоким. Правительство Германии осторожно подошло к проблеме финансового стимулирования из-за боязни инфляции. Согласованное проведение экономической и финансовой политики стран ЕС при существовании унифицированного европейского рынка с 1992 г. играет важную роль, влияя на торговлю и потоки капитала. Однако валютный кризис в сентябре 1992 г. стал предупреждением о том, что путь развития европейского валютного союза будет нелегким.

Развивающиеся страны

В течение 70-х годов развивающиеся страны делали крупные займы для развития их экономики и платы за импорт нефти. В 1982 г. темпы роста долга развивающихся стран вышли из-под контроля (табл. 1.3). Общая внешняя задолженность развивающихся стран выросла с 130 млрд. долл. в 1973 г. до 1114 млрд. долл. в 1986 г. и, наконец, достигла 1336 млрд. долл. в 1990 г. По мере того как бремя обслуживания долга развивающихся стран росло, условия внешней торговли для этих стран ухудшались, т. е. экспортные цены развивающихся стран понизились в сравнении с импортными ценами. Из-за того что международная кредитоспособность развивающихся стран была поставлена под вопрос, международный финансовый союз стал высказывать нежелание выдавать кредиты или инвестировать средства в экономику некоторых развивающихся стран. В результате инвестиционные расходы снизились и темпы экономического роста этих стран резко упали.

Проблема, стоящая сегодня перед развивающимися странами, — найти способы рассчитаться с международными долговыми обязательствами, при этом поддерживая социальную и политическую стабильность. Правительства этих стран-должников рассчитывают улучшить экономическую ситуацию, полагаясь на инициативу частного сектора. Приватизация государственных предприятий является одним из направлений этой деятельности. Кроме того, некоторые развивающиеся страны решили сделать более благоприятным климат для иностранных инвестиций путем региональной интеграции. Примером тому является Североамериканская ассоциация по свободной торговле (НАФТА). Это соглашение подразумевает свободное движение товаров и услуг на территории США, Канады и Мексики.

ТАБЛИЦА 1.3 ПОКАЗАТЕЛИ ДОЛГА И ОБСЛУЖИВАНИЯ ДОЛГА РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН
ЗА 1973—1990 ГГ.

	1973 г.	1980 г.	1986 г.	1990 г.
Долг развивающихся стран, млрд. долл.	130	634	1114	1336
Коэффициент обслуживания долга ¹	15,9	17,6	23,0	17,6
Условия внешней торговли (соотношение индексов импортных и экспортных цен)	+13,3	−16,3	−18,1	−0,4

¹ Коэффициент обслуживания долга — это сумма долга, выраженная в процентах от доходов от экспорта.

Источник: IMF, *World Economic Outlook* (1983 и 1991).

Новые индустриальные страны

Термин “новые индустриальные страны” применяется к странам Восточной Азии и Латинской Америки. Четыре государства Азии являются представителями этой группы стран: Гонконг, Южная Корея, Сингапур и Тайвань.

Эти страны продемонстрировали значительный экономический рост за десятилетие с 1976 г. по 1986 г., колеблющийся в пределах от 6,5 до 8,6% (табл. 1.4). Успех этих стран можно объяснить созданием экспортноориентированной экономики, когда увеличение экспорта автоматически означает экономический рост страны. Новые индустриальные страны стремились привлечь инвестиции многонациональных корпораций, принимали участие в лицензионных и технологических соглашениях, импортировали передовые технологии, чтобы обеспечить основу для экспорта. Гонконг и Сингапур успешно играли роль региональных центров мобилизации капитала, одновременно обладая эффективной промышленностью. В 1986 г. четыре страны этой группы экспортировали товары на общую сумму 131 млрд. долл., 37% импорта продукции новых индустриальных стран пришлось на США, 10% на Японию и 13,2% на ЕС.

ТАБЛИЦА 1.4 АЗИАТСКИЕ НОВЫЕ ИНДУСТРИАЛЬНЫЕ СТРАНЫ: ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ, ТОРГОВЛЯ, НАКОПЛЕНИЕ И ИНВЕСТИЦИИ

	Годовой рост ВВП в 1976—1986 гг., %	Активное сальдо торгового баланса по текущим расчетам, 1986 г., млрд. долл.	Доля в ВВП в 1986 г., %		Объем торговли в 1986 г., млрд. долл.		
			Накопление	Инвести- рование	с США и Японией	с ЕС	
Гонконг	8,6	2,4	29,7	20,4	8,1	−5,5	1,1
Южная Корея	7,2	4,7	34,2	31,4	7,5	−5,8	0,6
Сингапур	6,5	0,2	46,7	44,5	1,3	−3,1	−0,1
Тайвань	8,0	15,0	37,5	16,5	13,4	−3,4	1,6
Всего		22,3			30,0	−17,8	3,2

Источник: Morgan Guaranty Trust Co., *World Financial Markets* (January, 1987).

Перед новыми индустриальными странами сейчас стоят новые проблемы. Они должны отрегулировать активное сальдо торгового баланса и проводить новую политику, учитывая растущий протекционизм и торговую конкуренцию. Новые индуст-

риальные страны начинают чувствовать конкурентное давление со стороны государств, вступивших в раннюю стадию индустриализации, включая Индонезию, Таиланд, Бразилию, Аргентину и Мексику. В условиях этой новой конкуренции и другие индустриальные страны поймут, как важны различия в ценах и продукции для непрерывного успеха. Новые индустриальные страны должны также разработать стратегию перехода к выпуску высокотехнологичной продукции (такой как электроника), а также другой, требующей квалифицированного труда. Кроме того, рост региональных торговых блоков, таких как единый европейский рынок и НАФТА, могут создать проблемы для этих новых индустриальных стран, благополучие которых во многом поддерживалось внешней торговлей.

Страны с переходной экономикой

В 90-е годы в восточноевропейских странах идет процесс перехода от централизованно планируемой к рыночной экономике. Чтобы осуществить такой переход, эти страны нуждаются в поступлениях иностранного капитала.

Основными недостатками централизованно планируемой экономики являются нехватка потребительских товаров, нерациональное использование ресурсов, неполноценная или истощенная инфраструктура, сложности в разработке и внедрении технологических инноваций. Отсутствие экономических стимулов и устаревшая технология являются ключевыми факторами, усугубляющими эти проблемы. В Польше, Венгрии, Китае и России начались процессы децентрализации в регулировании экономической сферы; приватизации некоторых секторов экономики, таких как сельское хозяйство, сфера услуг; налоговые льготы для привлечения иностранных инвестиций и использование новых технологий.

К сожалению, реформы, начатые во многих бывших коммунистических странах, не достигли желаемого результата. Многие восточноевропейские страны, в частности Польша, Венгрия, Восточная Германия, нуждаются в дальнейших политических и экономических преобразованиях, в особенности в приватизации отраслей, остающихся под контролем государства. Кроме того, этим странам потребуется много лет для проведения необходимых им преобразований, таких как направление инвестиций в инфраструктуру, использование современного капитального оборудования и внедрение передовых технологий производства¹.

Многонациональные корпорации

С начала 60-х годов, когда американские фирмы стремились перенести свою деятельность за рубеж, ТНК стали важным международным феноменом. В то время американские фирмы вызвали значительную полемику относительно влияния их деятельности на экономику стран. Роль и конкурентное положение американских многонациональных компаний изменились. Первое: американские многонациональные компании столкнулись с жесткой конкуренцией со стороны японских, европейских компаний и даже компаний некоторых развивающихся стран на многих рынках. Второе: иностранные многонациональные компании вложили средства в США, их привлекли благоприятные рыночные возможности. В соответствии с данными Министерства торговли США, прямые иностранные инвестиции в США выросли от 83 млрд. долл. в 1980 г. до 407 млрд. долл. в 1991. Третье: американские ТНК в 80-е годы перешли к инвестированию в экономику своей страны по следующим причи-

¹ *The Banker* "Journey into the Unknown" (October 1989): 42—56.

нам: 1) налоговая реформа, принятая американским правительством, благоприятствовала внутреннему инвестированию; 2) нестабильный курс доллара с 1985 г. делал инвестирование за рубежом менее выгодным; 3) низкие цены на нефть сократили объем инвестиции нефтяных компаний за границу. За 1980—1991 гг. прямые инвестиции США за границу выросли с 213 млрд. до 450 млрд. долл. Эта тенденция способствует увеличению международной конкуренции на рынке США.

Структурные изменения заставили ТНК переоценить свою конкурентную политику. Задачи, стоящие перед этими компаниями, включают задачи максимизации распределения ресурсов, к примеру японский капитал и технологии и американский менеджмент и маркетинг (описываются в главах 14 и 18). Другие проблемы: как произвести новую продукцию для увеличения на рынке доли совместных предприятий в Западной Европе; как использовать мировой рынок капитала для снижения затрат на финансирование различных проектов (в главе 15); как использовать передовую технологию для снижения издержек и избежать неблагоприятных колебаний курса валют и ставки процента (в главах 16—17).

Финансовые институты: международные банки и управляющие портфелями активов

Перед частными финансовыми институтами международной ориентации стоят серьезные задачи, ставшие результатом сокращения объема вмешательства государства в экономику, технологических изменений, быстрого роста движения капитала, финансовых инноваций, непостоянства валютных курсов и процентных ставок. Коммерческие банки вынуждены иметь дело с реструктуризацией долга развивающихся стран точно так же, как с растущей конкуренцией со стороны инвестиционных банков и иностранных коммерческих банков. Японские банки и дилерские фирмы, осуществляющие торговлю ценными бумагами, стали серьезными конкурентами на мировых финансовых рынках. Тенденция секьюритизации оказала значительное давление как на международные коммерческие банки, так и на инвестиционные банки относительно обслуживания клиентов на неустойчивых рынках.

В условиях глобализации финансовых рынков и развития новых финансовых инструментов управляющие международными портфелями страховых компаний, пенсионных фондов, инвестиционных фондов открытого типа нуждаются в высококвалифицированных финансовых работниках для принятия своевременных решений в условиях постоянно меняющейся ситуации на финансовых рынках. Международное портфельное инвестирование подробно рассматривается в главах 18, 19, 20.

Международные финансовые институты: МВФ

Как отмечается в начале главы, роль Международного валютного фонда в сфере мировых финансов чрезвычайно велика. Перед МВФ в настоящее время стоит много проблем, которые сохраняются и в ближайшем будущем. Вероятно, две из них будут занимать центральное место. Первая — поддержать жизнеспособную международную систему платежей и стабильность на рынке иностранной валюты. С момента принятия плавающего валютного курса в 1973 г. неопределенность на рынке иностранной валюты сохранялась. Существенное изменение стоимости ключевой валюты, такой как доллар США или немецкая марка, может вызвать бурную реакцию на мировых финансовых рынках. Чтобы снизить валютный риск, центральные банки диверсифицируют резервные сбережения, а фирмы и банки сокращают объем операций с иностранной валютой. При этой системе спрос и предложение на специфические виды валют угрожают эффективной деятельно-

сти на международном валютном рынке. Одним из источников проблем МВФ в этом отношении являются ограниченные возможности влияния на интервенцию правительств стран на рынках иностранной валюты. Например, центральный банк страны может управлять плавающим (валютным) курсом таким образом, чтобы это благоприятствовало национальной валюте этой страны. Такие действия известны как плавающий курс, определяемый не только стихией рынка, но и интервенционистскими мерами, т. е. действиями центральных банков (*“dirty floating”*).

Второй проблемой МВФ является проблема предоставления кредитов странам — членам этого фонда. МВФ обычно руководствуется собственной линией в политике предоставления резервных фондов своим членам. Реформы в России и странах Восточной Европы требуют принятия особых мер со стороны МВФ.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ: ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПРОБЛЕМЫ

В перспективе в сфере мировых финансов могут появиться следующие проблемы:

1. Создание НАФТА, конечно, будет способствовать движению товаров, услуг и капитала в пределах США, Канады и Мексики; только позднее выяснится, какие отрасли промышленности выиграют, а какие пострадают в результате этих изменений.
2. Бурный рост экономики и финансовых рынков стран Дальнего Востока открыл новые финансовые и деловые возможности для иностранных инвесторов. Тем не менее сохраняются проблемы высокой степени риска, внутренней конкуренции и культурных различий, а также различий практики деловых отношений.
3. Россия и страны Восточной Европы, сделавшие выбор в пользу рыночной экономики, нуждаются в иностранных инвестициях, но для этого пропасть, разделяющая бывшие социалистические страны и западные индустриальные страны, должна быть сужена.
4. Рост вторичных рынков за последнее время увеличил международное движение капитала и конкуренцию. Кроме того, недостаток регулирования вторичных рынков ставит под вопрос безопасность международных финансовых игроков.
5. Плавающие валютные курсы и неустойчивые ставки процента на международных финансовых рынках усилили нестабильность и усложнили задачи планирования для корпоративных и финансовых институциональных инвесторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мировая финансовая среда стремительно менялась в течение последних десятилетий. Эти изменения подразумевают рост рынка евровалюты, развитие общего европейского рынка, усиление роли ТНК, международные финансовые кризисы, ряд нефтяных кризисов, международный кризис задолженностей, распад коммунистической системы в России и странах Восточной Европы и переход к рыночной экономике.

В мире усилилось движение международных капиталов. Частично эти перемены стали результатами колебаний темпов роста отдельных государств.

В течение 80-х годов международные потоки капитала в США постоянно увеличивались. Этот рост способствовал глобализации финансовых рынков ведущих международных центров. Более тесные взаимосвязи между международными центрами произвели финансовую революцию, суть которой состоит в увеличении числа и роли финансовых институтов, финансовой интеграции и быстром темпе разработки новых финансовых методов.

Эти перемены ставят в 90-е годы новые задачи перед правительствами, предприятиями, финансовыми институтами и международными организациями. США продолжают испытывать крупный дефицит бюджета и дефицит торгового баланса. Активное сальдо торгового баланса Японии должно быть направлено в продуктивные капиталовложения в других странах. Развивающиеся страны должны изыскивать возможности обслуживания подверженного инфляции внешнего долга, а также платить за возрастающую стоимость импортируемых товаров и капитала. Страны с переходной экономикой в Восточной Европе должны занять соответствующее место в мировой рыночной системе.

МВФ играет решающую роль в мировых финансах. Первое, он должен действовать с целью поддержания жизнеспособной международной системы платежей. Второе, он должен выбирать соответствующую политику в отношении стран, нуждающихся в кредитах, и выполнять координирующие функции в финансовой политике стран-участниц.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Как менялась мировая финансовая среда в течение последних десятилетий?
2. Почему в мировой экономике произошел быстрый рост международного движения капитала?
3. Какие качественные изменения произошли в международном движении капитала?
4. Какие серьезные задачи, ставшие результатом перемен в мировой экономике, стоят перед правительствами, компаниями, финансовыми институтами и международными организациями?
5. Какую роль играет МВФ в постоянно меняющейся мировой финансовой среде?

Краткая библиография

- Angelini, Anthony, Maximo Eng, and Francis A. Lees. *International Lending, Risk and Euromarkets*. London: Macmillan, 1979.
- Bank for International Settlements. *Annual Report*, various issues.
- Eng, Maximo, and Vladimir Simunek. Inflow of Capital and Financing Needs of the U.S. Economy. *Journal of North American Economics and Finance*, December 1988.
- Eiteman, David K., Arthur I. Stonehill, and Michael H. Moffett. *Multinational Business Finance*. 6-th ed. Reading, MA: Addison-Wesley, 1992.
- George, Abraham, and Ian Giddy. *International Finance Handbook*. New York: Wiley, 1983.
- Grabbe, Orlin J. *International Financial Markets* // New York: Elsevier, 1991.
- International Finance Corporation. *Emerging Stock Markets*, Fact Book. 1992.
- International Monetary Fund. *World Economic Outlook*, Washington, D. C., various issues.
- Hirtke, Beverly. Factor Affecting the Competitiveness of Internationally Active Financial Institutions. *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York (Spring 1991).
- J. P. Morgan. *World Financial Markets*, various issues.
- Levi, Maurice D. *International Finance*. 2-nd ed. New York: McGraw-Hill, 1990.
- Madura, Jeff. *International Financial Management*. 3-rd ed. St. Paul, MN: West Publishing Co., 1991.
- Melvin, Michael. *International Money and Finance*. 2-nd ed. New York: Harper & Row, 1989.
- Organization for Economic Cooperation and Development. *Financial Market Trends*. Paris: various issues.
- Root, Franklin R. *International Trade and Investment*. 6-th ed. Cincinnati, OH: Southwestern, 1990.
- Shapiro, Alan C. *Multinational Financial Management*. 2-nd ed. Boston: Allyn & Bacon, 1991.
- Solnik, Bruno. *International Investment*. Reading, MA: Addison-Wesley, 1991.

Мировая денежная система

ВВЕДЕНИЕ

Мировая денежная система претерпела значительные изменения, которые коснулись ее структуры и путей функционирования. Темпы изменений выросли в течение четырех последних десятилетий. Доллар, который был единственной твердой валютой к концу второй мировой войны, теперь занимает место в середине перечня валют, составленного по критерию их твердости. Аналогично этому относительное ухудшение произошло в сфере кредитно-финансовых учреждений и затронуло американские банки, рынки долгосрочного ссудного капитала и денежные рынки США, которые играют менее значимую роль сегодня, чем 30—40 лет назад. Главенствующую роль играют европейские и японские рынки долгосрочного ссудного капитала, механизм международного евровалютного рынка, рынки акций развивающихся стран и международные банки почти со всех континентов.

В этой главе мы даем общее представление о развитии мировой денежной системы. Особое внимание уделяется взаимодействию существующей сегодня системы и ее главных составляющих.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Понять роль и важность мировой денежной системы для успешного ведения бизнеса и финансовой деятельности.
2. Оценить постоянно меняющийся характер мировой денежной системы и перемены, произошедшие со времен существования золотого стандарта, в течение второй мировой войны и в послевоенный период.
3. Проанализировать современную структуру, функционирование и основные составляющие мировой денежной системы, включая Международный валютный фонд, рынок иностранной валюты и другие компоненты.
4. Определить роль, которую играет европейская валютная система в качестве надежного регионального механизма валютных курсов и основы для валютного сотрудничества.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
• Бреттонвудская валютная система	• нехватка долларов
• границы отклонений, расхождений	• обусловленность кредитов обязательством должников проводить определенную экономическую политику
• европейская валютная единица (ЭКЮ)	• официальные резервы
• европейская валютная система (ЕВС)	• Плацианское соглашение
• интервенция	• сеть свопов
• квота МВФ	• Смитсоновское соглашение
• контроль (регулирование) капитала	• специальные права заимствования
• кризисы	• характеристика двойственной стабильности
• Луврские соглашения	• Ямайские соглашения
• международный золотой стандарт	
• международная ликвидность	
• механизм выравнивания, регулирования	

СОКРАЩЕНИЯ			
МВС (IMS)	— мировая денежная система	СДР	— специальные права заимствования
ЭКЮ	— европейская валютная единица	ЕФВС (EMCF)	— Европейский фонд валютного сотрудничества
ЕВС	— европейская валютная система	МВК (ERM)	— механизм валютных курсов
ПБ (BOP)	— платежный баланс	ЛИБОР (LIBOR)	— лондонская ставка предложения по межбанковским депозитам
ИЕТ (IET)	— налог, уравнивающий ставки процента		
G5	— "Группа пяти"		

РОЛЬ МИРОВОЙ ДЕНЕЖНОЙ СИСТЕМЫ

Мировая денежная система аналогична денежной системе страны. Она выполняет похожие функции. Денежная система страны предусматривает выполнение следующих функций:

- перенос покупательной способности, т. е. осуществление платежей для покрытия сделок;
- обеспечение надежной единицы стоимости;
- стандарт для отложенных платежей.

Например, если филиппинская компания берет заем размером в 200 млн. песо, денежная система страны предоставляет деньги, чековые книжки или валюту, чтобы осуществлять платежи. Если филиппинская компания погасит ссуду в течение 5 лет, банк-кредитор в течение этого времени будет заявлять о своих правах на 200 млн. песо, сумму, выраженную устойчивой единицей стоимости — песо. В конце концов денежная система обеспечивает стандарт (доллар в США, фунт стерлингов в Великобритании, песо на Филиппинах), которым измеряются отложенные платежи.

Денежная система отдельной страны функционирует успешно без инфляции. Инфляция — это особенно серьезная проблема, угрожающая выполнению второй и третьей

функций денежной системой страны. При высоких темпах инфляции в США доллар не сохранит устойчивой покупательной способности и не будет выступать как соответствующий стандарт отложенных платежей.

Мировая денежная система действует аналогично денежной системе отдельных стран. Мировая денежная система выполняет аналогичные основные функции, а именно осуществляет платежи для покрытия сделок, обеспечивает устойчивую единицу стоимости и стандарт отложенных платежей. Основным отличием мировой денежной системы является то, что международные платежи обычно предполагают наличие операций с иностранной валютой минимум для одной из сторон, участвующих в сделке. Операции с иностранной валютой обычно совершаются на рынке иностранной валюты.

Как станет ясно дальше, валютный рынок является одним из важнейших компонентов мировой денежной системы.

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

$$1,00 \text{ песо} = 0,05 \text{ долл. США}$$

$$1,00 \text{ долл. США} = 20,00 \text{ песо}$$

Постепенное погашение суммы долга происходит в течение всего периода, на который предоставлена ссуда, причем в течение этих 5 лет в конце каждого года выплачивается определенная одинаковая часть суммы долга. Ссудный процент, равный 9% по непоплаченной сумме долга, также выплачивается в конце года.

По прошествии 2 лет филиппинская компания потеряла 5 440 тыс. песо в результате обесценения песо по отношению к доллару на рынке иностранной валюты. По происшествии 5 лет общие потери составили 47 000 тыс. песо, или 23,6% от первоначального размера ссуды. Таким образом, можно пронаблюдать, что мировая денежная система чинит серьезные препятствия для ведения международного бизнеса. В этом случае филиппинская компания понесла серьезные финансовые потери в результате обесценения песо. Такие потери помешают филиппинской компании сохранить конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынках.

Этот пример позволяет выделить некоторые ключевые требования, необходимые для успешного функционирования мировой денежной системы:

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

2. *Действие механизма выравнивания (регулирования).* Эта цель требует того, чтобы: отдельные страны проводили экономическую и финансовую политику, способствующую поддержанию сбалансированной международной системы платежей; финансовые механизмы обеспечивали регулирование платежного баланса; правительства содействовали сохранению равновесия на рынках иностранной валюты. Механизм выравнивания действовал не очень успешно в течение последнего десятилетия. Например, растущий дефицит торгового баланса США — превышение импорта над экспортом — остался фактически не затронутым тем обстоятельством, что произошло значительное обесценение доллара США. За 1985—1993 гг. курс доллара резко упал по отношению к иене (от 250 до 110 иен за долл.), фунту стерлингов, немецкой марке, французскому франку и другим основным валютам.

Постоянный дефицит торгового баланса и текущих статей платежного баланса на фоне быстро обесценивающегося доллара ставят под вопрос эффективность механизма выравнивания и систему плавающих курсов. Предполагалось, что плавающий доллар найдет свой собственный уровень, т. е. меновую стоимость, которая будет легко уравнивать состояние платежного баланса США. Несколько факторов помогают объяснить несостоятельность механизма регулирования плавающих курсов. Среди них торговые барьеры и политика, проводимая транснациональными корпорациями (ТНК).

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

ТАБЛИЦА 2.1 ВЛИЯНИЕ ОБЕСЦЕНЕНИЯ ФИЛИППИНСКОГО ПЕСО ПО ОТНОШЕНИЮ К АМЕРИКАНСКОМУ ДОЛЛАРУ НА СУММУ, ВЫРАЖЕННУЮ В МЕСТНОЙ ВАЛЮТЕ, НЕОБХОДИМУЮ ДЛЯ ОБСЛУЖИВАНИЯ ДОЛГА (ДОЛГ ВОЗВРАЩАЕТСЯ В ДОЛЛАРАХ США)

Годы	Общая сумма долга, ко- торая долж- на быть выплачена, долл.	Оставшая- ся часть общей сум- мы долга, тыс. долл.	Сумма го- дового ссудного процента, долл.	Общий раз- мер обслу- живания долга, млн. долл.	Курс песо по отноше- нию к дол- лару США	Общий раз- мер обслу- живания долга, тыс. песо	Планиру- емое об- служивание долга, тыс. песо	Увеличение размера об- служивания долга, тыс. песо
0		10 000						
1	2000	8000	900000	2900	20	58000	58000	0
2	2000	6000	720000	2720	22	59840	54400	5440
3	2000	4000	540000	2540	24	60960	50800	10160
4	2000	2000	360000	2360	26	61360	47200	14160
5	2000	0	180000	2180	28	61040	43600	17440
							Всего	47200

Примечание. Общий рост суммы обслуживания долга в филиппинских песо: 47200. Общий рост суммы обслуживания долга в процентах от начального размера ссуды: 23,6%.

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

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

3. *Уверенность в международной денежной системе.* Если фирмы и инвесторы частного сектора будут уверены в том, что правительства проводят политику, ведущую к сбалансированной международной системе платежей, они будут испытывать доверие к системе. Международные организации, такие как МВФ, стараются способствовать проведению такой политики правительствами. В дополнение к этому правительства предпринимают совместные усилия для внушения доверия к существующей системе.

В послевоенный период уверенность в мировой денежной системе ассоциировалась с положением доллара США, который играет важнейшую роль в системе. Высокие темпы инфляции в США подрывают доверие в доллару. В 1971 г. эта неуверенность проявилась в форме спекулятивной атаки “медведей” на доллар, когда спекулянты продавали доллары в обмен на другую валюту.

Держатели долларов стремились обменять свои сбережения на другую валюту. Это вынудило ведущие центральные банки прекратить обратимость долларов в другие валюты по фиксированным обменным курсам.

РАННЯЯ ИСТОРИЯ И ПОСЛЕВОЕННОЕ РАЗВИТИЕ

Британия: мировой банкир

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

Мировая денежная система — это механизм, находящийся в постоянном развитии. Это происходит благодаря действиям правительств, оказывающим влияние на ее “эксплуатационные характеристики”, а также благодаря тенденциям развития и событиям, имеющим место в мировой экономике.

В течение 40 лет, предшествующих 1914 г., мировая денежная система испытывала на себе значительное влияние британского фунта стерлингов. Доминирующая

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

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

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

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

Золотой стандарт

Введение золотого стандарта объединило Великобританию и многие ведущие промышленно развитые страны, которые: 1) определили курс и стоимость своей валюты определенным содержанием золота; 2) позволили свободную чеканку золотых монет на монетном дворе и 3) разрешили неограниченный экспорт и импорт золота.

Международный золотой стандарт обеспечил стабильную мировую валютную систему на многие десятилетия, предшествующие первой мировой войне. Механизм золотого стандарта требовал выполнения двух условий. Первое: каждая страна выбирает золото в качестве основного стандарта стоимости валюты, поддерживая соответствие денежной единицы определенному количеству золота. Второе: каждая страна разрешает свободный экспорт и импорт золота. Для того чтобы все деньги, включая монеты, банкноты и средства на банковские депозитах, имели равную стоимость, страна может 1) чеканить золотые монеты, содержащие количество золота, установленное законом, в качестве стандартной единицы стоимости; 2) отдавать казначейству распоряжения о покупке или продаже золота слитками по фиксированной цене; 3) поддерживать паритет стоимости своей валюты и золота путем покупки или продажи по фиксированной цене валюты страны, где введен золотой стандарт. Этот последний прием получил название золотовалютного (золотодевизного) стандарта.

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

В период с 1870 г. по 1914 г. Великобритания тесно привязала фунт стерлингов к золоту. В течение этого периода Великобритания имела преимущество страны, не участвующей в войнах, что способствовало формированию ее имиджа как образца

финансовой надежности и осторожности¹. Согласно мнению Киндлбергера и Линдerta, успех золотого стандарта в тот период объясняется спокойствием того времени. Мировая экономика не была подвержена столь серьезным испытаниям, каким были первая мировая война и "великая депрессия".

Временами Великобритания была вынуждена ограничивать вывоз золотого запаса. Банк Англии продемонстрировал впечатляющую способность приостановить вывоз золота путем ужесточения кредитной политики. Это ужесточение привлекало большие объемы краткосрочного капитала из-за границы, даже когда центральные банки других стран повышали процентные ставки так же, как и Банк Англии. Эта способность привлечь краткосрочный капитал была связана с ролью Лондона как резервного центра для мировых денежных рынков². Когда эта система рухнула в конце и после первой мировой войны, США унаследовали роль мирового банкира.

После первой мировой войны возник ряд проблем, сделавших невозможным возвращение к этой системе. Первое, дифференцированная инфляция, которая имела место в странах ранее при золотом стандарте, подняла вопрос о создании соответствующей схемы валютных курсов. Второе, США не были опытным мировым банкиром. Страна занималась кредитованием в 20-е годы, и многие из предоставленных ею ссуд не были возвращены. Третье, "великая депрессия" 30-х годов стала причиной сокращения объема мировой торговли и инвестиций. В конце концов некоторые страны попытались решить проблему дефицита платежного баланса, разрешив беспрепятственное обесценение собственной валюты по отношению к другим валютам. Эта валютная нестабильность подрывала доверие к системе и вела к дальнейшему снижению объема международного кредитования и инвестиций. Мировая денежная система, эффективно способствующая росту мировой торговли и платежей, не просуществовала и до конца второй мировой войны. К концу второй мировой войны международная валютно-финансовая конференция в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Гэмпшир, учредила создание двух новых институтов — Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития (МБРР). Эти институты были призваны играть главную роль в мировых финансах.

Послевоенное развитие

Окончание второй мировой войны открыло новые возможности восстановления стабильной финансовой среды. Во время войны инфляционное давление сохранялось по всему миру. Инфляция способна оказать серьезное давление на валютное отношение и привести элемент рискованности в ведение мировой торговли и международных коммерческие сделки.

Мировая денежная система развивалась и менялась под влиянием следующих факторов:

- 1) изменяющейся роли США и доллара США в мировых финансах;
- 2) повышения значимости международных финансовых рынков;
- 3) появление возможностей расширения международных банковских операций;
- 4) появления новых условий и возможностей, осознанных транснациональными корпорациями;

¹ Kindleberger C. P., Lindert P. H., International Economics (Homewood, IL: Dow-Jones-Irwin, 1978) 391.

² Kindleberger C. P., Lindert P. H., p. 394.

- 5) возникновения финансовых кризисов, вызванных изменениями в основных принципах экономических взаимоотношений между странами;
- 6) растущей важности иностранного инвестирования, особенно международных портфельных инвестиций.

Далее мы обсудим послевоенное развитие мировой денежной системы, уделим особое внимание ее отношению к различным явлениям, описанным выше.

Долларовый дефицит: 1946—1952 гг.

На исходе второй мировой войны два главных полюса, обладающие экономическим потенциалом, — США и Западная Европа оказались в двух диаметрально противоположных друг другу ситуациях с точки зрения их способности выступать в качестве участников мировой торговли и инвесторов. В 1946 г. производство в США находилось на высоком уровне. Послевоенный переход к экономике, ориентированной на нужды мирного времени, прошел ровно, и все остальные страны мира нуждались в американских товарах и услугах. По этой причине спрос на доллары превзошел предложение до такой степени, что экономисты назвали этот период эрой “долларового дефицита”.

Экономика стран Западной Европы, напротив, пребывала в состоянии беспорядка. Разрушительные действия войны уничтожили многочисленные заводы и производственную инфраструктуру. Дефицит многих товаров требовал больших объемов импорта. Для послевоенной Европы была характерна ситуация, когда растущий спрос на импортные товары сочетался с ограниченными возможностями производства на экспорт.

Кроме того, западноевропейские валюты были неустойчивыми. На этом этапе они были неконвертируемыми из-за нежелания иностранных торговых партнеров и финансовых институтов принять плату за экспорт, выраженную в этих валютах.

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

Стабильность: 1953—1957 гг.

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

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

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

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

Возникновение проблем с платежами: 1958—1963 гг.

Следствием стабилизации курсов иностранных валют стало обретение главными европейскими валютами статуса конвертируемости в 1958 г. Это событие стало основой для создания Общего рынка. Первоначально Общий рынок был группировкой, объединяющей шесть стран (Западную Германию, Францию, Италию, Бельгию, Люксембург и Нидерланды), в рамках которой все тарифы на промышленную продукцию были постепенно устранены в течение 10 лет. Вместо этого был установлен общий внешний тариф. Создание Общего рынка явило собой проблему для американских корпораций. До 1958 г. американские компании использовали возможности выгодного сбыта в Европе. Теперь Общий рынок установил схему региональной торговой интеграции, что должно было поставить в неблагоприятные условия американских производителей.

У американских производителей не оставалось другого выбора, кроме как рассматривать инвестирование в производственные мощности в пределах группировки из шести стран. Этот шаг обеспечил американским производителям производственную основу, имеющую равноправный доступ на процветающий Общий рынок в качестве местных производителей. В период между 1959 и 1964 годами американские изготовители ускорили прямые производственные капиталовложения в Общий рынок, давая возможность американским банкам финансировать часть этих капиталовложений. Американские банки также усмотрели необходимость устанавливать более тесные контакты с Западной Европой в форме представительств и, реже, европейских филиалов или отделений.

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

Контроль капитала: 1964—1970 гг.

Решение проблемы дефицита платежного баланса стало основным предметом дискуссий в ходе президентской кампании 1960 г. Кандидат от демократов Джон Ф. Кеннеди причиной дефицита платежного баланса считал неправильную экономическую политику. Однако победа демократов на выборах не изменила основных тенденций в экономике страны, среди которых имел место растущий объем вывоза капитала из США в форме

выпуска заграничных облигаций в Нью-Йорке. В 1963 г. администрация Кеннеди предложила налог, уравнивающий ставки процента, который был одобрен Конгрессом в следующем году. Этот налог представлял собой акциз на покупку американскими резидентами облигаций и акций, выпущенных иностранными юридическими лицами.

Налог был направлен на выравнивание стоимости ценных бумаг в Нью-Йорке и Европе, где уровень процентных ставок был выше. Изначально ставка налога на покупку иностранных акций и облигаций составила 15%. Этот налог для европейских заемщиков поднимал стоимость облигаций, выпущенных сроком на 15—20 лет, на 1% в год. Хотя американский инвестор и платил налог, но основное бремя этого налога легло на иностранного заемщика. Результаты отражены в табл. 2.2.

С ростом альтернативных форм вывоза капитала проблемы дефицита платежного баланса сохранялись. В результате в начале 1965 г. были утверждены две дополнительные формы контроля капитала. Первая — ограничение кредитования американскими банками оффшорных заемщиков (среди них европейские филиалы американских корпораций) и вторая — ограничения на прямые заграничные капиталовложения американских предприятий.

Эти ограничения обеспечили серьезные стимулы для развития оффшорных финансовых рынков, включая рынки евровалюты и еврооблигаций. Кроме того, американские банки начали создавать оффшорные филиалы, чтобы использовать их в качестве основы для кредитования, не нарушая программу контроля капитала.

В конечном счете американские ТНК нашли возможность использования специализированных финансируемых филиалов для получения займов на оффшорных рынках и направления этих средств в действующие филиалы.

ТАБЛИЦА 2.2 ВЛИЯНИЕ НАЛОГА, УРАВНИВАЮЩЕГО СТАВКИ ПРОЦЕНТА, НА СТОИМОСТЬ И ДОХОД ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ В НЬЮ-ЙОРКЕ

	До введения налога	После введения налога
Номинальная стоимость облигации, долл.	1000	1000
Годовой облигационный купон, долл.	60	70
Стоимость для американского инвестора, долл.	1000	1150
Действительный ежегодный процент по займу, %	6,00	7,00
Доход американского инвестора, %	6,00	6,08

Мировые финансовые кризисы: 1971—1973 гг.

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

В 1971 г. доверие к доллару рухнуло. Многие частные лица — держатели долларов стремились перевести свои средства в твердую европейскую валюту. Спекуляция долларами в Германии была настолько сильна, что Немецкий центральный банк был вынужден на короткий период времени закрыть рынок иностранной валюты во Франкфурте. В сущности, свободная конвертируемость доллара была прекращена. Роль министров финансов десяти стран во время кризиса 1971 г. отражена ниже, в списке событий, которые привели к распаду Бреттонвудской системы.

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

Смитсоновское соглашение было важным по нескольким причинам. Во-первых, это была первая совместная попытка стран преодолеть потерю доверия к Бреттонвудской системе и кризис доллара. Во-вторых, оно выявило необходимость усовершенствованного механизма регулирования. Более широкий диапазон колебаний валютных курсов в обоих направлениях, равный 2,25%, должен был сделать механизм регулирования менее уязвимым для спекулятивных действий и сделать более гибким соотношение валютных курсов. В 1973 г. произошел второй кризис, и США были вынуждены вновь понизить курс доллара. Вскоре после этого рынки иностранной валюты перешли к свободному колебанию курсов основных валют.

Рециклирование нефтедолларов: 1974—1981 гг.

В начале 1974 г. Организация стран — экспортеров нефти (ОПЕК) в 4 раза повысила цены на экспортируемую неочищенную нефть, тем самым обозначив начало первого мирового нефтяного кризиса. Нефтяной кризис вызвал необходимость помогать странам в преодолении дефицита торгового баланса, причиной которого стали резко взвинченные цены на нефть.

В середине 1974 г. МВФ установил “нефтяную систему” (“oil facility”), для того чтобы резервные средства стран — членов ОПЕК направлялись в страны, нуждающиеся в зарубежной помощи. Нефтяные кризисы способствовали ряду изменений, коснувшихся МВФ, включая принятие официальной системы плавающих валютных курсов (Ямайское соглашение, январь 1976 г.); снятие ограничений, относящихся к формулировке и использованию специальных прав заимствования; отмену официальной цены на золото.

Второй нефтяной кризис произошел в 1978—1979 гг. Рост цен на нефть заставил многие страны занимать средства, чтобы платить за импорт нефти. Начало нефтяного кризиса заставило США отказаться от системы контроля капитала. Нефть — это товар, ориентирующийся на доллар, и резервы в долларах, полученные экспортерами нефти, должны быть рециклированы, т. е. предоставлены в виде ссуд странам — импортерам нефти. Эти резервы в долларах называются нефтедолларами. В то время главный механизм рециклирования резервных средств включал: 1) денежный рынок и банковский сектор Нью-Йорка, 2) лондонский денежный рынок и 3) рынок евро-валюты. Американские власти быстро предприняли шаги по прекращению контроля капитала, чтобы дать американским банкам возможность увеличения ссуд всем странам — импортерам нефти, не имеющих ограничений, связанных с контролем капитала. В результате американские банки смогли свободно вести конкурентную борьбу

за вклады в нефtedолларах и использовать эти поступления для международного кредитования без ограничений. В последующие несколько лет произошел бум международного банковского кредитования, так как международный синдицированный рынок еврокредитов расширился, чтобы соответствовать необходимым размерам рециклирования нефtedолларов.

Дополнение 2.1 ХРОНОЛОГИЯ СОБЫТИЙ 1971 Г., ПРИВЕДШИХ К КРИЗИСУ БРЕТТОНВУДСКОЙ СИСТЕМЫ

Январь—март	Апрель	3—5 мая	10 мая	Июнь—июль	15 августа
Большие потоки ликвидных средств, вывозимых из США, привлеченных высокими процентами, оказали давление на доллар в системе фиксированных валютных курсов	Серьезный дефицит официальных резервов США в первом квартале, открытая спекуляция против доллара США на рынке иностранной валюты	Немецкий Бундесбанк был вынужден купить 1 млрд. долл. США. Бундесбанк прекратил действия по поддержке доллара (интервенцию, т. е. скупку долларов для поддержания курса). Остальные ведущие европейские центральные банки прекратили интервенцию	Иностранные валютные рынки вновь начали функционировать. Курсы европейских валют или выросли, или им было разрешено колебаться по отношению к доллару	Рост дефицита официальных резервов США, во II квартале серьезный дефицит торгового баланса США. По мере того как продолжалась спекуляция, уменьшался золотой запас США	В США президент Никсон объявил о программе стабилизации. Эта программа предполагала 90-дневное замораживание заработной платы и цен, временные дополнительные 10%-ные налоги на импортную продукцию, другие налоговые меры, временное прекращение конверсии долларов в золото
28 августа	15 сентября	Октябрь—ноябрь	1 декабря	17—18 декабря	
Япония прекратила официальную интервенцию на рынке иностранной валюты, курс иены вырос	На встрече министров 10 стран соглашение по экономической политике не было достигнуто. США настаивали на увеличении курса основных валют по отношению к доллару	На США оказывают давление по поводу принятия мер для преодоления кризиса. В III квартале вырос дефицит официальных резервов, в результате чего усилилась валютная спекуляция	На встрече 10 министров финансов в Риме министр финансов США предложил 10%-ную девальвацию (рост цены золота в долларах)	Группа из 10 министров встретилась в Смитсоновском институте, Вашингтон, США, где ее участники согласились на увеличение цены золота в долларах (от 35 до 38 долл. за унцию), окончание дополнительного налогообложения импортной продукции и ревальвации других валют	

Мировой долговой кризис: 1982—1983 гг.

К 1981 г. размеры задолженностей развивающихся стран превзошли их возможности обслуживания долгов. В 1982 г. мировой долговой кризис стал реальностью, когда правительство Мексики заявило о своей неспособности выплатить в срок как основную сумму внешней задолженности, так и проценты по ней. Другие страны-должники последовали примеру Мексики, заявив о том, что средства, необходимые для обслуживания внешнего долга, превосходят их собственные резервы в иностранной валюте.

Кризис 1982 г. имел несколько причин. Первое: в период с 1978 г. по 1991 г. инфляция во всех странах подняла процентные ставки по международным ссудам и кредитам до рекордного уровня. Второе: при предоставлении еврокредитов обычно использовался “плавающий процент”, основанный на таком способном быстро реагировать на различные изменения показателе процентных ставок, каким является ЛИБОР (Лондонская межбанковская ставка предложения). Поэтому страны-должники быстро ощутили на себе влияние повышенных процентных ставок в форме роста объема средств, необходимых для обслуживания долга. Третье: произошло снижение мировых цен на товары, и доходы от экспорта стран-должников, в свою очередь, сократились из-за низких цен на экспортную продукцию. После 1982 г. международное финансовое сообщество стало свидетелем проблем обслуживания долга и пересмотров сроков их погашения. Страны-должники вели переговоры с кредиторами относительно продления сроков погашения оставшейся части долга. Банки-кредиторы получали определенную плату, соглашаясь на пересмотр сроков погашения долга. Кроме того, многие страны-должники соглашались на программу стабилизации МВФ, что требовало жестких финансовых мер. Эти программы обычно требовали от стран-должников уменьшения роста денежной массы и дефицитов государственных бюджетов. В ответ на это МВФ должен был предоставить льготы для получения среднесрочных кредитов, что позволяло странам-должникам продолжать импортировать продукты питания, топливо, промышленные изделия, таким образом способствуя развитию экономических систем этих стран.

Секьюритизация и пересмотр сроков погашения: 1984—1987 гг.

В течение периода с 1981 г. по 1984 г. администрация Рейгана придерживалась политики активного вмешательства в деятельность рынка иностранной валюты. Тем не менее повышение курса доллара США в 1982—1984 гг. сделало импортные товары более выгодными для американских потребителей. В результате дефицит торгового баланса принял угрожающие размеры. Автомобильная, текстильная отрасли промышленности и сельское хозяйство столкнулись с наиболее жесткой иностранной конкуренцией и стали открыто требовать защитного законодательства.

Постоянный рост дефицита платежного баланса США в 1985 г. сделал более вероятной возможность принятия защитных мер. На встрече представителей пяти стран (“Группа пяти”), состоявшейся в отеле Плаца в Нью-Йорке, США, Великобритания, Франция, Германия и Япония заявили о том, что будет предпринята совместная интервенция на рынке иностранной валюты с целью вызвать обесценение доллара. Доллар постоянно падал в течение последующих 18 месяцев. Соглашения, достигнутые в ходе встречи в отеле Плаца, отражали растущую неудовлетворенность, связанную с функционированием механизма плавающих валютных курсов, а также обозначили начало периода, когда крупнейшие страны пытались влиять на изменение валютных курсов.

Секьюритизация использовалась, чтобы переводить не подходящие для продажи денежные требования в более удобную для продажи форму ценных бумаг. Деятельность международных банков изменилась под влиянием мирового долгового кризиса.

Теперь вместо прямого кредитования предпочтение отдавалось оказанию платных услуг. Предоставление этих услуг позволяет банкам избежать рисков, связанных с прямым кредитованием, но в то же время доход может быть получен от платы за оказанные финансовые услуги. Эти услуги включают: реструктуризацию (пересмотр условий) займа клиента и портфелей активов (частично через своп процентных ставок и валютный своп); обеспечение финансового дублирования для клиентов, использующих ресурсы рынков капитала; содействие клиентам по снижению рисков, связанных с колебаниями валютных курсов и процентных ставок.

Также международные банки занимались пересмотром сроков погашения ссуд иностранными заемщиками. Как правило, эти пересмотры предполагают наличие трех главных компонентов: 1) пересмотр или расширение срока долгового обязательства, для того чтобы должники могли выплачивать основную сумму долга частями каждый год; 2) пересмотр разницы между процентными ставками и платой за услуги; 3) предоставление дополнительных краткосрочных кредитов для покрытия долгов, требующих немедленной уплаты, или долгов, которые должны быть возвращены в ближайшее время, по финансированию торговли и платежей.

Продажа и списание долгов: 1987—1990 гг.

После принятия соглашения пятью странами в отеле Палаццо Обесценение доллара способствовало тому, что основные промышленно развитые страны почувствовали на себе всю серьезность международной конкуренции. В ответ они стали проводить умеренно ограничительную денежно-кредитную политику. Тем временем в условиях обесценивающегося доллара США следовали политике снижения процентных ставок. Политика США была подвергнута критике ввиду ее очевидной непоследовательности: доллар обесценивался (с целью улучшить торговый баланс США) и одновременно понижались процентные ставки в США, что приводило к росту затрат и увеличению импорта США.

В феврале 1987 г. министры финансов ведущих стран встретились в Париже. Они сделали заявление, названное Луврским соглашением ("Louvre Accord"), в котором содержался призыв к стабилизации курсов валют вокруг наиболее часто встречающихся величин валютных курсов. Соглашение предполагало размах колебаний валютных курсов в пределах +5% и -5% от текущих размеров курсов валют. Эти цели были достигнуты в течение нескольких месяцев после Парижской встречи. Однако в октябре 1987 г. стабильность валютных курсов закончилась вместе с серьезным падением курсов на американском рынке акций.

В то время как пересмотр сроков погашения ссуд стран-должников предоставил им больше времени для улучшения платежного баланса и перестройки сферы внешней торговли, стало очевидным то, что темпы роста отдельных стран были очень низкими. Кроме того, в конце 80-х годов некоторые крупные страны-должники, такие как Бразилия и Аргентина, объявили мораторий на выплату процентов банкам-кредиторам и потребовали, чтобы ведущие банки пересмотрели свою политику по отношению к долговым обязательствам развивающихся стран.

Коммерческие банки основали маленький вторичный рынок, на котором могли торговать долговыми обязательствами, обычно со значительными скидками от номинальной стоимости. В 1987 г. два события заставили банки-кредиторы и правительства пересмотреть свое отношение к долгам слаборазвитых стран: Ситибанк потерял свои средства, предоставленные в виде ссуды развивающимся странам, полностью списав их долги, и компания "Morgan Guaranty" произвела с Мексикой обмен долговыми обязательствами и облигациями. К 1987 г. темпы роста населения опережали темпы экономического роста в некоторых странах-должниках и возникали опасения, что это может подорвать социально-политическую стабильность. План Брейди (The

Brady Plan) был задуман с целью списания долгов. Ключевые аспекты этого плана предполагали предоставление значительных кредитов международными организациями и списание долгов или освобождение от платежей процентов коммерческими банками. Из-за существенного дефицита платежного баланса Соединенные Штаты были не в состоянии предоставить какие-либо существенные кредиты.

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

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

Первое испытание для Маастрихтского соглашения состоялось в июне 1992 г., когда избиратели в Дании отклонили это предложение. Это и последующие события отрицательно сказались на положении европейских валют, что привело к нестабильности на валютных рынках в течение летних месяцев¹. В августе стали распространяться слухи о том, что французы также могут сказать "нет" на референдуме. К началу сентября финская валюта подверглась серьезному спекулятивному давлению, и 8 сентября 1992 г. правительство позволило свободное колебание курса марки. Курс финской валюты упал на 12%, и экспортер-конкурент Швеция был вынужден резко увеличить процентные ставки, чтобы защитить собственную валюту. В течение первых двух недель сентября в Европе продолжался валютный кризис, который стал причиной невиданной по своим размерам интервенции центральных банков, значительных различий в процентных ставках в Европе, пересмотров центральных валютных курсов и временного исключения из ЕВС фунта стерлингов и итальянской лиры.

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

ОСНОВНЫЕ СОСТАВЛЯЮЩИЕ МВС

В первой части этой главы мы описали роль мировой денежной системы и определили несколько ключевых условий ее функционирования. В этой части мы бы хотели глубже рассмотреть существующую в настоящее время МВС, которая сформировалась под влиянием событий, описанных в следующем кратком историческом обзоре.

Существующая сегодня МВС включает пять важных действующих компонентов:

1. Международный валютный фонд (МВФ).
2. Валютный рынок.
3. Официальные резервы.
4. Спрос частного сектора на иностранную валюту.
5. Интервенция и сеть свопов.

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

¹ William J. McDonough, Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations // FRBNY Quarterly Review (Winter 1992/93): 80—81.

Международный валютный фонд

Бреттонвудская система

В 1944 г. представители 44 стран встретились в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Гэмпшир, чтобы создать отлаженную и лучше функционирующую денежную систему. Они хотели создать институциональный механизм, который будет обеспечивать ликвидность, регулирование платежей и рост доверия к вновь созданному механизму платежей. Принимая во внимание валютную нестабильность, имевшую место в период между войнами, они надеялись создать такую денежную систему, которая будет содействовать финансовой стабильности, полной занятости и благоприятному состоянию внешних расчетов всех стран.

Эта система, созданная в Бреттон-Вудсе, призывала к утверждению фиксированных валютных курсов по отношению к доллару США и стабильной цены золота в долларах. Страны должны были держать свои официальные резервы в золоте или долларах США и могли обменять доллары на золото без каких-либо ограничений в Министерстве финансов США.

Бреттонвудская конференция привела к созданию Международного валютного фонда. Целью создания МВФ было обеспечение более строгой финансовой дисциплины стран-членов и более стабильных валютных курсов. Дисциплина валютных курсов должна была поддерживаться странами, проводящими денежно-кредитную политику, направленную на достижение стабильного уровня цен и равновесие платежного баланса. Если страна допустила чрезмерный уровень инфляции, то она будет испытывать снижение объемов экспорта и рост объемов импорта. В результате она потеряет международные резервы и произойдет снижение курса валюты этой страны по отношению к другим валютам.

Фиксированная цена на золото (35 долл. за унцию) должна была служить ограничением денежно-кредитной политики США. Если федеральная резервная система выпустит слишком много долларов, то вырастут цены и состояние платежного баланса может ухудшиться. Иностранные центральные банки могут сосредоточить эти средства у себя и перевести их в золото. Золотой запас США в этом случае уменьшится.

МВФ начал функционировать в конце второй мировой войны. Став международным финансовым институтом, МВФ сегодня включает 160 стран-членов. МВФ был утвержден для поддержания обменных курсов валют и финансовой стабильности, а также для увеличения валютного сотрудничества стран-членов. МВФ был создан в основном для преодоления проблем неконвертируемости валют, торговых и платежных ограничений, нестабильности рынка иностранной валюты, которые преобладали в 30-е и 40-е годы. Штаб-квартирой МВФ является Вашингтон, где планируется и выполняется большая часть всех административных и финансовых операций МВФ.

Обязательства стран-членов

Страны при вступлении в члены МВФ берут на себя определенные обязательства. Эти обязательства касаются их финансов, экономики и политики. Финансовые обязательства предполагают уплату взносов наличными деньгами, основанную на размере квоты стран-членов. США имеют наибольшую квоту в МВФ, а 10 крупнейших индустриальных стран имеют общую квоту, соответствующую 55% всего объема квот (табл. 2.3).

Страны-члены могут использовать ресурсы МВФ, основанные на размере их членского взноса. Первоначально страна-член платила 25% своей квоты в МВФ в золоте. Таким образом, страна-член с квотой, равной 200 млн. долл., вначале платила

Фонду 50 млн. долл. золотом и 150 млн. долл. своей собственной валютой в форме не приносящих процентов предъявительских векселей. Квота подразделяется на 4 части, именуемые траншами. Первая доля, известная как доля квоты, подлежащая оплате в золоте, может использоваться страной-членом автоматически. Все члены могут беспрепятственно использовать эту долю. По мере того как объем средств, которым страна-член желала бы воспользоваться, увеличивается, МВФ становится более требовательным в отношении стандартов финансовой политики. Обусловленность кредитов обязательством должников проводить определенную экономическую политику становится довольно жесткой при использовании третьей и четвертой долей квоты.

ТАБЛИЦА 2.3 ГЕНЕРАЛЬНЫЕ КВОТЫ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН — ЧЛЕНОВ МВФ,
ЯНВАРЬ 1992 Г., МЛН. ДОЛЛ.

Все страны	91152
США	17918
Великобритания	6194
Германия	5403
Франция	4482
Япония	4223
Канада	2941
Италия	2909
Нидерланды	2264
Бельгия	2080
Австралия	1619
Китай	2390
Индия	2207
Саудовская Аравия	3202
Бразилия	1461
Венесуэла	1371
Мексика	1165
Аргентина	1113

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

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

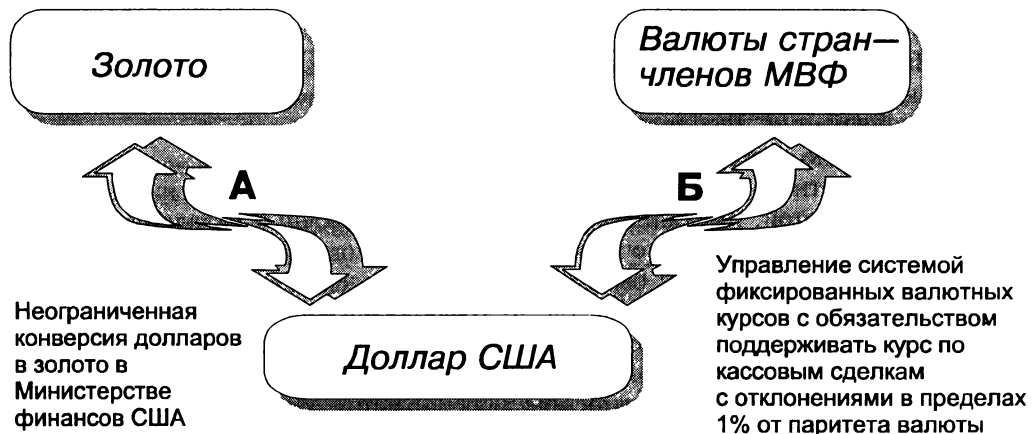
При таком соглашении страна-член может использовать определенную сумму на предусмотренных договором условиях. Такие кредиты могут быть продлены сверх первоначально установленного периода и продолжаться в течение нескольких лет.

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

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

Экономические обязательства в основном налагаются на страны, не имеющие дефицита платежного баланса, которые стремятся к регулированию национальной экономической системы за счет стран с дефицитом баланса международных расчетов. Например, страны, не имеющие дефицита платежного баланса, должны способствовать своему экономическому росту, при этом увеличивая объемы импорта, давая возможность странам с дефицитом платежного баланса увеличить объем экспорта в эти страны и тем самым выйти из этого положения.

Бреттонвудская система вводила двойственные условия стабильности (рис. 2.1). Требовалось, чтобы США проводили политику, направленную на поддержание доверия к фиксированному обменному курсу и цене золота в долларах. Требовалось также, чтобы страны-члены проводили политику, способствующую поддержанию соотношения их фиксированных обменных курсов и доллара США. Как уже было сказано, Соединенные Штаты не смогли сохранить доверие к фиксированному курсу доллара по отношению к другим валютам, и система распалась.



Двойственные условия стабильности действуют в точках А и В. Первое условие стабильности требует, чтобы США проводили финансовую политику, направленную на поддержание доверия к фиксированной цене золота в долларах. Второе условие стабильности требует, чтобы все страны-члены (включая США) следовали финансовой политике, способствующей поддержанию соотношения фиксированных валютных курсов и доллара США

РИС. 2.1. ДВОЙСТВЕННЫЕ УСЛОВИЯ СТАБИЛЬНОСТИ ПРИ БРЕТТОНВУДСКОЙ СИСТЕМЕ

Валюта США играла главную роль в системе. Поэтому Соединенные Штаты имели особые обязательства:

- **Финансовые обязательства США** — переводить доллары в золото для иностранных правительств и центральных банков.
- **Требования к поведению США** — управлять состоянием платежного баланса США так, чтобы предложение долларов соответствовало потребностям в долларах всех остальных стран мира, и держать определенное количество долларов и других официальных резервных средств.
- **Экономические обязательства США** — управлять экономикой США, упрощая регулирование состояния платежного баланса стран, являющихся инвесторами и торговыми партнерами США.

Мы можем кратко изложить функции МВФ следующим образом:

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

Валютный рынок

Валютный рынок облегчает торговлю иностранными валютами. На этом рынке одна валюта — это товар, который продают, тогда как другая валюта — это деньги, находящиеся в обращении. Валютный рынок является крупнейшим финансовым рынком мира, где ежедневно совершаются сделки на 1000 млрд. долл.

Валютный рынок управляется крупнейшими коммерческими банками, которые торгуют валютой, имеющейся у них в форме бессрочных вкладов в других банках. Бессрочные вклады — это источник изъятия и перевода средств, в отличие от срочных депозитов, которые не могут быть изъяты до наступления срока платежа. Этот рынок действует как рынок без посредника, где торговля ведется по телефону или телетайпу, и этот рынок нигде физически не обозначен. Валютный рынок выполняет следующие функции:

- 1) переносит покупательную способность из одной страны в другую;
- 2) обеспечивает способы хеджирования открытых валютных позиций;
- 3) обеспечивает клиринговый механизм для международных платежей. Коммерческие банки принимают участие в сделках с куплей-продажей валют в течение дня, при этом в их нетто (чистой) позиции к концу дня наблюдаются относительно небольшие изменения;
- 4) обеспечивает источник кредитов, посредством чего банки могут покупать срочные тратты, выписанные в иностранной валюте, хранящиеся до наступления срока выплаты. Срочная тратта — это обязательство оплатить чек, выписанный банку на определенный срок. Этот механизм описывается более детально в главе 4.

Валютный рынок — это одна из важных частей сложного финансового процесса, и, как следствие, рынок иностранной валюты отражает нарушение равновесия частотой и

интенсивностью изменений курсов валют. Изменения обменных курсов на рынке обеспечивают центральные банки, правительства и МВФ механизмом, при помощи которого проблемы с платежами могут быть частично решены. Наконец, валютный рынок является важным компонентом частных международных финансовых рынков, усиливающим тесные связи между различными международными секторами денежного рынка.

Официальные резервы

Правительства хранят официальные резервы (мировые деньги) в различных формах. Официальные резервы выступают в качестве мировых денег из-за их общей приемлемости. Один центральный банк с готовностью примет резервы от другого банка, чтобы осуществить дополнительные международные взаиморасчеты. В табл. 2.4 показано, что в январе 1992 г. официальные резервы всех стран составили в целом 693 млрд. долл., эта сумма представляет собой немногим более 1/5 мирового экспорта. Официальные резервы состоят из четырех четких отдельных компонентов.

Вторым компонентом является сальдо резервов в МВФ. Оно представлено квотами стран-членов в МВФ, к которым последние имеют свободный доступ в случае необходимости пополнения их ликвидных ресурсов. В январе 1992 г. эти средства составили 25,9 млрд. долл. (табл. 2.4).

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

ТАБЛИЦА 2.4 ОФИЦИАЛЬНЫЕ РЕЗЕРВЫ (ВО ВСЕХ СТРАНАХ МИРА), ЯНВАРЬ 1992 Г.

Основные компоненты:	Объем, млрд. долл.
СДР ¹	20,4
Сальдо резервов в МВФ ²	25,9
Иностранная валюта ³	614,1
Общие резервы за вычетом золота	<u>660,4</u>
Золото ⁴	32,9
Общие резервы	<u>693,3</u>
Общие резервы, % к мировому экспорту	20,4%

¹ Бухгалтерские записи, созданные в системе МВФ, которые могут использоваться странами для решения проблем с платежами на официальном уровне.

² Отражает средства, не использованные странами-членами при условии свободного доступа к ним.

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

⁴ Цена менее 40 долл. за унцию.

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

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

Официальным резервам присуща довольно высокая концентрация. В 1992 г. 10 стран, информация о которых представлена в табл. 2.5, сосредоточили у себя 385 млрд. долл., или 50% всех мировых резервов.

**ТАБЛИЦА 2.5 ОФИЦИАЛЬНЫЕ РЕЗЕРВЫ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН
НА КОНЕЦ 1991 Г., МЛРД. ДОЛЛ. США**

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

Источник: МВФ, International Financial Statistics, март 1992.

Правительства держат официальные резервы по многим причинам. Правительства одних стран более озабочены необходимостью покрыть внешний долг, в то время как правительства других стран более заинтересованы в том, чтобы оплачивать импорт топлива и продовольствия. Среди причин, побуждающих правительства держать официальные резервы, можно выделить следующие:

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

Потребность частного сектора в иностранной валюте

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

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

Более 200 основных международных банков всего-навсего из нескольких десятков стран играют доминирующую роль на мировом валютном рынке. Они являются крупными игроками на рынке. Среди них такие банки, как Сумитомо, японский банк, имеющий, возможно, 20 денежных рынков и “дилингов” (помещение, в котором сотрудники банка

или компании, т. е. дилеры, занимаются совершением сделок с ценными бумагами, валютой, депозитами, золотом с помощью телефона, телекса и других средств связи) по всему миру, где и совершаются сделки по продаже иностранной валюты. Такой банк, как Сумитомо, будет на взаимной основе держать валюту на депозитах в банках тех стран, где есть спрос на услуги, касающиеся операций с валютой (возможно, более 20 стран).

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

В действительности мировой валютный рынок — это внебиржевой, незарегистрированный рынок ценных бумаг, где “делателями рынка”, являются банки-дилеры. Если организация-дилер неактивна в отношении средств на незарегистрированном рынке, то она их продает; это сразу же отражается на стоимости этих средств. В этом отношении спрос частного сектора помогает нам понять высокую чувствительность обменных курсов валют.

Интервенция и сеть свопов

Своп предполагает резервное соглашение о предоставлении кредита между двумя или более странами. Своп используется для обмена национальной валюты на иностранную с обязательством обратного обмена через 3 месяца. Валютный своп — это продажа наличной валюты (спот) с одновременной покупкой ее на срок (форвард) или наоборот. Расчеты, связанные с различными видами свопов, будут рассмотрены в другой главе. Центральные банки используют свопы, чтобы обеспечить себя валютой для интервенции на мировом валютном рынке.

Чтобы понять, как действует сеть свопов, предположим, что США хотят продать 200 млн. немецких марок, для того чтобы поддержать курс доллара. Фактически происходит следующее: федеральная резервная система продает Бундесбанку (Центральному банку Германии) 100 млн. долл. США (допустим, курс: 2 немецкие марки за 1 доллар) в обмен на 200 млн. немецких марок с обратным обменом через 3 месяца по фиксированному курсу. К официальным резервам Бундесбанка прибавляются 100 млн. долл. США, а к официальным резервам федеральной резервной системы 200 млн. немецких марок. Федеральная резервная система теперь может продавать немецкие марки на мировом валютном рынке с целью повысить курс доллара США.

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

Пять составляющих МВС и их взаимодействие

Взаимодействие пяти составляющих МВС показано на рис. 2.2. Каждый год заключается большое количество финансовых сделок. Сумма, на которую заключаются сделки, может в 100—150 раз превышать официальные резервы стран — участниц сделок. Под этими сделками подразумевается международная торговля играничные инвестиции, плата за услуги (туризм, транспортировка, страхование) и получение доходов от граничных инвестиций. Эти сделки заключаются на мировом валютном рынке. Частные коммерческие банки, которые держат, покупают и продают

инострannую валюту, поддерживают мировой валютный рынок, совершая эти финансовые операции [поток (1) на рис. 2.2].

Несоответствие спроса и предложения иностранной валюты в какой-либо отдельной стране может быть устранено путем использования ее официальных резервов. В тех случаях, когда спрос превышает нормальный уровень, центральный банк может продать коммерческим банкам часть своих официальных сбережений. Этот механизм показан на рис. 2.2, поток (1). Используя сеть свопов, страны также могут производить обмен с центральными банками других стран. В конечном счете МВФ может оказать краткосрочную помощь (воспользоваться механизмом кредитования) некоторым странам-членам, нуждающимся в заимствовании средств.



(1) Коммерческие банки являются держателями, покупателями и продавцами иностранной валюты. Тот объем конкретной валюты, держателями которой они хотели бы стать, составляет спрос частного сектора на эту валюту.

(2) Центральный банк может продавать коммерческим банкам часть своих валютных резервов. Официальные резервы хранятся частично в форме платежных балансов в иностранной валюте, таких как депозиты или ликвидные инвестиции в рынок краткосрочного капитала

РИС. 2.2. СТРУКТУРА МЕЖДУНАРОДНОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ

Следующий пример объясняет этот принцип. Допустим, Дания переживает временное снижение объемов валютных поступлений для оплаты импорта и обслуживания долга. Коммерческим банкам Дании приходится покупать необходимое количество долларов, для того что обеспечивать ими коммерческие структуры и инвесторов, по более высокому курсу доллара по отношению к кроне. В сущности, датская крона обесценивается по отношению к доллару США. Через какое-то время такое обесценивание кроны улучшило ситуацию с поступлениями иностранной валюты в страну, увеличив стоимость импорта и тем самым снизив его объем. Центральный банк Дании может разрешить использование официальных резервов, которые он частично держит в форме инвестиций на денежном рынке США (казначейские векселя США). Казначейские векселя могут быть обращены в краткосрочные банковские депозиты. В свою очередь, последние могут быть проданы в качестве иностранной валюты датским коммерческим банкам. Наконец, Дания может взять в МВФ заем в долларах и другой валюте на основании своей квоты в этой организации.

ЕВРОПЕЙСКАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА

Соглашение стран — участниц ЕС о сотрудничестве между собой для поддержания валютной стабильности, и в частности стабильности валютных курсов, стало следствием международных финансовых кризисов 1971 г. и 1973 г. С появлением плавающих валютных курсов в середине 70-х годов валютные курсы стран ЕС были ограничены небольшими пределами колебаний от паритета. В 1992 и 1993 г. ЕВС испытала суровые кризисы. В 1992 г. два члена отказались от механизма фиксированных курсов валют, и в 1993 г. страны-члены согласились на более широкие границы колебаний валютных курсов.

Общая структура ЕВС

В марте 1979 г. девятью членами Европейского Сообщества (ЕС) была оформлена европейская валютная система. ЕВС представляет собой соглашение между странами об ограничении взаимных колебаний валютных курсов и достижении валютной стабильности. Предполагалась, что стабилизация валютных курсов будет способствовать развитию торговли между странами-участницами. ЕВС имеет следующие особенности: общую валютную единицу, регулирование колебаний валютных курсов стран-участниц, взаимные льготные условия предоставления кредитов и создание центрального резервного фонда. Некоторые поворотные пункты в развитии ЕВС отражены в табл. 2.6.

Европейская валютная единица (ЭКЮ)

ЕВС основана на центральных резервах золота, долларов и валют стран — членов ЕС. Общей мерой системы является европейская валютная единица (ЭКЮ). Хотя ЭКЮ — это не полноценные деньги, но она выполняет следующие важные функции денег:

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

ТАБЛИЦА 2.6 ЕВРОПЕЙСКАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА: НЕКОТОРЫЕ КЛЮЧЕВЫЕ ДАТЫ

1979 г., март	1986 г., февраль	1991 г., декабрь	1992 г., июль	1992 г., сентябрь	1993 г., январь
Начинает действовать ЕВС. Первыми валютами, вошедшими в ЕВС, становятся: бельгийский и люксембургский франк, датская крона, французский франк, немецкая марка, ирландский фунт, итальянская лира и голландский гульден	Ратификация Единого европейского акта следует за предложением Плана Делора. Предполагается либерализация потоков капитала в 1990 г. и свободное движение капитала и рабочей силы в 1992 г.	В ходе саммита в Маастрихте подписано соглашение о создании Европейского Союза. Появилась необходимость в проведении референдума	Дания отклонила Маастрихтское соглашение	Британский фунт стерлингов и итальянская лира временно исключены из европейского механизма фиксированных валютных курсов	Европейское сообщество официально становится единым рынком
1993 г., август	1993 г., октябрь	1993 г., ноябрь	1994 г., январь	1997 г., декабрь	
Второй кризис европейского механизма валютных курсов продолжительностью 12 месяцев. Границы колебаний валютных курсов увеличены до 15%, за исключением немецкой марки и голландского гульдена, для которых размеры колебаний сохранились в пределах 2,25%	Немецкий конституционный суд отклонил иск, направленный против Маастрихтского соглашения как противоречащего национальному суверенитету Германии	Маастрихтское соглашение вступает в силу. Вторая стадия в процессе валютной интеграции должна начаться в январе 1994 г.	Начало второй стадии в процессе развития ЕВС. Организация Европейского валютного института	Возможно начало третьей стадии на пути европейской валютной интеграции	

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

ЭКЮ — денежные активы

ЭКЮ выполняют функции денежных активов: страны — члены ЕВС держат свои средства в ЭКЮ как часть официальных резервов. Центральные банки стран — членов ЕВС используют денежные средства, выраженные в ЭКЮ, для кредитования, займов и уплаты долгов между самими странами — членами группировки. Возможно, что и другие центральные банки стран, не являющихся членами ЕВС, могут использовать ЭКЮ в качестве резервных активов точно так же, как они используют СДР, выпущенные МВФ.

ЭКЮ служат для расчета центральных валютных курсов отдельных валют стран — членов ЕВС (табл. 2.7). Каждый центральный банк стран — участниц ЕВС официально установил стоимость своей валюты в форме определенного количества единиц валюты, которое эквивалентно 1 ЭКЮ. Курсы валюты пересматриваются каждые 6 месяцев с учетом изменений платежного баланса стран-членов и экономической ситуации.

ТАБЛИЦА 2.7 ЦЕНТРАЛЬНЫЕ КУРСЫ ЕВС, ИЗМЕНЕНИЯ ЦЕНТРАЛЬНЫХ КУРСОВ, ПОКАЗАТЕЛИ ОТКЛОНЕНИЯ РЫНОЧНОГО КУРСА ВАЛЮТЫ ОТ ЦЕНТРАЛЬНОГО КУРСА, НА 8 ЯНВАРЯ 1991 Г.

	Центральный курс ЭКЮ	Рыночный курс ЭКЮ по отношению к другим валютам (7 января, 1991 г.)	Отклонения от центрального курса, %	Разница между курсом наиболее слабой валюты и другими, %	Показатели отклонения рыночного курса валюты от центрального курса
Испанская песета	133631	129,904	2,79	3,72	49
Бельгийский франк	42,4032	42,2212	-0,43	1,26	23
Немецкая марка	2,05586	2,04854	-0,36	1,19	26
Голландский гульден	2,31643	2,30954	-0,30	1,13	17
Ирландский фунт	0,76741	0,765650	-0,23	1,06	13
Итальянская лира	1538,24	1539,07	0,05	0,77	0
Датская крона	7,84195	7,88608	0,56	0,26	-23
Французский франк	6,89509	6,94917	0,78	0,04	40
Английский фунт стерлингов	0,69690	0,702679	0,83	0,00	-16

Примечание: Центральные курсы ЭКЮ устанавливаются Комиссией европейских сообществ. Перечень валют составляется руководствуясь критерием их относительной твердости, т. е. от наиболее твердой валюты к наиболее слабой. Изменения для ЭКЮ указаны в процентах; позитивные изменения соответствуют слабым валютам. Показатели отклонений показывают соотношение между двумя различиями:

(1) выраженными в процентах различиями между действительными рыночными валютными курсами и центральными курсами ЭКЮ, и (2) максимально возможными отклонениями рыночного валютного курса от центрального курса ЭКЮ, выраженными в процентах.

Источник: *Financial Times*, January 8, 1991.

Есть две причины для обмена валют стран — членов ЕВС на ЭКЮ. Первая: она позволяет устанавливать центральный курс для каждой валюты, который затем используется для составления системы валютных курсов, связывающей страны-члены

(см. табл. 2.7). Вторая: она позволяет определить размеры колебаний валютных курсов. В свою очередь, эти колебания обычно определяют, когда достигнуты границы отклонений валютных курсов. Когда курс валюты страны достигает предела отклонений (т. е. доходит до уровня 75% от максимального показателя согласованного размера колебаний, что составляет 1,69% для большинства валют, чей максимум колебаний 2,25%), правительство той страны должно предпринять шаги для поддержания стоимости валюты в пределах установленных границ.

Порядок осуществления платежей в рамках ЕВС

Страны — члены ЕВС обязаны вносить 20% своих золотых и долларовых запасов для создания специального резерва. Эти средства хранятся в Европейском фонде валютного сотрудничества. В обмен на это страны-члены получают кредиты в ЭКЮ. Такой механизм обмена резервными средствами модернизируется ежеквартально в соответствии с увеличением или уменьшением официальных резервов стран-членов.

Предполагается, что страны-члены будут предоставлять краткосрочные кредиты другим участникам ЕВС, когда обстоятельства того потребуют. Когда член ЕВС должен осуществить интервенцию на валютном рынке для стабилизации курса своей валюты по отношению к другим валютам, то эта страна должна проконсультироваться с центральными банками стран-членов. В том случае, если интервенция и накопление средств возможны, то центральные банки-кредиторы рассматривают их как краткосрочное финансирование. Процентные ставки с наиболее часто встречающейся величиной относят на счет страны-заемщика, валюта которой была поддержана при помощи интервенции.

Если страна-член берет займы для осуществления интервенции, ее долг выражается в ЭКЮ. Страна-заемщик может выплатить долг в ЭКЮ или в валюте, в которой был предоставлен заем.

Если страна-должник не имеет ЭКЮ и хотела бы их приобрести, то она может обратиться в центральный банк страны ЕВС или в Европейский фонд валютного сотрудничества. В случае приобретения ЭКЮ в Европейском фонде валютного сотрудничества центральный банк, желающий приобрести ЭКЮ, платит за них путем передачи части золотых и долларовых резервов.

Существует договоренность между странами — членами ЕВС о покрытии долгов внутри ЕС. Центральные банки ЕВС могут переводить долги из одного в другой долларами, валютой ЕВС, СДР или золотом.

Операции в рамках ЕВС

До сентября 1992 г. ЕВС включала все 12 стран — членов ЕС. Однако Греция еще не присоединилась к механизму обменных курсов, предпочитая не препятствовать свободным колебаниям своей валюты. Валюты стран, недавно вступивших в ЕВС (Испания в 1989 г., Великобритания в 1990 г. и Португалия в 1992 г.), временно соответствовали более широким пределам колебаний.

При создании ЕВС многие наблюдатели сомневались, что эксперимент региональных фиксированных обменных курсов будет успешным. В 1979 г. существенные различия в темпах роста инфляции и процентных ставках между странами-членами оказали жесткое давление на обменные курсы валют. В течение периода, предшест-

вующего кризису сентября 1992 г., ЕВС использовала некоторые защитные механизмы для того, чтобы сделать систему менее уязвимой:

- 1) широкие пределы колебаний валютных курсов для стран-членов (от 2,25 до 6%);
- 2) способность Франции и Италии использовать некоторые механизмы валютного контроля в течение первых лет;
- 3) периодические изменения валютных курсов (например, в 1987 г. произошло изменение курса французского франка из-за забастовок и демонстраций во Франции. В 1990 г. имел место пересмотр курса итальянской лиры, когда пределы колебаний курса лиры сократились до 2,25%);
- 4) более тесное валютное сотрудничество между странами-членами (некоторые наблюдатели утверждают, что этот контроль ведет к тому, что немецкий центральный банк стремится занять господствующее положение в европейской валютной политике).

До кризиса, случившегося в сентябре 1992 г., ЕВС действовала довольно успешно. Страны-члены старались скоординировать свою валютную политику. В течение напряженного периода, с точки зрения оказываемого на валютные курсы давления, темпы роста инфляции и размеры процентных ставок в странах-членах еще более сблизились.

Особенно сильное давление на механизм фиксированных валютных курсов имело место в 1990 г., который ознаменовался сразу двумя событиями: либерализацией движения капитала и объединением Германии (табл. 2.8) В дополнение к этому в 1992 г. референдум о ратификации Маастрихтского соглашения стал причиной спекулятивного давления на национальные валюты. Несколько кризисов 1992 г. и 1993 г. привели к тому, что две страны были временно исключены из механизма фиксированных валютных курсов и пределы колебания валютных курсов расширились до 15% (табл. 2.8).

Следствием кризиса 1992 г. стало то, что страны-члены подтвердили свои намерения продолжать процесс экономической и финансовой интеграции. В ноябре 1993 г. Маастрихтское соглашение вступило в силу, а в январе 1994 г. началась вторая стадия в развитии Европейского валютного союза (ЕВС). Декабрь 1997 г. и декабрь 1999 г. являются ориентировочными альтернативными датами начала третьей стадии развития ЕВС.

ТАБЛИЦА 2.8 ТРИ СТАДИИ РАЗВИТИЯ ЕВС

Первая стадия	Вторая стадия	Третья стадия
Главная цель — увеличение конвергенции экономической политики через усиление координации в пределах существующих институциональных рамок. Все валюты стран — членов ЕС войдут в механизм валютных курсов ЕВС	Это переходный период, в который будут происходить дальнейшая конвергенция и институциональные реформы. Первой институциональной реформой будет создание Европейского института (центрального учреждения банковского типа). На этом этапе будут предприняты первые шаги для проведения общей валютной политики	На этом этапе валютные курсы стран сближаются. Общие правила будут приняты в макроэкономической и бюджетной сферах. Переход к общей валютной политике тоже будет играть связующую роль. Решения об осуществлении интеграции на валютном рынке в валютах других стран войдут в область компетенции Совета ЕФВС

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Международная валютная система аналогична денежной системе отдельной страны. Основным отличием является то, что международные платежи МВС предполагают операции с иностранной валютой. Ключевые задачи ЕВС включают обеспечение надлежащей ликвидности, функционирования механизма выравнивания и уверенности в жизнеспособности системы.

Существующая сегодня МВС включает пять действующих компонентов: Международный валютный фонд (МВФ), мировой валютный рынок, официальные резервы, спрос частного сектора на иностранную валюту и сеть интервенций и свопов. Бреттонвудская конференция привела к организации МВФ, который был создан для преодоления проблем неконвертируемости валют и нестабильности на мировом валютном рынке. Страны-члены могут обращаться в МВФ с целью получения ликвидных средств для решения проблем с платежами. В свою очередь, МВФ требует от стран-членов обязательств проводить экономическую политику, направленную на устранение дефицитов платежного баланса. При Бреттонвудской системе фиксированных валютных курсов имели место двойственные условия стабильности, т. е. доллар должен был сохранять свою конвертируемость в золото, а страны-члены должны были поддерживать колебания своих курсов своих валют по кассовым сделкам в пределах 1% от паритета валюты.

Послевоенное развитие МВС отражает меняющееся положение Соединенных Штатов и доллара в мировых финансах, рост мировых финансовых рынков, международных банковских операций, новые потребности ТНК и растущее значение иностранного инвестирования.

Мировые финансовые кризисы 1972—1973 гг. привели к замене системы фиксированных валютных курсов механизмом плавающих валютных курсов.

В рамках девяти стран в 1979 г. была создана европейская валютная система. Ее задача — ограничить колебания валют стран-членов и достичь валютной стабильности. ЕВС основана на центральных резервах с общепринятой мерой — европейской валютной единицей (ЭКЮ). Хотя ЭКЮ не являются полноценными деньгами, они выполняют важные функции денег, являясь счетными деньгами для механизма обмена, основой для показателя отклонения рыночного курса валюты от центрального курса, мерой для осуществления интервенции и расчетов между руководящими денежно-кредитными учреждениями Европейского экономического сообщества.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Реструктуризация ЭКЮ

Стоимость ЭКЮ является объектом реструктуризации каждые 5 лет. Ниже описывается валютная корзина и пересмотр валютных курсов за период с 1979 г., когда была создана система.

Европейская валютная единица (ЭКЮ) представляет собой взвешенный набор валют, содержащий фиксированные суммы валют каждой из 12 стран ЕС. Эти фиксированные суммы пересматриваются каждые 5 лет и могут быть изменены только официальным решением. Веса этих 12 валют вычисляются путем пересчета их фиксированных сумм в единую валюту по текущим рыночным обменным курсам. Это подразумевает, что вес валюты может изменяться в соответствии с изменением ее доли в фиксированной сумме или в рыночном обменном курсе. Официальные пересмотры структуры предназначены для того, чтобы скорректировать изменения в ве-

сах ЭКЮ, вызванные изменениями курсов валют, которые могут быть оправданы основными экономическим критериями. Последний пересмотр структуры ЭКЮ имел место 21 сентября 1989 г., когда набор валют был расширен за счет включения в него испанской песеты и португальского эскудо. Фиксированные суммы и веса 12 европейских валют в ЭКЮ в 1992 г. указаны ниже.

Валюта	Взвешенная структура ЭКЮ по датам ее пересмотра, %			Фиксированная сумма валюты в ЭКЮ, 21.09.89	Фактический обменный курс валют по отношению к немецкой марке, 17.12.92	Стоимость составляющих в немецких марках	Фактические веса валют в ЭКЮ на 17.12.92
	13.03.79	17.09.84	21.09.89				
Немецкая марка	33,0	32,0	30,1	0,6242	1,00	0,624200	31,9
Французский франк	19,8	19,0	19,0	1,332	3,419	0,389588	19,9
Английский фунт стерлингов	13,3	15,0	13,0	0,08784	0,407	0,215867	11,0
Итальянская лира	9,5	10,2	10,15	151,8	898,7	0,168911	8,6
Голландский (нидерландский) гульден	10,5	10,1	9,4	0,2198	1,125	0,195378	10,0
Франк Бельгии, Люксембурга	9,7	8,5	7,9	3,431	20,52	0,167203	8,5
Датская крона	3,1	2,7	2,45	0,1976	3,860	0,051197	2,6
Ирландский фунт	1,1	1,2	1,1	0,008552	0,3776	0,022647	1,2
Греческая драхма	—	1,3	0,8	1,440	132,5	0,010868	0,6
Испанская песета	—	—	5,3	6,885	70,99	0,096985	4,9
Португальское эскудо	—	—	0,8	1,393	89,11	0,015631	0,8
17 декабря 1992 г.: 1 немецкая марка = 1,958474 ЭКЮ							

В промежутке между официальными пересмотрами структуры ЭКЮ стоимость валюты и ее вес в ЭКЮ будут колебаться в соответствии с изменениями в рыночных обменных курсах. Эти изменения в весах ЭКЮ, вызванные рыночными процессами, останутся незначительными при условии, что не будет изменяться механизм центральных валютных курсов. Так, со времени последнего пересмотра структуры ЭКЮ 21 сентября 1989 г. действительный вес немецкой марки в ЭКЮ вырос с 30,1 до 31,9%.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Опишите роль мировой валютной системы.
2. Почему была создана Бреттонвудская система?
3. Определите организационные отношения МВФ.
4. Какова роль квот и членских взносов в МВФ?

5. Каковы ключевые требования к мировой валютной системе?
6. Какие обязательства берут на себя страны — члены МВФ?
7. Опишите действие мирового валютного рынка.
8. Какие основные функции выполняет мировой валютный рынок?
9. Каковы основные составляющие официальных резервов?
10. Объясните, для чего страны держат официальные резервы?
11. Что подразумевается под спросом частного сектора на иностранную валюту?
12. Расскажите, как развивалась мировая валютная система в послевоенный период?
13. Как действует ЕВС? Каковы ее преимущества?
14. Какие возможности предоставлялись для международных банков и иностранных инвесторов в различные периоды в процессе развития мировой денежной системы?
15. Сформулируйте, что подразумевают под мировым долговым кризисом в 1982 г.?
16. В следующей таблице показаны размеры внешнего долга и официальные резервы отдельных стран. Покажите значение размеров этих средств для возможных банков-кредиторов и Министерства финансов США, так как последнее может повлиять на увеличение размеров ссуд, предоставляемых правительством США этим странам.

Страна	Официальные резервы, млрд. долл.	Внешний долг, млрд. долл.
Бразилия	7,7	110,0
Чили	1,8	12,6
Коста-Рика	0,7	3,4
Индонезия	2,6	28,4
Мексика	5,8	96,0
Филиппины	0,4	25,0

17. Как может повлиять на каждую из следующих организаций полномасштабное осуществление плана создания Европейского валютного союза в 1999 г.:
 - а) расположенный в Европе коммерческий банк?
 - в) расположенный в Европе инвестиционный банк?
 - с) расположенный в Европе пенсионный фонд?
 - д) расположенную в Европе компанию обрабатывающей промышленности?
18. Объясните, как переход к Европейскому валютному союзу может повлиять на практику европейских компаний брать займы для финансирования расширения их деятельности.

Краткая библиография

- Bloomfield, Arthur I. *Monetary Policy Under the International Gold Standard, 1880—1914* // New York: Federal Reserve Bank of New York: 1959.
- Cohen, Benjamin J. The European Monetary System // *Essays in International Finance*. Princeton: Princeton University Press, June 1981.
- Cooper, Richard N. *Economic Policy in an Interdependent World* // Cambridge: M.I.T. Press, 1986.
- de Cecco, Marcello and Alberto Giovanni (eds.). *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Union After Ten Years of the EMS* // Cambridge: Cambridge University Press, 1989.
- Dornbusch, R. *Open Economy Macroeconomics* // New York: Basic Books, 1980.
- Gardner, Richard N. *Sterling-Dollar Diplomacy in Current Perspective* // New York: Columbia University Press, 1980.
- Gilbert, Milton. *Quest for World Monetary Order* // New York: John Wiley, 1980.
- Graboyes, Robert F. The EMU Forerunners and Durability // Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review* (July/August 1990).
- Ingram, James C. The Case for European Monetary Integration // *Essays in International Finance* // Princeton: Princeton University Press, April 1973.
- International Monetary Fund: *International Financial Statistics* // Washington, D.C., Monthly.
- International Monetary Fund: *Annual Reports* // Washington, D.C.
- McKinnon, Ronald J. Optimum Currency Areas // *American Economic Review*, September 1963.
- Meier, Gerald M. *Problems of a World Monetary Order* // New York: Oxford University Press, 1982.
- Rolfe, Sidney E., James Burt. *The Great Wheel: The World Monetary System* // New York: Macmillan, 1973.
- Solomon, Robert. *The International Monetary System 1945-1981* // New York: HarperCollins, 1982.
- Triffin, Robert. *Gold and the Dollar Crisis* // New Haven: Yale University Press, 1960.
- Ungerer, Horst. Europe: The Quest for Monetary Integration // *Finance and Development*, December 1990.
- Yeager, Leland B. *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy* // New York: HarperCollins, 1976.

Анализ платежного баланса

ПОНЯТИЯ И ВЗАИМОСВЯЗИ СЧЕТОВ

Обзор

Платежный баланс государства представляет собой оценку операций, происходящих между резидентами этого государства и резидентами остального мира. Мы должны отметить, что в это определение включены все виды операций: торговля товарами, услуги по перевозке, финансовые услуги, туризм, денежные переводы (римессы), прибыль и финансовые операции.

Также в определении платежного баланса мы должны отметить важность статуса резидента. В соответствии с определением платежного баланса США резидентами США считаются отдельные индивидуумы, корпорации, правительственные единицы и финансовые институты. Однако, если корпорация или финансовый институт имеет зарубежное отделение или филиал, то в платежном балансе это зарубежное отделение считается нерезидентом. Так, например, Dow Chemical в США считается резидентом, а Dow Chemical в Европе считается нерезидентом. Банк Чэйс Манхэттен (Chase Manhattan) в Нью-Йорке — это резидент, но лондонское отделение Chase Manhattan — нерезидент.

Далее мы должны отметить, что все данные в платежном балансе устанавливаются на основе оценок. Правительства государств используют всестороннюю отчетную систему для составления платежного баланса страны. Однако в этих оценках может присутствовать и чаще всего присутствует определенный предел погрешности. Этот предел включается в платежный баланс и обозначается как “ошибки и пропуски” или “расхождения”. Мы рассмотрим этот вопрос ниже, когда ознакомимся с принципом двойной записи, используемом в счетах платежного баланса.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Усвоить определение и понятийный аппарат платежного баланса.
2. Ознакомиться с различными способами использования и целями анализа платежного баланса.

3. Получить знания и навыки работы со счетами платежного баланса страны и уметь составлять платежный баланс по исходным данным о некотором количестве операций.
4. Понять ключевые экономические факторы, оказывающие воздействие на платежный баланс.
5. Уметь анализировать счета платежного баланса государства и оценивать характеристики этого баланса с точки зрения экономической политики, финансовых тенденций и структурных взаимосвязей.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
• базисный баланс	• ошибки и пропуски
• баланс движения капиталов	• платежи
• баланс официальных расчетов	• приток капитала
• двойная запись	• прямые инвестиции
• денежные поступления (приход)	• равновесие платежного баланса
• несформировавшийся дебитор	• сформировавшийся кредитор
• односторонний трансферт	• текущий платежный баланс
• отток капитала	

ИСТОЧНИКИ И СПОСОБЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

Термин “платежный баланс” связан с термином “учетная система”, которая является аналогом определения источников и способов использования денежных средств, используемым для проведения характеристик деятельности коммерческой фирмы. В случае платежного баланса государства эти характеристики связаны с операциями выплат и получений денежных средств. И хотя типичный анализ платежного баланса государства чаще всего строится на предположении, что обмен наличных денег происходит при каждой операции, в действительности этот обмен происходит не в каждом случае. Так, например, компания может проводить прямые торговые инвестиции в принимающую страну в форме экспорта средств производства, что не требует осуществления трансфертов наличных средств.

Операциями получения можно назвать такие операции, которые связаны с получением денежных средств резидентом, а операции выплат — это те операции, которые приводят к выплате денежных средств резидентом. В США, например, экспорт товаров в платежном балансе 1992 г. составил в общей сложности 440 млрд. долл. (табл. 3.1, строка 3). Предполагается, что американские резиденты получили этот объем наличных средств в результате своих экспортных операций. В том же году американские резиденты уплатили 536 млрд. долл. за импорт товаров (табл. 3.1). Предполагается, что американские резиденты выплатили этот объем наличных средств в результате своих операций, связанных с импортом товаров.

Операции получения включают экспорт товаров, экспорт услуг (включая перевозки и туризм), получение дохода от иностранных инвестиций и приток капитала (приобретение зарубежными компаниями внутренних активов). К платежам относятся импорт товаров, импорт услуг и отток капитала (приобретение резидентами зарубежных активов).

ТАБЛИЦА 3.1 КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОПЕРАЦИЙ США

(млн. долл.; данные по кварталам были скорректированы по сезонам, за исключением тех, которые были специально отмечены)¹

Разделы кредита или дебета	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1992 г.					1993 г.		
				Квартал 2	Квартал 3	Квартал 4	Квартал 1	Квартал 2			
1	2	3	4	5	6	7	8	9			
1. Текущий платежный баланс	-91861	-8324	-68400	-18253	-17775	-23687	-22308	-26934			
2. Баланс торговли товарами ²	-109033	-73802	-96138	-24801	-27612	-25962	-29309	-34388			
3. Экспорт товаров	389303	416937	440138	108306	109493	113992	111530	113125			
4. Импорт товаров	-498336	-490739	-536276	-133107	-137105	-139954	-140839	-147513			
5. Военные операции, чистые	-7834	-5851	-2751	-727	-617	-836	-145	23			
6. Операции других обслуживающих отраслей, чистые	38485	51733	59163	14378	15898	14265	14769	14772			
7. Чистый доход от инвестиций	20348	13021	6222	907	1703	-806	-37	-275			
8. Субсидии правительства США	-17434	24073	-14688	-3234	-2783	-5883	-3242	-2578			
9. Пенсии и другие трансферты, предоставляемые правительством США	-2934	-3461	-3735	-1118	-940	-846	-978	-975			
10. Частные выплаты и другие трансферты	-13459	-14037	-14473	-3659	-3424	-3619	-3366	-3513			
11. Изменения в правительственных активах США, кроме официальных резервных активов, чистые (приход/расход)	2307	2905	-1609	-293	-305	-737	535	55			
12. Изменения в официальных резервных активах США (приход/расход)	-2158	5763	3901	1464	1952	1542	983	720			
13. Золото	0	0	0	0	0	0	0	0			
14. Специальные права заимствования (СПЗ)	-192	-177	2316	-118	-173	2829	-140	-166			
15. Резервная позиция в Международном валютном фонде	731	-367	-2692	1	-118	-2685	-228	211			
16. Средства в иностранных валютах	-2697	6307	4277	1631	2243	1398	-615	675			
17. Изменения в частных активах США за рубежом (приход/расход)	-44280	-68643	-53253	-9866	-12445	-31243	-11910	-26203			
18. Требования по отчетам банков	16027	3278	24948	4050	6584	-3481	28055	4743			
19. Требования по отчетам небанковских учреждений	-4433	1932	4551	1291	-3214	1132	-4774	—			
20. Приобретения США иностранных ценных бумаг, чистые (без вычетов)	-28765	-44740	-47961	-8276	-13787	-17405	-26889	-20180			
21. Чистый объем прямых инвестиций США за границу	-27109	-29113	-34791	-6934	-2028	-11489	-8302	-10766			

ТАБЛИЦА 3.1 КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОПЕРАЦИЙ США (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
22. Изменения в зарубежных официальных активах в США (приход/расход)	34198	17564	40684	21008	-7378	5931	10929	17839
23. Ценные бумаги Министерства финансов США	29576	14846	18454	11240	-323	-7379	1039	6042
24. Долгосрочные обязательства	667	1301	3949	1699	912	874	710	1082
25. Другие правительственные пассивы США	2156	1542	2542	678	864	943	-395	191
26. Другие пассивы США по отчетам банков США ³	3385	-1484	16427	7466	-7831	11219	8171	9425
27. Другие иностранные официальные активы ⁴	-1586	1359	-688	-75	-1000	274	1404	1099
28. Изменения в зарубежных частных активах в США (приход/расход)	70976	65875	88895	23442	33828	32914	14789	20453
29. Пассивы по отчетам банков США	16370	-11371	18609	-528	23647	-1171	18862	-2462
30. Пассивы по отчетам небанковских учреждений США	7533	-699	741	979	1553	-2717	2057	—
31. Чистый доход от зарубежных частных приобретений ценных бумаг Министерства финансов США	-2534	18826	36893	10168	4870	21232	13599	-411
32. Чистый доход от зарубежных приобретений других ценных бумаг США	1592	35144	30274	10453	2730	12478	9394	15000
33. Чистый объем прямых зарубежных инвестиций в США	48015	23975	2378	2370	1028	3092	8601	8326
34. Размещение специальных прав заимствования (СПЗ)	0	0	0	0	0	0	0	0
35. Расхождения:	30820	-15140	-12218	-17502	2123	15280	8948	14070
36. По причине сезонных корректировок	—	—	—	653	-6754	1222	5814	816
37. До сезонных корректировок	30820	-15140	-12218	-18155	8877	14058	3134	13254
Изменения в официальных активах								
38. Официальные резервные активы США (приход/расход)	-2158	5763	3901	1464	1952	1542	-983	720
39. Зарубежные официальные активы в США, за исключением строки 25 (приход/расход)	32042	16022	38142	20330	-8242	4988	11324	17648
40. Изменения в официальных активах Организации стран — экспортеров нефти в США (часть строки 22)	1707	-4882	5857	-2113	3051	2336	463	-940

¹ Сезонные факторы не рассчитывались для строк 12—16, 18—20; 22—34 и 38—40.

² Данные представлены на основе международного учета. Эти данные отличаются от основных данных Бюро переписей Министерства торговли США, представленных в табл. 3.1, по причине различий в охвате информации и временных границ периодов, по которым осуществляется ее выборка. Экспорт военных товаров исключен из данных по торговле товарами и включен в строку 5.

³ К банкам, представляющим свои отчеты, относятся все виды депозитарных учреждений, а также некоторые брокеры и дилеры.

⁴ Относится главным образом к контрактам по продаже военных товаров и другим операциям, организованным с помощью или через зарубежные официальные службы.

⁵ Состоит из инвестиций в корпоративные акции и долговые ценные бумаги частных корпораций, а также правительств штатов и местного самоуправления.

Источник: Министерство торговли США, Бюро экономического анализа.

В платежном балансе используется учетный принцип двойной записи; следовательно, каждая операция имеет две стороны — дебет и кредит. В соответствии с этой учетной системой общая сумма на дебете должна всегда равняться общей сумме на кредите. Это равенство дебета и кредита не имеет специального значения, но основано на учетной логике, что дебетовые суммы (выплаты) должны быть равны кредитовым суммам (получениям).

Учетная система платежного баланса используется экономистами в качестве механизма проведения оценок и инструмента анализа. Следовательно, мы должны понимать экономическую терминологию, используемую для описания двух сторон операций в платежном балансе. Эти термины включают:

Денежные поступления (приход)	Расход
Источники денежных средств	Способы использования денежных средств
Экспорт товаров и услуг	Импорт товаров и услуг
Приток капитала	Отток капитала

Операции получения включают экспорт товаров и услуг и приток капитала. Эти операции составляют источники денежных средств. Операции выплат включают импорт товаров и услуг и отток капитала. Эти операции составляют способы использования денежных средств.

Способы использования информации, содержащейся в платежном балансе

Множество банков, других финансовых институтов, компаний и правительственных служб работают с данными, содержащимися в платежном балансе, и используют их для различных целей. Данные платежного баланса:

- 1) используются для проведения оценок кредитоспособности страны;
- 2) могут служить индикатором экономического цикла при анализе тенденций экономического развития страны;
- 3) используются для составления прогнозов воздействия на валютные курсы;
- 4) позволяют прогнозировать дальнейшую политику правительства;
- 5) помогают лучше понять анализ риска по стране;
- 6) содействуют проведению оценок состояния экономики государства.

СЧЕТА ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

Текущий платежный баланс и баланс движения капиталов

В текущий платежный баланс включаются все операции, которые оказывают влияние на платежный баланс в тот же год или период, в котором они произошли, а не в последующие годы или периоды. Операции, содержащиеся в балансе движения капиталов, напротив, чаще всего подразумевают повторные выплаты в будущем и таким образом оказывают влияние на платежный баланс в последующие годы или периоды. Текущий платежный баланс и баланс движения капиталов отражены на рис. 3.1.

Текущий платежный баланс включает экспорт и импорт товаров, экспорт и импорт услуг (куда входят туризм, перевозки и страхование), а также доход от иностранных инвестиций. Текущий платежный баланс включает также односторонние трансферты на частные и официальные счета — денежные переводы, пенсии, дары и

правительственные субсидии. Правительственные субсидии и дары включаются в текущий платежный баланс, так как они не требуют возмещения в будущем и, следовательно, не оказывают влияния на платежный баланс в последующие периоды.

Текущий платежный баланс	Включает операции, которые завершаются в течение данного периода. Они отражаются в платежном балансе и не оказывают на него никакого влияния в последующие периоды
Баланс движения капиталов	Включает операции с долгосрочными и краткосрочными инвестициями, которые оказывают влияние на международную позицию страны по инвестициям. В последующие периоды они будут оказывать влияние на платежный баланс в результате поступления потоков прибыли или возвратов инвестиций, сделанных в предыдущие годы
Прямые инвестиции	Контрольные инвестиции в зарубежные компании или предприятия
Портфельные инвестиции	Инвестиции в ценные бумаги (акции или облигации), не требующие контроля зарубежного предприятия
Односторонние трансферты	В качестве трансферта могут выступать наличные средства или дары, которые не требуют оплаты получателем. Могут включать правительственную помощь другим государствам или частные трансферты (вклады и денежные пожертвования)

РИС. 3.1. ТЕРМИНОЛОГИЯ, ИСПОЛЬЗУЕМАЯ В ПЛАТЕЖНОМ БАЛАНСЕ

Баланс движения капиталов включает различные виды кредитных и инвестиционных операций. Отток капитала отражает перевод денежных средств (вложений в активы) в другие страны. Приток капитала отражает перевод капитальных средств в ту страну, платежный баланс которой подлежит оценке. Операции с капиталом могут проводиться как через частный сектор, так и через государственный. Однако необходимо различать правительственные кредиты, предоставляемые через Экспортно-импортный банк (Export-Import Bank) или другие специализированные кредитные организации, от официальных расчетов, о которых мы будем говорить в последующем разделе. Правительственные кредиты чаще всего оказывают на внешнюю политику определенное воздействие, которое может проявляться в форме экономического развития или улучшения двусторонних взаимоотношений.

С точки зрения платежного баланса США отток капитала включает следующие виды операций:

- 1) прямые инвестиции за рубеж, осуществляемые американскими фирмами;
- 2) приобретение американскими инвесторами зарубежных акций и облигаций;
- 3) предоставление кредитов американскими кредиторами заемщикам, находящимся в других странах;
- 4) приобретение американскими резидентами банковских депозитов в зарубежных банках.

Приток капитала включает следующие виды операций:

- 1) прямые инвестиции в США, осуществляемые зарубежными фирмами;
- 2) приобретение зарубежными инвесторами акций и облигаций США;
- 3) предоставление кредитов зарубежными кредиторами заемщикам, находящимся в США;
- 4) приобретение нерезидентами депозитов банков США.

Наиболее известным понятием международного платежного баланса является текущий платежный баланс, так как в нем отражены товары, услуги и доходы, т. е. элементы, относящиеся к международным трансфертам реальных ресурсов. Вторым известным и широко используемым понятием можно считать базисный баланс, который определяется как сумма счетов текущего баланса и долгосрочных счетов баланса движения капиталов. В нем все внимание сосредоточено на основных, долгосрочных тенденциях международных операций. Краткосрочные операции движения частных капиталов и правительственные официальные расчеты исключаются из базисного баланса по причине их неустойчивости и изменчивости. Третьим понятием платежного баланса является баланс официальных расчетов, который отражает усилия правительств и центральных банков, направленные на обеспечение достаточности валютных ресурсов. Это необходимо для того, чтобы сбалансировать или “уладить” остаточные потребности, которые невозможно немедленно удовлетворить за счет потоков финансовых средств, поступающих от частного сектора.

Официальные расчеты

Баланс официальных расчетов представляет собой чистый итог всех правительственных операций. В нем представлены конечные расчеты по этим операциям, для совершения выплат по которым требуется использование официальных резервов. Так, например, центральный банк может предоставить валютные средства коммерческим банкам, в случае если наблюдается расширение импорта и оттока капитала. В этом случае официальные резервы, находящиеся в распоряжении центрального банка, представляют собой средство остаточных расчетов по международным выплатам.

В официальные расчеты могут включаться резервы правительственных расходов. Это происходит в том случае, если международные расходы частного сектора превышают поступления. Также в официальные расчеты могут включаться аккумулированные резервы правительства. Это происходит в том случае, когда поступления частного сектора превышают его расходы.

Важно понять то, что официальные расчеты становятся необходимыми только тогда, когда наблюдается отсутствие равновесия по международным операциям государства. Если наблюдается активное сальдо платежного баланса, тогда официальные резервы аккумулируются. Эта ситуация эквивалентна оттоку капитала — аккумуляции валютных требований к нерезидентам. Если наблюдается дефицит платежного баланса, то официальные резервы используются и сокращаются. Эта ситуация эквивалентна притоку капитала или сокращению числа валютных требований к нерезидентам.

Составление платежного баланса

Теперь на примере гипотетической страны мы опишем несколько примерных операций, на основе которых составим счета платежного баланса. Необходимо отметить, что платежный баланс государства нельзя оценить, рассматривая каждую операцию отдельно и конструируя из них общий платежный баланс. Напротив, каждая основная категория операций оценивается отдельно и включается в целом в соответствующие статьи платежного баланса.

По каждой следующей операции существует две записи. Первая запись определяет происходящую операцию, а вторая указывает на финансирование или финансовую сторону этой операции. Например, когда мы указываем, что нерезидент совершил покупку облигаций правительства данной страны (приток портфельных инвестиций),

мы должны также указать, что это приобретение было финансировано за счет сокращения депозитов зарубежных банков, находящихся во владении страны, получающей портфельные инвестиции.

Предположим, что все следующие операции происходили в Майтиленде, мифической стране, в которой в качестве внутренней валюты выступают доллары.

1. Европейский импортер приобретает оборудование у производителя из Майтиленда на сумму 3 млн. долл. Оплата была финансирована за счет сокращения долларовых депозитов, принадлежащих европейским банкам в банках Майтиленда.

Кредит: экспорт товаров — 3 000 000 долл.

Дебет: краткосрочные обязательства перед зарубежными компаниями — 3 000 000 долл.

2. Импортеры Майтиленда приобрели продукты у поставщиков из Латинской Америки на сумму 1,2 млн. долл. Оплата была произведена переводом долларовых средств экспортерам в Латинской Америки, которые продали эти средства латиноамериканским банкам.

Кредит: краткосрочные обязательства перед зарубежными компаниями — 1 200 000 долл.

Дебет: импорт товаров — 1 200 000 долл.

3. Туристы из Майтиленда путешествуют по Европе и тратят 400 тыс. долл. на дорожные расходы, гостиницы и еду. Они обменивают дорожные чеки в долларах на европейскую валюту в различных банках Европы. В свою очередь, европейские банки депонируют дорожные чеки на другие счета в банках Майтиленда.

Кредит: краткосрочные обязательства перед зарубежными компаниями — 400 000 долл.

Дебет: туристические расходы за рубежом — 400 000 долл.

4. Резиденты Майтиленда получают процентные выплаты и дивиденды в размере 200 тыс. долл. по своим портфельным инвестициям в Лондоне, Цюрихе, Париже и Франкфурте. Эти средства можно получить через клиринговые счета европейских банков во внутренних банках Майтиленда.

Кредит: полученный доход по инвестициям — 200 000 долл.

Дебет: краткосрочные обязательства перед зарубежными компаниями — 200 000 долл.

5. Фирма в Майтиленде приобретает 60% голосующих акций в европейской промышленной компании за 800 тыс. долл. Оплата производится в форме перевода долларов Майтиленда продавцу. Продавец обменивает доллары на свою (европейскую) валюту, а европейские банки аккумулируют полученные доллары на депозитах в банках Майтиленда.

Кредит: краткосрочные обязательства перед зарубежными компаниями — 800 000 долл.

Дебет: отток прямых инвестиций — 800 000 долл.

6. Правительство Майтиленда предоставляет помощь Филиппинам в форме одностороннего трансферта сельскохозяйственной продукции на сумму 300 тыс. долл. Филиппины не выплачивают никаких наличных средств, но односторонний трансферт отражается в платежном балансе Майтиленда.

Кредит: экспорт товаров — 300 000 долл.

Дебет: односторонние трансферты — 300 000 долл.

7. Банк Англии (Центральный банк Великобритании) приобретает 100 тыс. долл. Майтиленда у британских коммерческих банков. Оплата производится во внутренней валюте (фунтах стерлингов).
Кредит: краткосрочные обязательства перед официальными зарубежными компаниями — 100 000 долл.
Дебет: краткосрочные обязательства перед частными зарубежными компаниями — 100 000 долл.
8. Банки Майтиленда принимают участие в кредите, предоставляемом Аргентине, на сумму 50 тыс. долл. Заемщик из Аргентины временно депонирует доллары в банк Майтиленда.
Кредит: краткосрочные обязательства перед зарубежными компаниями — 50 000 долл.
Дебет: среднесрочные требования к зарубежным компаниям — 50 000 долл.
9. Европейский инвестор осуществляет покупку простых акций, зарегистрированных и участвующих в торгах на фондовой бирже Майтиленда, на сумму 80 тыс. долл. Европейский инвестор осуществляет оплату приобретенных у европейских банков долларов, для чего эти банки расходуют средства на своих долларовых счетах в банках Майтиленда.
Кредит: приток портфельных инвестиций — 80 000 долл.
Дебет: краткосрочные обязательства перед зарубежными компаниями — 80 000 долл.

Мы берем девять типичных вышеописанных операций и составляем платежный баланс Майтиленда. Завершенный платежный баланс показан в табл. 3.2. Части I, II и III табл. 3.2 представляют собой текущие операции по счетам и текущий платежный баланс. Текущие операции дают активное сальдо, равное 1 900 тыс. долл., а односторонние трансферты — дефицит, равный 300 тыс. долл., что составляет текущий платежный баланс, равный 1 600 тыс. долл. Отметим, что кредитовые и дебетовые операции (платежи) записываются отдельно, так же как и чистый остаток.

Части IV, V и VI представляют собой операции движения капиталов. Долгосрочные потоки капитала представлены в части IV, строках 8, 9 и 10. Эти оттоки составляют баланс долгосрочных капиталов — 770 тыс. долл. (чистый отток). Если мы совместим сектора текущего платежного баланса и баланса движения долгосрочных капиталов, как показано на рис. 3.1, мы получим базисный баланс. Базисный баланс Майтиленда положительный — 830 тыс. долл. Базисный баланс является индикатором того, как страна проводит свои международные операции, включая текущие и долгосрочные капитальные операции. Далее, базисный баланс отражает характеристики платежного баланса до учета как операций с частным краткосрочным капиталом, так и операций по официальным расчетам.

В части VI показаны потоки частного краткосрочного капитала. Зарубежные банки обладают краткосрочными требованиями к Майтиленду в форме депозитов в банках или инвестиций во внутренний денежный рынок. Увеличение количества краткосрочных требований отражается в виде записей в разделах кредита или получения платежного баланса Майтиленда. Понижение количества этих краткосрочных требований отражается в разделах дебета или выплат платежного баланса Майтиленда. Если банки Майтиленда сохраняют краткосрочные требования за рубежом, то на кредите отражается сокращение активов, находящихся во владении в зарубежных финансовых центрах, а на дебете отражается увеличение активов, находящихся во вла-

дении в зарубежных финансовых центрах. В строке 13 будет показан большой объем клиринговых и расчетных операций, в случае если зарубежные банки увеличивают или сокращают свои краткосрочные активы в Майтиленде. Например, продажа товаров нерезидентом покупателю в Майтиленд, скорее всего, приведет к увеличению депозитов зарубежных банков в Майтиленде. Приобретение нерезидентом товаров у продавца из Майтиленда приведет к увеличению активов зарубежных банков, размещенных в Майтиленде.

Изменения в официальные резервных активах и пассивах, также относящихся к официальным расчетам, показаны в строке 14 табл. 3.2. В данном случае Банк Англии приобретает доллары у британских банков. Эта прибавка к официальным резервам британского правительства равнозначна притоку краткосрочного капитала в Майтиленд. В другой стороны, если Центральный банк Майтиленда увеличит свои официальные резервные активы в форме депозитов в иностранной валюте за рубежом, эта операция будет записана на дебет счета в строке 14.

ТАБЛИЦА 3.2 ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС МАЙТИЛЭНДА, СОСТАВЛЕННЫЙ НА ОСНОВЕ ДЕВЯТИ ТИПИЧНЫХ ОПЕРАЦИЙ, ДОЛЛ.

Операции	Кредит	Дебет	Чистый остаток
I. Текущие операции			
1. Экспорт товаров	(1,6) 3 300 000	—	3 300 000
2. Импорт товаров		(2) 1 200 000	–1 200 000
3. Туризм		(3) 400 000	–400 000
4. Доход от инвестиций	(4) 200 000		200 000
5. Всего по разделу	3 500 000	1 600 000	1 900 000
II. Односторонние трансферты			
6. Официальные		(6) 300 000	–300 000
III. Текущие платежи			
7. Баланс			1 600 000
IV. Долгосрочный капитал			
8. Прямые инвестиции		(5) 800 000	–800 000
9. Портфельные инвестиции	(9) 80 000		80 000
10. Другие (банковские кредиты)		(8) 50 000	–50 000
11. Всего по разделу	80 000	850 000	–770 000
V. Базисный баланс			
12. Текущие платежи минус долгосрочный капитал	830 000		830 000
VI. Частный краткосрочный капитал			
13. Чистые изменения обязательств перед зарубежными компаниями		930 000	–100 000
VII. Официальные резервные активы и пассивы			
14. Краткосрочные обязательства перед зарубежными официальными компаниями	(7) 100 000		
VIII. Всего			
15. Общие поступления и выплаты	3 680 000	3 680 000	0

(1) Это чистые данные, отражающие получение 2 450 000 долл. и выплаты 3 380 000 долл.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС США

Подробные данные по платежам в США

Теперь мы готовы приступить к изучению счетов платежного баланса США. Платежный баланс США представлен в табл. 3.1. Рассмотрим различные сектора этих счетов.

В 1992 г. текущий платежный баланс указывал на дефицит в размере 66 млрд. долл. (строка 1). Этот дефицит был связан главным образом с дефицитом торгового баланса США, который отражен в строке 2. Другие компоненты сектора текущих платежей показывают активное сальдо, чистые доходы от инвестиций и другие операции с услугами. Субсидии правительства США (строка 8) и частные трансферты (строка 10) указывают на дефицит, составляющий в совокупности 28 млрд. долл. В 1991 г. дефицит по текущим платежам был намного меньше (8 млрд. долл.). Этот сравнительно небольшой дефицит был связан с уменьшением объема импорта, вызванным экономическим спадом, и ростом экспорта услуг, а также частично с большими “дотациями”, предоставленными Кувейтом правительству США во время войны в Заливе (на что указывает активное сальдо в 24 млрд. долл., отраженное в строке 8).

По правительственным операциям с капиталом (строка 11) показаны небольшое активное сальдо в 1991 г. и незначительный дефицит в 1992 г. Операции с частным капиталом США показаны в строках 17–21. В совокупности они отражают отток инвестиционного капитала США в размере 68 млрд. долл. в 1991 г. и 53 млрд. долл. в 1992 г. Самый крупный отток за эти годы был связан с приобретением США иностранных ценных бумаг (строка 20). Следующими по величине расходами были прямые зарубежные инвестиции (строка 21). Приток иностранных инвестиций в США составил 65 млрд. долл. в 1991 г. и 88 млрд. долл. в 1992 г. (строка 28). В 1991 г. самым крупным по величине инвестиционным притоком стало приобретение ценных бумаг США (строка 32). В 1992 г. самым крупным притоком стало приобретение ценных бумаг Казначейства США (строка 31).

Операции с официальными резервами включают изменения в официальных резервных активах правительства США (строки 12–16), а также изменения в официальных активах зарубежных правительств, вложенных в США (строки 22–27). Официальные резервные активы США снизились в 1991 г. до 5,7 млрд. долл., а в 1992 г. до 3,9 млрд. долл. (строка 12). Это понижение отражает общее состояние платежей, в связи с которым правительство США было вынуждено расходовать свои валютные резервы.

В 1991 г. зарубежные официальные резервные активы увеличились до 17,5 млрд. долл., а в 1992 г. до 40,6 млрд. долл. (строка 22). Частично это увеличение было вызвано валютным вмешательством зарубежных центральных банков, которые оказывали поддержку доллару США на зарубежных валютных рынках.

Упрощенная переформулировка платежей США

Упрощенная переформулировка платежного баланса США представлена в табл. 3.3. На основании этой таблицы были сделаны три важных наблюдения. Во-первых, дефицит по текущему платежному балансу был достаточно значителен в 1992 г., составляя примерно 15% экспорта товаров. Эти данные резко отличаются от данных за 1991 г., когда текущий дефицит был незначительным, составляя примерно 2% экспорта товаров. Во-вторых, в 1992 г. были осуществлены значительные внутренние капитальные трансферты (88 млрд. долл.) частного сектора. Они были намного зна-

чительнее оттока частного капитала из США, что привело к дефициту на счетах движения капиталов. В-третьих, в 1992 г. наблюдался дефицит по текущему платежному балансу и балансу движения капиталов, который составлял 32 млрд. долл. Этот дефицит был связан с отводом официальных резервных активов США и с зарубежными официальными вложениями в долларовые активы для “финансирования” платежного дефицита США.

ТАБЛИЦА 3.3 УПРОЩЕННАЯ ПЕРЕФОРМУЛИРОВКА ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА США, 1991 Г. И 1992 Г.

	1991 г.	1992 г.
Строка 1: Текущий платежный баланс	-8,36	-66,4
Строка 2: Операции с капиталом		
2а: активы правительства США	2,9	-1,6
2б: частные активы США	-68,6	-53,2
2в: зарубежные частные активы в США	65,9	88,9
2г: итого	0,2	34,1
Строка 3: Баланс по сумме текущих счетов и счетов движения капиталов	-8,1	-32,3
Строка 4: Изменения в официальных резервных активах США	5,8	3,9
Строка 5: Изменения в зарубежных официальных резервных активах в США	17,6	40,6
Итого (строка 4 + строка 5):	23,4	44,5
Строка 6: Расхождения (ошибки и пропуски)	-15,1	-12,2

Источник: табл. 3.1.

Примечание: все цифры даны в миллиардах долларов США.

Состояние равновесия / состояние неустойчивости

В проделанном анализе мы указали на то, что дефицит по позициям платежного баланса США возрос в период с 1991 г. по 1992 г. Дефицит по текущему платежному балансу США составлял в 1991 г. лишь 8 млрд. долл., а в 1992 г. уже резко увеличился до 66 млрд. долл. Баланс по сумме текущих счетов и счетов движения капиталов также перешел от дефицита в 8 млрд. долл. в 1991 г. к дефициту в 32 млрд. долл. в 1992 г.

Но прежде чем мы рассмотрим далее это ухудшение платежных позиций США, необходимо определить общие условия, которые должны выполняться для того, чтобы состояние платежного баланса государства считалось состоянием равновесия. Должны выполняться три условия:

- 1) основная идея баланса — это нулевое сальдо, т. е. равенство дебетовой и кредитовой сторон в базисном балансе или балансе официальных расчетов, в зависимости от того, с какой точки зрения проводится анализ — с точки зрения структуры экономики, коммерческой или государственной политики;
- 2) полная занятость по стране;
- 3) отсутствие серьезных ограничений по международным операциям.

Если не выполняется первое условие и сохраняется дефицит, например, по базисному балансу, то операции, связанные с выполнением долгосрочных условий, неиз-

бежно приведут к серьезным проблемам. К тому же возможно, что государство будет вынуждено использовать официальные резервы для урегулирования требований, предъявляемых нерезидентами, которые будут стремиться обменять свои средства в валюте данного государства на свою валюту или конвертируемую валюту. Если же сохраняется активное сальдо по базисному балансу, то это может свидетельствовать, что государство аккумулирует валютные резервы и затем будет оказывать давление на зарубежные валютные рынки с целью повысить стоимость своей валюты на этих рынках.

Полная занятость является необходимым условием равновесия платежного баланса. Государство может достигнуть “сбалансированности” своих основных операций с помощью введения ограничений на экономическое развитие. Этот вариант приведет к безработице, что является слишком высокой ценой достижения баланса по международным счетам.

Другим средством, которое может использоваться государствами для достижения сбалансированности своих международных счетов, является введение ограничений на международные операции. Такие ограничения могут принимать форму тарифов, квот на импорт, различных нетарифных барьеров и ограничений на операции с капиталом. Эти ограничения препятствуют проведению торговых операций с товарами, услугами и капиталом между покупателями и продавцами и получению ими выгоды. Этот вариант также приводит к большим потерям и убыткам и является слишком высокой платой за достижение сбалансированности международных счетов.

ОЦЕНКА ПОЗИЦИЙ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

Оценки позиции платежного баланса государства требуют обязательного изучения структуры, характеристик и экономических факторов, которые оказывают влияние на международные потоки операций. В этом разделе мы рассмотрим показатели структуры и характеристик с точки зрения четырех фаз развития платежного баланса. Также мы проведем несколько сравнений по странам и изучим, как экономические факторы влияют на платежный баланс.

Структура и характеристики

При анализе счетов платежного баланса США важно сосредоточить свое внимание на следующих моментах: 1) рассмотреть и изучить взаимосвязи между структурой экономики и структурой платежного баланса; 2) выяснить, как в платежном балансе США отражаются характеристики проводимых операций. При этом важно разделить два комплексных, взаимосвязанных элемента анализа платежного баланса, а именно характеристики проводимых операций и структуру экономики.

Характеристики проводимых операций в экономике могут быть изучены в статическом состоянии, например через изучение потоков платежного баланса за определенный период времени. С другой стороны, эти характеристики могут быть изучены в динамике через изучение изменений в потоках платежного баланса в течение последовательных периодов времени. В предыдущем разделе мы использовали статический подход к изучению платежного баланса США. Теперь мы перейдем к динамическому подходу и рассмотрим сравнительные характеристики за разные периоды времени. Мы используем этот метод при анализе платежного баланса Бразилии в 80-е годы. Ключевые компоненты анализа характеристик проводимых операций в платежном балансе государства показаны на рис. 3.2.

Метод оценки	Метод анализа	Метод, используемый аналитиками
I. Характеристики проводимых операций		
А. Статический	Взаимосвязи между категориями счетов	<ol style="list-style-type: none"> 1. Оценить эффективность финансирования текущего дефицита по счетам. 2. Проанализировать степень отклонения позиций платежного баланса от состояния равновесия (базисный баланс)
Б. Динамический	Последовательные периоды времени	<ol style="list-style-type: none"> 1. Определить, происходит ли улучшение или ухудшение баланса по текущим операциям. 2. Оценить эффективность экономической политики правительства (непрекращающееся ухудшение торгового баланса). 3. Проанализировать возможные изменения в международной кредитоспособности страны. 4. Составить прогнозы высокого или низкого курса национальной валюты
II. Структурный	Четыре фазы развития. К ключевым переменным относятся: торговый баланс, баланс по долгосрочному капиталу, а также баланс по доходу от зарубежных инвестиций	<ol style="list-style-type: none"> 1. Определить, в какой фазе развития платежного баланса находится государство в настоящее время. 2. Являются ли взаимосвязи между ключевыми переменными удовлетворительными для данной фазы развития?

РИС. 3.2. АНАЛИЗ ХАРАКТЕРИСТИК И СТРУКТУРЫ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

При использовании структурного подхода необходимо провести сравнение различных стран. При этом особое внимание должно быть уделено тому, как структура платежного баланса каждой страны отражает уровень экономического развития данной страны. Мы изучим структурный подход в последующем разделе.

Четыре фазы развития платежного баланса

При проведении анализа платежного баланса очень важно провести различия между структурой экономики и характеристиками проводимых операций. Структура экономики поможет понять, обладает ли данное государство активным сальдо или дефицитом торгового баланса, располагает ли оно притоками капитала или оттоками и является ли чистый остаток по доходам от иностранных инвестиций положительным или отрицательным. Характеристики проводимых операций, в свою очередь, помогут выяснить, что привело к возросшей инфляции в экономике и сокращению активного сальдо торгового баланса — слабое экономическое управление или какой-либо другой фактор, что вызвало более значительные, чем обычно, притоки капитала — временное ужесточение денежной политики или другие факторы. Внимание структурного анализа сосредоточено на потоках платежного баланса, подверженных влиянию долгосрочных экономических факторов, тогда как анализ характеристик проводимых операций концентрируется на изучении взаимосвязей в платежном балансе, подверженных влиянию краткосрочных экономических факторов.

Ключевые структурные взаимосвязи в платежном балансе показаны в табл. 3.4. Эти ключевые взаимосвязанные переменные включают: 1) торговый баланс, 2) ба-

ланс по потокам долгосрочного капитала, а также 3) баланс по доходу от зарубежных инвестиций.

Эти взаимосвязи изменяются параллельно с развитием национальной экономики. За прошедшие 200 лет платежный баланс США прошел в своем развитии все четыре фазы, показанные в табл. 3.4. По мере того как платежный баланс США проходил через эти четыре фазы развития, изменения, происходящие в платежах США, отражали изменения уровня промышленного развития, технологического положения, разработок ресурсов, а также другие фундаментальные перемены в экономике США.

В конце XVIII в. США представляли собой молодое государство, испытывающее недостаток капитала, необходимого для инвестиций, а также обладающее ограниченными возможностями производить промышленные товары. Экспорт состоял в основном из сельскохозяйственных товаров. Торговый баланс был отрицательным, и ощущалась потребность в большом количестве импортных промышленных товаров. В это время происходил приток зарубежных инвестиций в США, благодаря которому сохранялся общий баланс между дефицитом по текущим счетам и активным сальдо по счетам движения капиталов. До 1870-х годов США находились в фазе несформировавшегося дебитора, обладающего торговым дефицитом и активным сальдо движения капиталов. Это положение отражено в табл. 3.4.

В 1870-х годах началось быстрое развитие промышленности США. Строительство межконтинентальной железнодорожной системы близилось к завершению, что создавало условия для непрерывного роста экспорта сельскохозяйственных продуктов во внутренние регионы. Быстрое развитие секторов промышленности, производящих железо, сталь, текстильные и другие товары, привело к появлению заменителей импортных товаров и новых возможностей для экспорта. В течение 1870-х годов появилось активное сальдо по счетам торгового баланса, что означало превращение США в сформировавшегося дебитора. Но вместе с этим возник и отрицательный баланс по доходам от зарубежных инвестиций (см. табл. 3.4, колонка 2).

В силу того что резиденты США продолжали брать кредиты за рубежом и что приток иностранных инвестиций в США не прекращался, возник отрицательный баланс по чистому доходу от иностранных инвестиций. Процентные выплаты и дивиденды, выплачиваемые США иностранным инвесторами и кредиторам, к 1870-м годам достигли значительных размеров, что указывало на переход к активному сальдо торгового баланса, возникшему в этот период.

ТАБЛИЦА 3.4 СРАВНЕНИЕ ЧЕТЫРЕХ ФАЗ РАЗВИТИЯ СТРУКТУРЫ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА ГОСУДАРСТВ

	Несформировавшийся дебитор (1)	Сформировавшийся дебитор (2)	Несформировавшийся кредитор (3)	Сформировавшийся кредитор (4)
Торговый баланс	—	+	+	—
Доход от зарубежных инвестиций		—		+
Долгосрочный капитал	+	—	—	+

США оставались в положении сформировавшегося дебитора в течение нескольких десятилетий, но американские инвесторы продолжали вкладывать деньги в зарубежные предприятия, и накануне первой мировой войны США заняли позицию крупного зарубежного инвестора. Тем не менее зарубежные инвестиции в США все еще значительно превышали объем инвестиций США в другие страны. Однако США

продолжали медленно, но упорно отклоняться от своей позиции чистого дебитора через увеличение зарубежных инвестиций.

События первой мировой войны ускорили темпы этого постепенного перехода США к статусу чистого кредитора. Экспорт товаров США во Францию и Великобританию во время войны заметно увеличился, так как эти страны столкнулись с возросшим спросом на поставки и частичным сокращением международных перевозок. Также Великобритания и Франция ликвидировали некоторые свои инвестиционные активы в США, так как они нуждались в деньгах для оплаты поставок товаров США. К моменту окончания войны в 1918 г. США окончательно достигли статуса несформировавшегося кредитора (см. табл. 3.4, колонка 3).

В соответствии со своим положением несформировавшегося кредитора США обладали активным сальдо торгового баланса и выступали в качестве чистого инвестора и кредитора по отношению к остальному миру. В 20-е годы нашего столетия возрос объем зарубежных кредитов, предоставляемых США. Однако к концу этого десятилетия становилась все очевиднее ненадежность этих кредитов, и многие американские инвесторы обнаружили, что их заемщики были неспособны осуществлять запланированные выплаты процентов и основных сумм кредитов. С началом “великой депрессии” 30-х годов иссяк поток зарубежных капиталов. Американские инвесторы сократили свои операции, и фактически капитал начал возвращаться в США. Это было связано с понижением стоимости доллара (1934 г.), неустойчивостью валют других стран, а также с политическими беспорядками (установлением диктатур) в Европе.

В течение некоторого времени после окончания второй мировой войны позиция платежного баланса США соответствовала статусу несформировавшегося кредитора, которая характеризовалась наличием значительного активного сальдо торгового баланса и переводом капитала в прочие страны мира. Однако по прошествии нескольких лет после войны торговая позиция США начала постепенно изменяться. В 60-е годы активное сальдо торгового баланса сузилось, а уже в 1970—1971 г. переросло в дефицит.

Дефицит торгового баланса преобладал с течение последующих двух десятилетий. Тем не менее США аккумулировали значительные суммы иностранных инвестиций, которые приносили определенный инвестиционный доход. Баланс по доходам от иностранных инвестиций в этот период был положительным, что погашало большую часть дефицита торгового баланса. В это время платежный баланс США пришел к соответствию с моделью сформировавшегося кредитора — дефицит торгового баланса и активное сальдо по доходам от иностранных инвестиций. Эта позиция отражена в табл. 3.4, колонка 4.

В конце 80-х годов дефицит торгового баланса США значительно расширился. В то же время наблюдались значительные притоки капитала в США, и США опять заняли позицию чистого дебитора.

Сравнительный анализ платежных балансов государств

В этом разделе мы сравним платежные балансы нескольких стран. Мы покажем, что функционирование мировой платежной системы приводит к объединению различных позиций стран, каждая из которых проходит через различную фазу развития своего платежного баланса.

В табл. 3.5 представлены платежные балансы семи стран, каждая из которых занимает отдельную структурную позицию и проходит через одну из фаз развития платежного баланса. В качестве дополнения представлены Саудовская Аравия, являющаяся экспортером нефти, и Швейцария, выступающая в качестве финансового перевалочного пункта. Позиция финансового перевалочного пункта соответствует модели

ТАБЛИЦА 3.5 СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ПЛАТЕЖНЫХ БАЛАНСОВ СЕМИ СТРАН: СТРУКТУРНЫЕ АКТИВЫ

	Саудовская Аравия	Танзания	Таиланд	Южная Корея	Швейцария	Германия	Велико- британия
1. Текущие платежи	-4,1	-426	-7,5	-4,5	9,8	-20	-8,0
2. Экспорт товаров	44,3	408	28,2	75,1	73,7	378,0	187,4
3. Импорт товаров	-21,5	-1186	-34,2	-77,3	-77,5	-354,9	-212,1
4. Торговый баланс	22,8	-778	-5,9	-2,1	-3,8	23,0	-24,6
5. Кредит по услугам	2,9	136	7,2	12,6	17,6	64,9	53,1
6. Дебет по услугам	-22,4	-245	-8,0	-14,7	-10,8	-84,1	-47,4
7. Кредит по доходу	9,6	41	2,2	3,3	28,9	76,8	121,5
8. Дебет по доходу	-0,9	-235	-3,3	-3,9	-19,3	-64,5	-114,9
9. Частные неоплаченные активы	-11,6	164	0,2	0,3	-2,3	-6,8	-0,5
10. Официальные неоплаченные активы	-4,4	529	0,1	-0,1	-0,4	-29,9	-8,5
11. Прямые инвестиции	—	—	1,8	-0,5	-1,9	-18,6	4,4
12. Портфельные инвестиции	—	—	-0,1	5,7	-12,8	-24,5	-19,8
13. Другой капитал	-1,3	126	9,9	1,9	3,0	5,0	18,2
14. Ошибки и пропуски	—	133	0,4	1,1	2,9	11,9	17,2
15. Общий баланс	-5,4	-166	4,6	3,7	0,9	2,1	-3
16. Строка 14 к строке 2, %	0	32,6	32,6	1,4	3,9	3,1	9,3
17. Строки 11—12 к строке 1, %	—	0	22,7	115,%	—	—	—

Источник: Международный валютный фонд, Международная финансовая статистика.

Примечания: Данные в строках 1—2 представлены за 1990 г.; колонка 3, строки 5—6 данные за 1991 г.; колонки 4—7 данные за 1992 г. Данные по Танзании даны в миллионах долларов США; все другие данные представлены в миллиардах долларов США.

сформировавшегося кредитора (стадия 4) и обладает структурой платежного баланса с крупными потоками капитала, идущими в двух направлениях. В Швейцарии эти потоки представлены чистыми оттоками прямых и портфельных инвестиций и чистыми притоками других долгосрочных капиталов (в основном банковских кредитов). Данные по платежным балансам, представленные в табл. 3.5, отражают чистый перевес капитала. Однако в Швейцарии валовые потоки в каждом направлении намного превышают чистые потоки. Сальдо потоков вычисляется как разница между притоками и оттоками. Сальдо ошибок и пропусков Швейцарии составляет 3,9% экспорта, что указывает на небольшой недостаток отчетности по некоторым операциям. Считается, что эти операции состоят в основном из операций с краткосрочным капиталом.

В качестве экспортера нефти Саудовская Аравия обладает значительным активным сальдо торгового баланса (22,8 млрд. долл.). Однако текущий платежный баланс указывает на большой дефицит, связанный в первую очередь с дефицитом по другим товарам и услугам (строки 5 и 6). Резиденты Саудовской Аравии, скорее всего, вынуждены выплачивать большие суммы за услуги по перевозке, коммерческие услуги и туризм. В 1990 г. Саудовская Аравия обладала значительным активным сальдо по доходу от иностранных инвестиций (строки 7 и 8).

Платежный баланс Танзании соответствует позиции несформировавшегося дебитора. Танзания обладает большим дефицитом торгового баланса, который лишь частично финансируется внешними займами. Значительная часть текущего дефицита Танзании финансировалась неурегулированными (односторонними) трансфертами (строки 9 и 10). Ошибки и пропуски составляют более 32% экспорта, что указывает на достаточно большое количество неучтенных операций с капиталом.

Платежный баланс Таиланда соответствует позиции несформировавшегося дебитора, хотя у этой страны есть все возможности быстрого достижения второй фазы, т. е. позиции сформировавшегося дебитора. В 1991 г. Таиланд обладал умеренным дефицитом торгового баланса. Более 22% дефицита по текущим платежам финансировалось притоками частного капитала (строка 17). В Таиланде установилась достаточно стабильная финансовая и политическая среда, благодаря которой притоки капитала играют важную роль в общей структуре платежного баланса.

В основном платежный баланс Кореи соответствует позиции сформировавшегося дебитора. Однако в 1992 г. Корея пережила увеличение импорта, которое стало причиной появления дефицита торгового баланса. Также мы можем наблюдать небольшой дефицит по доходам от иностранных инвестиций.

В 1992 г. в платежном балансе Кореи наблюдался небольшой отток прямых инвестиций и более значительный приток портфельных инвестиций. Все характеристики говорят о том, что Корея занимает сильную конкурентную позицию по экспорту.

Германия является несформировавшимся кредитором. Именно поэтому ее платежный баланс состоит из активного сальдо торгового баланса (23 млрд. долл.) и оттока прямых капитальных инвестиций. В течение нескольких десятилетий Германия обладала значительным активным сальдо платежного баланса. Это позволило Германии осуществлять крупные зарубежные инвестиции и предоставлять крупные официальные трансферты (строка 10) в размере 29,9 млрд. долл. Однако после 1990 г. и последующего объединения Восточной и Западной Германии позиция платежного баланса Германии претерпела некоторые изменения, вследствие чего в платежных позициях отражается дефицит по текущему платежному балансу.

Структура платежного баланса Великобритании соответствует модели сформировавшегося кредитора, которая характеризуется торговым дефицитом и активным сальдо по доходу от иностранных инвестиций. В 1992 г. это активное сальдо по доходу от иностранных инвестиций составило 6,6 млрд. долл. Ошибки и пропуски со-

ставили 9,3 % от экспорта, что указывает на то, что небольшое количество потоков краткосрочного капитала не было учтено. Так как Лондон является важнейшим центром торговли евродолларами, валютой и еврооблигациями, Великобритания играет ключевую роль в качестве финансового перевалочного пункта.

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

В предыдущем разделе мы доказали, что счета платежного баланса должны отражать равенство между денежными поступлениями и платежами. Это учетное равенство необходимо отличать от понятия экономического равновесия. В последующем разделе мы вспомним определение экономического равновесия в платежном балансе, опишем основные виды экономических факторов, которые оказывают влияние на операции платежного баланса, а также изучим, как эти факторы могут повлиять на корректировку общей позиции платежного баланса страны.

Условия равновесия

В экономике основным значением равновесия является уравнивание противодействующих сил. Если рассматривать это понятие в контексте платежного баланса, то состояние равновесия означает, что экономика государства была приведена в соответствие с остальным миром. Если использовать терминологию платежного баланса, то это состояние означает, что совокупность денежных поступлений равна совокупности платежей.

Понятие равновесия платежного баланса тесно связано с видами взаимодействия свободных рынков. Однако многочисленные отклонения от условий системы свободного и конкурентного рынка ставят вопрос о том, существуют ли вообще условия равновесия. В случае если платежный баланс денежных поступлений и платежей уравновешен, но условия на рынке нельзя назвать свободными и конкурентными, мы не можем сделать заключение о том, что платежный баланс находится в состоянии равновесия. С точки зрения платежного баланса правительства государств чаще всего вмешиваются в рыночные операции двумя основными способами

1. Правительства могут ограничить внутренние экономические операции, с тем чтобы добиться более устойчивого равновесия по внешним платежам. Обозначим этот вид ограничений как “эффект незанятости”.
2. Правительства могут вводить квоты или тарифы на импорт товаров, с тем чтобы улучшить общие характеристики платежного баланса. Обозначим эти действия как “эффект контроля”.

Мы доказали, что для достижения равновесия платежного баланса страны должны выполняться по крайней мере три условия. Во-первых, должна быть сбалансирована совокупность денежных поступлений и платежей по базисным или официальным расчетам. Это условие можно интерпретировать следующим образом: дебетовые и кредитовые стороны операций по базисным или официальным расчетам должны быть равны нулю или приближаться к нулю. Во-вторых, должно соблюдаться условие полной занятости в экономике страны. Всем ясно, что государство может “подтолкнуть” свой платежный баланс к состоянию кажущегося равновесия. Это может быть выполнено с помощью политики, направленной на сжатие внутреннего спроса, что ведет к высокому и неприемлемому уровню незанятости внутренних ресурсов (труда и капитала). В-третьих, государство должно предоставлять возможность всем секторам функционировать на основе свободного и конкурентного рынка. Лю-

бое серьезное вмешательство в операции свободного рынка может интерпретироваться как отклонение от равновесия платежного баланса. Это вмешательство может принимать вид контроля за платежами, импортом, потоками зарубежных инвестиций или ограничений любого вида международных операций.

Экономические факторы

На потоки платежного баланса страны оказывают влияние четыре ключевые экономические силы, а именно: темп инфляции, реальный уровень роста ВВП, процентные ставки и курс обмена “спот” (табл. 3.6).

ТАБЛИЦА 3.6 ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ, ОКАЗЫВАЮЩИЕ ВЛИЯНИЕ НА ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС ГОСУДАРСТВА

Экономические силы	Способ влияния
1. Темп инфляции	По причине чрезмерного повышения уровня цен товары и услуги, производимые внутри страны, оказываются слишком дорогостоящими для покупателей-нерезидентов. В результате этого повышения сокращается уровень экспорта. Одновременно из-за повышения уровня цен импортные товары становятся все более привлекательными для покупателей по сравнению с товарами, произведенными в этой стране. В результате объем импортных операций увеличивается
2. Реальный рост ВВП	Высокие темпы роста ВВП ведут к увеличению объемов импорта товаров и услуг. Эта тенденция объясняется тем, что высокие темпы роста ВВП означают, что повышается уровень доходов внутри страны, часть которых может быть израсходована на импорт. Низкие темпы роста ВВП, напротив, ведут к понижению уровня импорта товаров и услуг
3. Процентные ставки	Уровни процентных ставок оказывают влияние на потоки капитала, вливающиеся в рынок облигаций и используемые для инвестиций в денежный рынок. Если в стране повышаются процентные ставки, то можно ожидать увеличения притоков капитала для инвестиций в облигации с высокой доходностью и в другие инструменты денежного рынка. Напротив, если процентные ставки понижаются, то можно ожидать оттока капитала по причине того, что финансовые центры других стран становятся более привлекательными для инвесторов
4. Валютный курс “спот”	Валютный курс “спот” оказывает влияние на: а) относительную стоимость импортных товаров по сравнению со стоимостью товаров, произведенных внутри страны; б) на относительную стоимость экспортных товаров по сравнению с товарами других стран (в странах-импортерах). Высокий курс иностранной валюты препятствует проведению импортных операций и содействует проведению экспортных операций. Напротив, низкий курс иностранной валюты создает благоприятные условия для импорта, но препятствует экспорту

Темп инфляции изучается на основе проведения сравнительного анализа. Так, например, если во Франции темп инфляции в годовом исчислении составляет 3%, а в Великобритании темп инфляции составляет 10%, то чрезмерный уровень повышения цен в Великобритании скажется на конкурентоспособности товаров и услуг Великобритании по сравнению с аналогичными товарами и услугами Франции. В результате конкурентная позиция некоторых товаров и услуг Великобритании ухудшится по сравнению с позицией товаров и услуг, производимых во Франции. Увели-

чится объем импорта в Великобританию из Франции. Это увеличение импорта отразится в платежном балансе Великобритании. В платежном балансе Франции, в свою очередь, отразится увеличение объема экспорта. В то же время экспорт товаров Великобритании во Францию также понизится. Параллельно произойдет уменьшение импорта из Великобритании во Францию.

Реальный рост ВВП отразится на объеме импорта материалов. В стране, в которой происходит реальный рост ВВП, наблюдается тенденция повышения объемов импорта. А в стране с более низкими темпами реального роста ВВП наблюдается тенденция уменьшения объемов импорта товаров и услуг.

Различия в уровнях процентных ставок оказывают мощное влияние на международные потоки капитала. Приток капитала увеличивается, если в государстве происходит повышение уровня процентных ставок. Это происходит из-за стремления нерезидентов получить прибыль за счет более высоких процентных ставок, предоставляемых на территории этой страны. Эти операционные потоки отражаются на счете движения капиталов платежного баланса. Страны с относительно низкими процентными ставками должны ожидать оттока капиталов, который происходит из-за действий инвесторов, которые стремятся максимизировать свою прибыль.

В условиях плавающих валютных курсов повышения или понижения курса “спот” оказывают ключевое воздействие на операции импорта и экспорта. Текущий уровень валютных курсов “спот” влияет на стоимость импортных товаров по сравнению со стоимостью внутренних товаров. Высокий текущий уровень курса “спот” иностранной валюты препятствует проведению импортных операций и содействует проведению экспортных операций. Низкий валютный курс содействует импорту и препятствует экспорту.

Ожидаемый в будущем уровень курса “спот” может оказать более комплексное влияние на платежный баланс. В этом случае прогнозы играют ключевую роль при проведении как текущих операций, так и операций по счетам движения капиталов. Лучше понять эту мысль поможет следующий пример. Мистер Джонс является резидентом США. Он оценивает возможности инвестиций в рынок облигаций. Проводя свои изучения возможностей инвестиций в облигации, он обнаруживает, что по облигациям высокого качества в США предлагается доход, равный 10,0%, а по облигациям такого же качества в Великобритании предлагается доход, равный 12,0%.

Так как Мистер Джонс не проводил изучения валютных рисков, он не принимает их в расчет и в виде эксперимента решает вложить средства в США, где доход составляет 10,0%. Однако до осуществления инвестиций он связывается со своим брокером по инвестициям. Брокер только что узнал, что британское правительство ввело серию политических мер, направленных на усиление и стабилизацию фунта стерлингов. В соответствии с предоставленной брокером информацией, ожидания Мистера Джонса относительно будущего курса “спот” фунта стерлингов изменяются. Теперь он рассчитывает на то, что стоимость фунта останется стабильной по сравнению с долларом США. Мистер Джонс решает вложить свои средства в облигации Великобритании с доходностью 12,0%. В этом примере показаны операции платежного баланса, которые являются оттоком портфельного капитала из платежного баланса США и притоком портфельного капитала в платежный баланс Великобритании.

Процесс корректировки

Платежный баланс любой страны подвергается процессу непрерывной корректировки. Необходимость этой корректировки объясняется влиянием различных экономических факторов на платежный баланс страны (рис. 3.3).

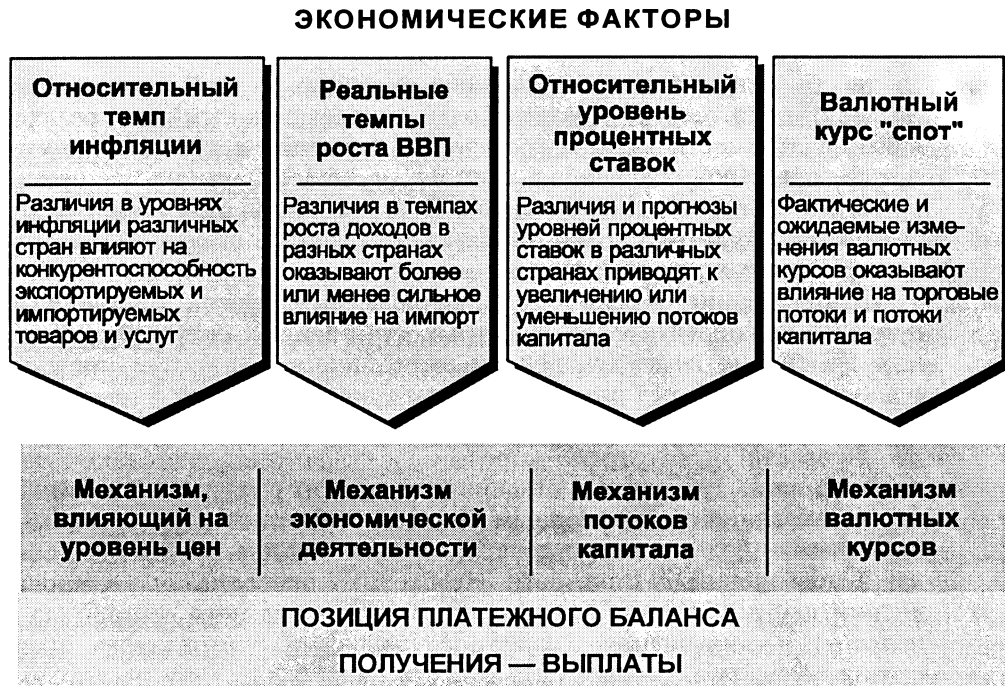


РИС. 3.3. КОРРЕКТИРОВКА ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА С УЧЕТОМ ВЛИЯНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ

Инфляция и соответствующие изменения цен приводят к изменениям в операциях платежного баланса. Различия в уровнях инфляции в разных странах отражаются на конкурентной позиции товаров и услуг, участвующих в торговых операциях. В странах с чрезмерным уровнем инфляции наблюдается тенденция увеличения объемов импорта и снижения объемов экспорта. Мы можем обозначить эти изменения в платежном балансе, происходящие по причинам различий в уровнях инфляции, как компоненты механизма, влияющего на уровень цен.

Различия в реальных темпах экономического роста между странами также оказывают влияние на платежный баланс этих стран. Страны, в которых реальные темпы экономического роста низкие, также сталкиваются и с низкими темпами роста импорта. И напротив, страны с высокими темпами роста экономики и роста доходов сталкиваются с более высокими темпами роста импорта. Мы обозначим это влияние, оказываемое на платежный баланс по причине различий в темпах экономического роста, как механизм деловой активности.

В странах с высокими или повышающимися процентными ставками наблюдается тенденция увеличения притока капитала. Напротив, в странах с низкими или падающими процентными ставками наблюдается тенденция увеличения оттока капитала. В последние годы наблюдается тенденция к увеличению объема межгосударственных потоков капитала, основанных на различиях в процентных ставках. Эти потоки капитала выступают в качестве балансирующих или финансовых компонентов платежного баланса государства. В результате действие механизма потоков капитала проявляется в его влиянии на позиции платежного баланса и на изменения уровней притоков и оттоков инвестиций.

Изменения в курсах иностранных валют также оказывают влияние на операции платежного баланса. Повышение стоимости валюты государства ухудшает конкурентоспособность товаров и услуг, экспортируемых из этой страны, а также делает цены на импортные товары и услуги более привлекательными для резидентов. Напротив, падение стоимости валюты государства приводит к повышению конкурентоспособности ее товаров, идущих на экспорт, и делает цены на импортные товары менее привлекательными для резидентов. Этот механизм валютных курсов играет важную роль в корректировке позиций платежного баланса страны. Далее мы рассмотрим два альтернативных механизма валютных курсов — фиксированные и плавающие курсы.

Использование механизма фиксированных курсов ограничивает возможности проведения корректировок валютных курсов в тех ситуациях, когда фундаментальные изменения в международной экономической позиции приводят к завышению или занижению курса валюты. Если же таких изменений в международной экономической позиции не происходит, то денежная и налоговая политика государства сможет провести необходимую корректировку позиции платежного баланса страны. В случаях, когда государство сталкивается с серьезными проблемами в платежном балансе, вызванными чрезмерным уровнем инфляции и внутреннего спроса, необходимо ввести более строгую денежную политику для достижения сокращения кредитов и повышения их стоимости. Необходимо провести корректировку налоговой политики для достижения сокращения расходов частного сектора (за счет повышения налогов) и сокращения бюджетного дефицита центрального правительства. Если страна обладает активным сальдо платежного баланса, то необходимо вводить более свободную денежную и налоговую политику. В этом случае любое дополнительное увеличение средств внутри страны приведет к увеличению объемов импорта, сокращению упомянутого активного сальдо и одновременному решению проблем, с которыми сталкиваются страны, испытывающие дефицит по платежным балансам.

При использовании механизма плавающих курсов особенно необходимо проводить постоянные корректировки валютных курсов, с тем чтобы сбалансировать платежный баланс. Два примера помогут прояснить этот механизм. Во-первых, предположим, что Канада переживает период экономического процветания, основанного на повышении мирового спроса на целлюлозу, бумагу и железную руду, которые составляют большую часть производимой ею продукции. Повышение доходов и уровней цен привело к значительному росту объемов импорта в Канаду. Одновременное увеличение количества канадских долларов и понижение спроса на них приведут к понижению их курса. В результате стоимость канадского доллара понизится, что может осуществить корректировку платежного баланса Канады.

Во-вторых, предположим, что в Германии наблюдается активное сальдо платежного баланса. Конкурентная позиция экспортного сектора, внутренняя экономическая среда, характеризующаяся стабильными ценами, а также растущая производительность в сочетании с понижением затрат в промышленности приведут к повышению мирового спроса на немецкие марки. Возросший объем покупок нерезидентами германских товаров и услуг, а также повышающийся спрос нерезидентов-инвесторов на ценные бумаги Германии создадут растущий спрос на немецкие марки, что приведет к повышению ценности этой валюты. В итоге это повышение стоимости немецкой марки вызовет другие изменения в платежах Германии. Во-первых, товары и услуги, производимые в Германии, будут становиться все более дорогостоящими по причине высокой стоимости марки. Во-вторых, в результате повышения стоимости марки изменятся прогнозы инвесторов, что приведет к ухудшению конкурентной позиции товаров, экспортируемых из Германии. В результате повышение стоимости немецкой марки вызовет необходимость проведения корректировки позиции платежного баланса Германии с учетом нового уровня совокупных денежных поступлений и платежей.

СОПОСТАВЛЕНИЕ ПЛАТЕЖНЫХ БАЛАНСОВ И ПОЛИТИКИ ПРАВИТЕЛЬСТВА

Данные платежного баланса используются для проведения сравнения различных характеристик страны за определенные периоды времени. Также данные платежного баланса используются для проведения анализа влияния, оказываемого политикой правительства на платежный баланс, и для планирования определенных действий правительства для получения желаемого результата.

Платежный баланс Бразилии показан в табл. 3.7. Данные относятся к периоду с 1981 г. по 1991 г. Бразилия является крупнейшим дебитором среди развивающихся стран в мире, а также занимает лидирующую позицию среди развивающихся стран по показателям ВВП. Структура платежного баланса Бразилии соответствует модели сформировавшегося дебитора, обладающего активным сальдо торгового баланса и дефицитом по доходу от иностранных инвестиций.

Период с 1981 г. по 1991 г. интересует нас по следующим причинам. Он включает: 1) последний год получения значительных кредитов до начала долгового кризиса; 2) начало долгового кризиса в 1982 г.; 3) годы корректировки, последовавшие за долговым кризисом; 4) введение в силу плана Крузадо в 1986 г., плана Брессера в 1987 г. и Летнего плана в 1989 г. Во всех трех случаях правительство предпринимало попытки установления контроля над инфляцией. Правительство замораживало цены, уменьшало кредиты и обменивало старую валюту на новые денежные знаки (которые были на восемь порядков меньше). Но, к несчастью, правительство не смогло справиться с дефицитом бюджета, и по прошествии нескольких месяцев инфляция возобновилась.

В годы, предшествовавшие долговому кризису 1982 г., в Бразилии были начаты значительные программы содействия экономическому развитию, для проведения которых были взяты крупные кредиты за рубежом. Также в Бразилии наблюдалась тенденция повышения объемов импорта и увеличения притоков частного капитала (прямые инвестиции). Данные платежного баланса за 1981 г. отражают высокий уровень импорта товаров (22,1 млрд. долл., см. табл. 3.7), непомерный уровень выплат по обслуживанию внешнего долга (11,6 млрд. долл.), а также значительные внешние займы (10,4 млрд. долл.). В последующие годы это положение существенно изменилось, так как с началом долгового кризиса Бразилия была вынуждена ввести более жесткую политику.

Для Бразилии долговой кризис означал существенное сокращение зарубежных займов, а также пересмотр сроков погашения основной части кредитов. Также Бразилия снизила уровень импорта товаров с 22,1 млрд. долл. в 1981 г. до 13,1 млрд. долл. в 1985 г. Стимулом к проведению этих операций служило получение валютных доходов.

В период с 1982 г. по 1984 г. Бразилия получила возможность увеличить экспорт до 3,7 млрд. долл. (см. табл. 3.7). С 1984 г. по 1989 г. экспорт достигал уже 7,3 млрд. долл. Однако с введением плана Крузадо в 1986 г. экспорт товаров существенно понизился. План Крузадо был направлен на поощрение внутренних потребительских расходов, на вывод товаров из экспортных каналов и на переход на более высокий уровень импорта. Кризис торгового баланса (1986–1987 гг.) привел к временной приостановке процентных выплат по внешнему долгу в начале 1987 г.

Правительством президента Сарни в январе 1989 г. был введен “Летний план”, в соответствии с которым была введена новая валюта и начато замораживание цен и процесс деиндексации. Основу “Летнего плана” составляло введение жестких кредитно-денежных (монетарных) и налоговых мер. Бразилия достигла активного сальдо торгового баланса в 1988–1989 гг. Это активное сальдо облегчило проведение значительных выплат по обслуживанию внешнего долга в этот период (соответственно 12,9 млрд. и 13,9 млрд. долл.).

ТАБЛИЦА 3.7 ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС БРАЗИЛИИ, 1981—1991 ГГ.

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Текущие платежи	-11751	-16312	-6837	42	-273	-5304	-1450	4159	1025	-3788	-1408
Товары: экспорт	23276	20173	21898	27002	25634	22348	26210	33773	34375	31408	31619
Товары: импорт	-22091	-19395	-15429	-13916	-13168	-14044	-15052	-14605	-18263	-20661	-21041
Торговый баланс	1185	778	6469	13086	12466	8304	11158	19168	16112	10747	10578
Услуги: кредит	2246	1794	1713	1936	2079	1812	1947	2273	3120	3253	2750
Услуги: дебет	-5109	-5366	-4105	-3679	-3760	-4355	-4275	-5254	-5847	-6515	-5843
Доход: кредит	1401	1502	730	1267	1596	971	573	777	1322	1666	1473
Доход: дебет	-11673	-15012	-11752	-12739	-12809	-12123	-10923	-12899	-13926	-13773	-11922
Частные неоплаченные трансферты	189	-10	106	161	139	89	113	107	226	813	1521
Официальные неоплаченные трансферты	10	2	2	10	16	-2	-43	-13	18	21	35
Прямые инвестиции	2313	2534	1373	1556	1267	177	1087	2794	744	236	-42
Портфельные инвестиции	-2	-1	-286	-272	-237	-450	-428	-498	-421	512	3808
Другой капитал	10411	4979	-3610	-7281	-9321	8312	-10941	-11506	-12848	-6315	-6297
Сектор официальных резервов	-14	1649	-169	-1584	-2662	-1398	-1665	-614	-5932	3564	-3158
Международные депозитарные банки	5093	1545	-2228	-403	-3236	-2954	-1777	-2114	-2706	-2987	-2971
Другие сектора	5332	1785	-1213	-5294	-3423	-3960	-7499	-8778	-4210	236	-168
Чистые ошибки и пропуски	-418	-375	-586	399	-530	66	-802	-827	-819	-296	852
Общий баланс	553	-9175	-9946	-5556	-9094	-13823	-12534	-5878	-12319	-9651	-3087
Резервы и соответствующие статьи	-553	9175	9946	5556	9094	13823	12534	5878	12319	9651	3087
Резервные активы	-622	4655	-269	-7169	573	3856	-1014	-1250	-893	-474	369
Использование кредитных и заемных средств	—	546	2160	1801	-62	-625	-1151	-462	-808	-771	—
Пассивы зарубежных прачивительств. Резервы	69	1634	-1305	491	-385	396	525	73	1099	126	-739
Исключительное финансирование	—	2340	9360	10434	8968	10195	14174	7516	12921	10771	4023

Примечание: все данные представлены в долларах США.

Источник: Международный валютный фонд, *International Financial Statistics*.

Следует отметить, что по данным за указанный период, содержащимся в табл. 3.7, приток прямых инвестиций резко понизился до 0,2 млрд. долл. в 1986 г. по сравнению с пиком — 2,5 млрд. долл. в 1982 г. Экономический спад в 1981—1983 гг., повышающиеся темпы инфляции и растущая озабоченность зарубежных инвесторов, сомневающих в способности правительства принять реальные меры по выходу из долгового кризиса и по содействию экономической стабилизации, привели к общему ухудшению состояния коммерческих инвестиций в Бразилию.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Платежный баланс представляет собой статистическую оценку операций, происходящих между резидентами отдельной страны и остальным миром в течение определенного периода времени. Чаще всего данные платежного баланса представлены за весь год.

Статус резидента является важным аспектом определения платежного баланса. Корпоративные единицы могут иметь несколько резиденций. Так, например, головное отделение банка Chase Manhattan находится в США, но его зарубежные отделения располагаются в странах, на территории которых они проводят свои операции.

Платежный баланс разделен на три основных сектора, а именно текущий платежный баланс, баланс движения капиталов и баланс официальных расчетов.

Так как платежный баланс основан на бухгалтерском принципе двойной записи, то дебетовые стороны счетов всегда равны кредитовым сторонам. Но это равенство счетов нельзя путать с экономическим понятием равновесия. С экономической точки зрения состояние равновесия платежного баланса наступает, когда выполняются три условия: базисный баланс, или баланс официальных расчетов, равен нулю; существует полная занятость; отсутствуют ограничения по международным операциям.

При проведении оценки показателей платежного баланса мы должны четко различать понятия структуры и характеристик. Анализ характеристик проводимых операций осуществляется через сравнение данных за отдельные периоды времени или через изучение взаимосвязей между отдельными счетами платежного баланса. Структурный подход включает проведение сравнений платежных балансов различных стран. При этом необходимо обращать внимание на то, как структуры платежного баланса отражают уровень экономического развития стран.

Платежные балансы стран проходят в своем развитии через четыре фазы, а именно через фазу несформировавшегося дебитора, фазу сформировавшегося дебитора, фазу несформировавшегося кредитора и фазу сформировавшегося кредитора.

Существуют определенные экономические факторы, оказывающие влияние на потоки платежного баланса страны. Они включают: относительный уровень инфляции, реальные темпы роста ВВП, уровень процентных ставок и валютный курс “спот”. Необходимо проводить постоянную корректировку платежного баланса с учетом влияния этих экономических факторов.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Что такое платежный баланс?
2. Охарактеризуйте статус платежного баланса США в настоящее время.
3. Что мы имеем в виду, когда говорим, что счета платежного баланса основаны на бухгалтерском принципе двойной записи?
4. Должны ли платежные балансы всех стран проходить через все четыре фазы развития?
5. Укажите различия между структурой платежного баланса и его характеристиками.

6. Как вы определите состояние равновесия платежного баланса?
7. Если государство располагает активным сальдо текущего платежного баланса, то что можно сказать о статусе его баланса движения капиталов?
8. Какое влияние международный долговой кризис может оказать на платежный баланс страны-дебитора?
9. Если государство располагает активным сальдо текущего баланса, является ли оно дебитором или кредитором по отношению к остальному миру?
10. Как могут использоваться данные платежного баланса?
11. Какие основные экономические факторы оказывают влияние на платежный баланс? Дайте краткое объяснение того, как проходит корректировка платежного баланса с учетом влияния этих экономических факторов.
12. В платежном балансе страны отражены следующие записи: текущий платежный баланс — 1200 долл.; валовые притоки капитала — 1400 долл.; валовые оттоки капитала — 500 долл. Прокомментируйте состояние (равновесие) позиций платежного баланса этой страны.
13. В платежном балансе страны отражены следующие записи: торговый баланс — 750 долл.; баланс по другим текущим операциям — 320 долл.; притоки капитала — 1240 долл.; оттоки капитала — 680 долл. Прокомментируйте состояние (равновесие) позиций платежного баланса этой страны.
14. В платежном балансе страны отражены следующие записи: торговый баланс — 550 долл.; притоки капитала — 840 долл.; оттоки капитала — 110 долл. В какой фазе развития платежного баланса находится эта страна? Почему?
15. Даны статистические данные платежных балансов Амазонии и Белголенда. Ответьте на следующие вопросы:
 - а. Располагает ли Амазония активным сальдо или дефицитом
 - 1) текущего платежного баланса,
 - 2) базисного баланса?
 - б. В какой фазе развития находится платежный баланс Белголенда?
 - в. Находится ли платежный баланс Амазонии в той же фазе развития?
 - г. Назовите черты сходства и различия способности этих стран по финансированию текущих дефицитов.
 - д. Используя платежный баланс в качестве основного индикатора риска по стране, назовите черты сходства и различия этих двух стран.

Виды операций	Амазония	Белголенд
Товары: экспорт	23	64
Товары: импорт	-38	-91
Услуги: экспорт	6	3
Услуги: импорт	-5	-7
Односторонние трансферты	2	6
Частный капитал		
Прямые инвестиции, осуществляемые резидентами	-1	0
Прямые инвестиции, осуществляемые нерезидентами	9	4
Портфельные инвестиции:		
осуществляемые резидентами	0	0
осуществляемые нерезидентами	5	2
Другие виды капитала	-1	3
Официальные расчеты	0	16

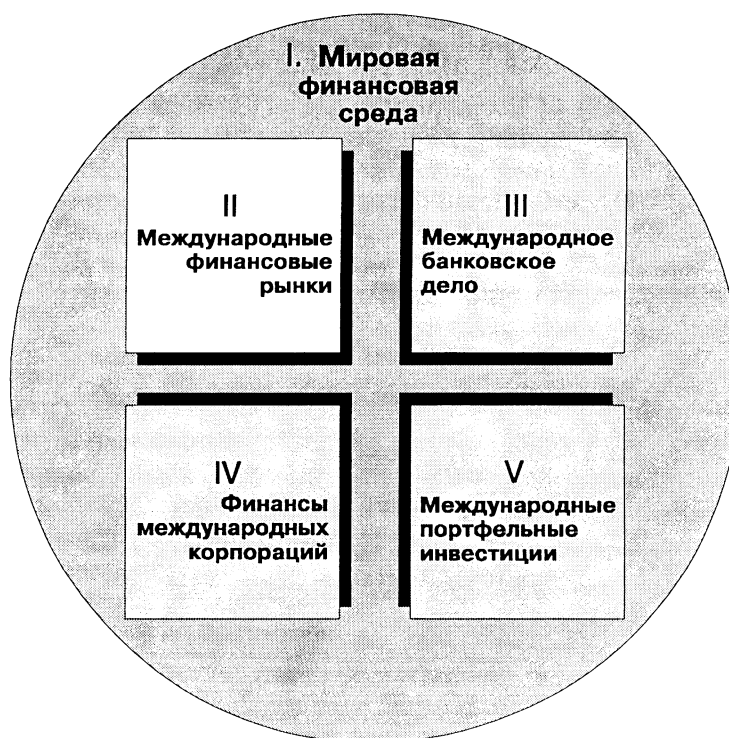
Примечание. Все данные представлены в миллионах единиц внутренней валюты этих стран.

Краткая библиография

- Bergsten, C.F. and S. Islam, *The U.S. As a Debtor Nation* // Washington, D. C.: Institute for International Economics, 1989.
- Carvounis, Chris. *The United States Trade Deficit of the 1980s* // Westport: Quorum Books, 1987.
- Chrystal, K. Alec and Geoffrey E. Wood. "Are Trade Deficits a Problem?" in R. Kolb, *The International Finance Reader* // Atlanta: Kolb Publishing, 1991.
- Dornbusch, Rudiger. *Open Economy Macroeconomic* // New York: Basic Books, 1980.
- International Monetary Fund. *Balance of Payments Yearbook* // Washington, D.C., Annual.
- International Monetary Fund. *International Financial Statistics* // Washington, D. C., Monthly.
- Kemp, Donald S. "Balance of Payments Concepts—What Do They Really Mean?" // Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, July 1975.
- Khan, M. "The Macroeconomic Effects of Fund Supported Adjustment Programs" // *IMF Staff Papers*, September 1990.
- Kindleberger, Charles P. "Balance of Payments Deficits, and the International Market for Liquidity," *Essays in International Finance* // Princeton: Princeton University, May 1965.
- Kubarych, Roger M. "Financing the U.S. Current Account Deficit" // *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer 1984.
- Meade, J. *The Balance of Payments* // London: Oxford University Press, 1951.
- Meyer, Stephen A. "The U.S. As a Debtor Country: Causes, Prospects, and Policy Implications," in R. Kolb, *The International Finance Reader* // Atlanta: Kolb Publishing, 1991.
- Nawaz, S. "Why the World Current Account Does Not Balance" // *Finance and Development*, September 1987.
- Stern, R.M. "The Presentation of the U.S. Balance of Payments". *Essays in International Finance* // Princeton: Princeton University Press, 1977.
- U.S. Department of Economics, Office of Business Economics // *Survey of Current Business*, monthly.
- Yeager, L. *International Monetary Relations; Theory, History, and Policy* // New York: HarperCollins, 1976.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

В этом разделе мы проанализируем важнейшие составляющие международных финансовых рынков. Эти рынки играют ведущую роль в движении и размещении финансовых средств, в мировом масштабе они обеспечивают определение стоимости валют и цен, с помощью чего обеспечивается баланс между требуемым уровнем дохода и риском актива. Они позволяют участникам рынка оценить будущие изменения процентных ставок и курсов валют и финансируют дефициты платежных балансов отдельных стран. Данные пять глав рассматривают рынок иностранной валюты, рынок евровалюты, международный рынок облигаций, рынки хеджирования (опционов и фьючерсов) и три главных мировых финансовых центра (Нью-Йорк, Лондон и Токио).



Валютный рынок

ВВЕДЕНИЕ

Валютный рынок — это по величине самый большой финансовый рынок мира. Он играет значительную роль в обеспечении взаимодействия различных составляющих мировых финансовых рынков. В этой главе мы рассмотрим важнейшие функции валютного рынка, а также его связь с другими рынками. Значительное внимание мы уделим механизму работы этого рынка и видам заключаемых на нем сделок. Мы также проведем аналитический обзор определения курсов "спот" (курсов валют по кассовым сделкам) в нескольких альтернативных системах обменных курсов и проанализируем, каким образом паритетные отношения объясняют изменения обменных курсов валют.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Понять основную природу валютного рынка, его роль и значение, а также перечислить его основных участников.
2. Понять комплексную природу рынка, проанализировать три уровня торговли, а также объемы и рост рынка в мировом масштабе.
3. Провести различие между курсами "спот" и "форвард", объяснить причину их существования и рассмотреть матрицу курсов "спот".
4. Проанализировать основные виды сделок, совершаемых на валютном рынке, и объяснить, каким образом коммерческие банки получают прибыль.
5. Понять основные факторы, определяющие изменение обменных курсов валют.
6. Усвоить смысл паритетных отношений, которые используются для объяснения взаимосвязи курсов "спот" и "форвард".
7. Оценить значение и проанализировать методы прогнозирования обменных курсов валют.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

- | | |
|--|--|
| • арбитраж | • хеджирование |
| • контролируемый курс | • межбанковский рынок |
| • цена свопа | • паритет процентной ставки |
| • покрытый процентный арбитраж | • международный эффект Фишера |
| • кросс-курс | • интервенция |
| • банк-дилер | • чистые преимущества |
| • тратта (переводной вексель) | • паритетные отношения |
| • эффект Фишера | • паритет покупательной способности |
| • фиксированный курс | • обратный курс |
| • плавающий курс | • депозит до востребования |
| • курс валюты по срочным сделкам ("форвард") | • курс валюты по кассовым сделкам ("spot") |
| • кривые срочных сделок | • своп |

СОКРАЩЕНИЯ

СВИФТ (SWIFT) — международная межбанковская электронная система платежей

ЧИПС (CHIPS) — электронная система межбанковских клиринговых расчетов

ЕЕА — Фонд стабилизации валюты (Великобритания)

ESF — Валютный стабилизационный фонд

ППС — паритет покупательной способности

ПРИРОДА ВАЛЮТНОГО РЫНКА

Основной товар валютного рынка — это любое финансовое требование, обозначенное в иностранной валюте. Формально в США сюда относятся ценные бумаги в иностранной валюте, выпущенные заемщиками других стран (например, облигации правительства Германии в немецких марках), переводные векселя (тратты), подлежащие оплате в фунтах стерлингов, валюта, выпущенная правительством Франции, и акции нидерландской корпорации «Юниливер Н. В.» (Uniliver N. V.) в голландских гульденах. Несмотря на то что купля-продажа валюты принимает различные формы, мы сосредоточим основное внимание на том виде операций, который преобладает на валютном рынке, — операциях с валютными депозитами до востребования.

Хотя этот обзор рассматривает валютный рынок с точки зрения США, в Великобритании на нем совершаются сделки с ценными бумагами правительства США в американских долларах, валютами, выпущенными правительствами других стран, например Франции или Италии, а также траттами, подлежащими оплате голландскими гульденами или японскими иенами.

С точки зрения рыночного механизма, валютный обмен — это обмен валюты одной страны на валюту другой.

Депозиты до востребования — это средства, используемые в торговле между банками, работающими на валютном рынке. Банковские дилеры хранят бессрочные вклады в иностранной валюте в банках-корреспондентах, расположенных в финансовых центрах, где данная иностранная валюта является внутренней. Например,

большой банк-дилер, расположенный в США, может иметь депозиты в нескольких десятках иностранных валют в банках, находящихся в финансовых центрах, где эти валюты являются внутренними. Другие банки, находящиеся в США, также хранят депозиты в банках иностранных финансовых центров. Таким образом, банки, расположенные в США, имеют возможность продавать иностранную валюту, отдавая распоряжение своим иностранным сотрудникам перевести депозит до востребования покупателю или посреднику. Аналогичным образом осуществляется и покупка валюты. В этом случае продавец переводит ее в банк, находящийся за границей, на счет банка США.

Основные участники валютного рынка — это банки-дилеры и другие банки, экспортеры, импортеры, транснациональные компании, финансовые учреждения, инвесторы и правительственные агентства. Все они имеют разнообразные потребности, включая необходимость хеджирования открытых позиций на валютном рынке, потребность инвестировать средства в различные районы мира и передавать покупательную способность от одной стране к другой.

Крупнейшие банки, которые занимаются операциями с иностранной валютой, работают в торговых секциях ведущих финансовых центров (Лондон, Нью-Йорк, Токио, Франкфурт, Сингапур, Гонконг). В главнейших центрах, а именно в Лондоне и Нью-Йорке, эти банки имеют 30—40 брокеров, действующих в различных секторах валютного рынка. Самые крупные банки могут иметь 50 таких секторов и более и работать с соответствующим количеством валют.

В начале рабочего дня, перед тем как местные финансовые центры начинают работать, брокеры общаются по телефону со своими партнерами по всему миру. Они делятся информацией и докладывают о тенденциях развития, достижениях и событиях в сфере торговли в тех центрах, где она уже началась. Они дополняют эту информацию техническим анализом, экономическими данными и сведениями о политических условиях, чтобы лучше оценить ситуацию на рынке. Этот анализ позволяет брокерам лучше подготовиться к последующей рыночной деятельности.

Валютный рынок не имеет преимуществ такого торгового центра, как Нью-Йоркская фондовая биржа, где покупатели и продавцы непосредственно взаимодействуют и общаются друг с другом. В этом смысле валютный рынок больше похож на внебиржевой рынок ценных бумаг, чем на фондовую биржу. Электронные коммуникации, телефонные линии и средства компьютерной поддержки обеспечивают связь между брокерами. Высокоскоростные информационные системы жизненно необходимы для обеспечения работы брокеров в дилинговых помещениях банков — маркет-мейкеров. Рыночные цены очень чувствительны и могут быстро изменяться. Поэтому банки должны иметь возможность быстрой связи со своими рыночными партнерами, с тем чтобы осуществлять торговлю как можно быстрее. Эта потребность, в частности, объясняется риском, который испытывают действующие на рынке банки, если имеют активы в иностранной валюте. Стоимость таких фондов может резко меняться. Следовательно, банки-дилеры должны иметь возможность осуществлять свои операции до того, как рыночные цены изменятся до значения, при котором они несут убытки.

Мировая система

Валютный рынок состоит из множества национальных валютных рынков, которые в той или иной степени объединены в мировую систему. Эта система позволяет банку в каком-либо валютном центре осуществлять сделки на следующей основе:

- I уровень: *Розничная торговля*. Сделки на одном национальном рынке, при которых банк-дилер при купле-продаже непосредственно взаимодействует с клиентом.
- II уровень: *Оптовая межбанковская торговля*. Сделки на одном внутреннем рынке, при которых два банка-дилера взаимодействуют друг с другом с помощью валютного брокера. По существу, это межбанковский рынок.
- III уровень: *Международная торговля*. Сделки между двумя и более национальными рынками, при которых банки-дилеры различных торговых центров взаимодействуют друг с другом. Такие сделки могут включать арбитражные операции на двух или трех рынках.

В рассматриваемой мировой системе существует тенденция к действию и преобладанию закона одной цены. Поэтому в Нью-Йорке обменное соотношение доллара и фунта стерлингов, доллара и немецкой марки будет таким же, как в Лондоне и Франкфурте. Это явление имеет место из-за процесса арбитража. Если в ценовых соотношениях этих валют появятся какие-либо расхождения, банки-дилеры или другие участники рынка будут продавать или покупать валюту, чтобы извлечь выгоду из этих расхождений. Участники рынка будут покупать валюту, стоимость которой падает, и продавать валюту, стоимость которой возрастает относительно обменных курсов в других рыночных центрах.

Объемы рынка и его развитие

Как было отмечено раньше, валютный рынок является самым большим финансовым рынком мира. Объем заключаемых на нем сделок в 1989 г. превысил 160 000 млрд. долл. (табл. 4.1). Эта оценка базируется на среднем ежедневном объеме купли-продажи валюты в крупнейших валютных центрах, включая три самых крупных — Лондон, Нью-Йорк, Токио.

ТАБЛИЦА 4.1 ОБЪЕМ ВАЛЮТНЫХ СДЕЛОК ПО ФИНАНСОВЫМ ЦЕНТРАМ И КАТЕГОРИЯМ СДЕЛОК

А. Объем ежедневных сделок в некоторых финансовых центрах, млрд. долл.									
	1969	1977	1979	1980	1983	1984	1986	1989	1992
Нью-Йорк	0,8	5,0	17	18	26	35	50	130	192
Лондон			25		50	49	90	187	303
Токио			2	6,7		8	48	115	128
Всего по трем центрам			44			92	188	432	623
Франкфурт			11			17			
Цюрих			10			20			
Париж			4			5			
Сингапур			3			8			
Гонконг			3			8			
Всего			75			150			

Объем ежегодной торговли: 640 x 250 дней=160 000 млрд. долл.

Данные табл. 4.1 предоставлены статистическими службами Федеральной резервной системы, центральных банков и собраны в различное время. В некоторых случаях они включают только оценки Федеральной резервной системы о торговле в Нью-Йорке. В других случаях оценка объема торговли в некоторых важных финансовых центрах предоставлена несколькими центральными банками.

Б. Ежегодный объем торговых сделок по их категориям, 1989 г.

	ВИД ВАЛЮТНОЙ СДЕЛКИ	
	млрд. долл. США	% от общей суммы
1. Торговля товарами	3200	2,0
2. Услуги ¹	600	0,375
3. Доход от иностранного инвестирования	600	0,375
4. Движение долгосрочного капитала	600	0,375
5. Финансовые сделки ²	155000	96,875
Всего:	160000	100,00

Источник: Нью-йоркский федеральный резервный банк, Группа тридцати, Financial Times, Банк международных расчетов.

¹ Судостроение, туризм, финансовые услуги.

² Операции с евровалютой, портфельные инвестиции, покрытие и клиринг финансовых сделок.

Лондонский валютный рынок самый крупный в мире. Его ведущая роль поддерживается историческим международным авторитетом лондонского денежного рынка, концентрацией оптовой евродолларовой торговли в Лондоне, а также значением этого рынка как места купли-продажи и выпуска международных ценных бумаг (еврооблигаций). Множество иностранных банков, расположенных в Лондоне, обеспечивает дополнительную поддержку и укрепление его статуса на мировом валютном рынке. Эти банки используют свои лондонские филиалы для осуществления и оплаты валютных сделок.

На валютном рынке осуществляется разнообразная деятельность. Финансовые сделки (см. табл. 4.1) составляют более 90% объема этой деятельности. Объем мирового экспорта в 1989 г. составил приблизительно 3 200 млрд. долл. (около 2% объема основных сделок на валютном рынке). Сделки на обслуживание, такие как приток дохода от иностранного инвестирования, судоходства и туризма, составили приблизительно 1% объема рыночной деятельности.

Ежедневный объем рыночной активности значительно вырос. Подсчет по трем крупнейшим рынкам показывает, что объем торговли за период с 1979 г. по 1984 г. вырос более чем в 2 раза и значительно увеличился за период с 1984 г. по 1986 г. (см. табл. 4.1). Аналогично данные о торговле в восьми крупнейших центрах за 1979—1984 гг. иллюстрируют тот же рост объема торговли.

Рост объема торговли в Нью-Йорке начался в 1969 г. (табл. 4.2). Единственным исключением был период с 1980 г. по 1983 г., когда среднегодовой рост составил менее 20%. Такой низкий рост был, вероятно, обусловлен необычными финансовыми условиями, в том числе высокими процентными ставками, что вело к экономическому спаду. В то время как объем сделок на нью-йоркском валютном рынке растет, Нью-Йорк играет важную роль как международный центр осуществления оплаты и клиринга по долларovým сделкам. Высокая оборачиваемость депозитов до востребования, которые иностранные банки хранят в нью-йоркских банках, типична для такой деятельности.

В 1986 г. объем валютных сделок на рынке в Токио приблизился к цифре, достигнутой в Нью-Йорке, подтверждая возрастающую роль Токио как финансового центра. Постоянный рост японской торговли, возрастающее значение Японии как международного инвестора и реципиента международных инвестиционных средств способствуют выходу Токио на ведущие позиции.

ТАБЛИЦА 4.2 РОСТ ОБЪЕМА ТОРГОВЛИ НА НЬЮ-ЙОРКСКОМ ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

	Объем торговли, исходный год, млрд. долл.	Ежегодный рост
1969—1977	0,8	60%
1977—1980	5,0	54%
1980—1983	18,0	13%
1983—1986	26,0	24%
1986	50,0	—

Источник: Федеральная резервная система.

Денежные переводы

Участники валютного рынка осуществляют несколько основных функций. Эти функции включают денежные переводы, хеджирование, клиринг и кредит. Наиболее простая операция — денежные переводы. Если британская компания должна осуществить платеж французской компании во французской валюте, то необходимо переместить денежные средства из Великобритании во Францию. Эта международная передача покупательной способности осуществляется с помощью валютного рынка.

Британская фирма осуществляет спотовую покупку французских франков. Спотовая покупка означает сделку с немедленной доставкой покупаемого товара. Форвардная покупка означает сделку с доставкой через определенный промежуток времени. Лондонский банк (Барклейз (Barclays)) хранит депозиты во франках в Банк Насьональ де Пари (Banque National de Paris — BNP). Эти депозиты передаются британской фирме посредством указания лондонского банка парижскому банку осуществить денежный перевод. Британская фирма теперь может передать деньги французской фирме, отдав указание французскому банку произвести перевод депозитных средств этой фирме. Туристам также необходимы услуги передачи покупательной способности. Они чаще покупают иностранную валюту, но в виде банкнот, а не депозитов. Американским туристам, путешествующим в Великобритании, требуются фунты стерлингов, чтобы оплачивать жилье, питание, передвижение по стране и развлечения. Покупка фунтов стерлингов в виде банкнот или депозитов позволяет им иметь покупательную способность и в Великобритании.

При хеджировании участники валютного рынка стремятся защититься от валютных позиций под риском, называемых валютным риском потенциальных убытков. Американский импортер, покупающий товар у японского поставщика, обязан рассчитаться за него в иенах. Он знает, что через два месяца ему придется осуществить платеж в японских иенах и имеет позицию под риском в этой валюте. Риск заключается в том, что курс иены может возрасти по отношению к доллару и при этом повысится долларовая стоимость приобретаемого товара. В этом случае он может произвести хеджирование, покупая японские иены с поставкой в будущем. Эта форвардная покупка иен фиксирует долларовую стоимость товара и обеспечивает защиту при изменении курса валюты.

Валютный рынок обеспечивает механизм клиринга при проведении международных платежей. Этот механизм действует через оборот депозитов в иностранной валюте, которые банки хранят в банках-корреспондентах, расположенных в других финансовых центрах. Например, немецкий банк осуществляет куплю-продажу долларов на франкфуртском рынке, непосредственно взаимодействуя со своими партнерами. Расчет за эти сделки осуществляется путем отнесения соответствующих сумм на дебет или

кредит депозитов до востребования (в американских долларах) немецкого банка, которые он имеет в нью-йоркских банках.

Механизм клиринга позволяет осуществлять большое количество сделок без расчета наличными или перевода средств. Например, два франкфуртских банка могут заключить на утренних торгах следующие сделки, продавая или покупая доллары за немецкую марку:

	Покупка	Продажа	Сальдо
Банк А	120 млн. долл.	100 млн. долл.	+20 млн. долл.
Банк Б	90 млн. долл.	95 млн. долл.	–5 млн. долл.

Общий объем торговли двух банков составил 405 млн. долл., однако изменение объема собственности банков было очень малым. Банк А увеличил свои долларовые позиции на 20 млн. долл., а банк Б уменьшил их на 5 млн. долл. Теперь представим дневные торги тех же банков:

	Покупка	Продажа	Сальдо
Банк А	110 млн. долл.	135 млн. долл.	-25 млн. долл.
Банк Б	105 млн. долл.	90 млн. долл.	+15 млн. долл.

В данном случае объем сделок составил 440 млн. долл., а позиции банков опять изменились незначительно. На дневных торгах банк А понизил свои позиции на 25 млн. долл., а банк Б повысил их на 15 млн. долл. Еще более интересно то, как банк А изменил направленность своих действий. Если утром он улучшил свои долларовые позиции, то днем он их ухудшил, т. е. утром он купил большую сумму, чем продал, а днем — наоборот. В итоге банк А выступил как продавец 5 млн. долл. Аналогично банк Б выступил утром как продавец, а днем как покупатель, так как продал утром большую сумму, чем выкупил, а днем купил большую сумму, чем продал. В итоге объем торговли двух банков составил 845 млн. долл., но один банк выступил продавцом 5 млн. долл. (банк А), т. е. уменьшил свои позиции на 5 млн. долл., а другой — покупателем 10 млн. долл. (банк Б), т. е. увеличил свои позиции на 10 млн. долл. Еще меньшее изменение позиций банков может быть достигнуто, если банк Б продаст 5 млн. долл. банку А. В этом случае единственным изменением долларовых позиций банков будет накопление банком Б 5 млн. долл.

Наконец, валютный рынок обеспечивает кредит. Кредит осуществляется, когда экспортер выставляет срочную тратту покупателю или его банку. Разница между векселем на предъявителя (тратта с оплатой по предъявлении) и срочной траттой заключается в том, что вексель на предъявителя оплачивается немедленно, а срочная тратта оплачивается через определенный срок после предъявления. Если экспортер выставляет срочную тратту, она дисконтируется, продается на рынке векселей, и экспортер получает ее дисконтированную стоимость. Так как она деноминирована в иностранной валюте, банк передает ее экспортеру, что облегчает финансирование экспортных сделок. Срочная тратта становится акцептованной, покупается на денежном рынке инвестором, который тем самым оплачивает сделку. Эту операцию мы опишем подробнее в главе, посвященной финансированию внешней торговли.

Связь валютного рынка с международным евровалютным рынком

Валютный рынок имеет тесные связи с местными денежными рынками и рынком евровалюты. Потребность в процентном арбитраже является основной причиной существования связей с местными денежными рынками. Валютный арбитраж мы рассмотрим ниже в этой главе. Если при валютном арбитраже прибыль извлекается из различия между курсами валют, то при процентном арбитраже ее получают из различия в процентных ставках.

Если процентные ставки выше на одном денежном рынке (в Лондоне), чем на другом (в Нью-Йорке), инвесторы стремятся от этого выиграть. Они будут перемещать средства с рынка с низкой процентной ставкой на рынок с более высокой. Если инвесторы стараются избежать риска, они защищают открытые позиции валюты с высокими ставками путем ее форвардной продажи. *Одновременная покупка валюты на условиях спот и ее форвардная продажа с целью получения за это время более высокого процентного дохода называется СВОПОМ.* Своп имеет цену, если покупатель валюты приобретает ее по спотовой цене, превышающей форвардную. Получая в Лондоне более высокие процентные ставки, чем в Нью-Йорке, инвесторы будут производить арбитражные операции, стремясь выиграть от этого различия. Перемещение средств из Нью-Йорка в Лондон понизит ставки процента в Лондоне и повысит их в Нью-Йорке. В процессе арбитражных перемещений средств по валютному рынку ставки процента на двух задействованных денежных рынках изменяются.

Аналогичным образом различия в процентных ставках на рынке евровалюты обеспечивают возможность арбитражного движения средств. В этом случае инвесторы перемещают средства из одного сектора евровалютного рынка в другой. Позднее, в одном из разделов мы опишем стабилизирующее влияние цены свопа на передвижение средств в результате проведения операций процентного арбитража.

Рынок евровалюты и валютный рынок имеют определенное сходство, которое позволяет банкам-дилерам действовать на обоих этих рынках, кроме того, ведущую роль на данных рынках играют одни и те же иностранные валюты. Однако рассматриваемые рынки имеют и некоторые различия. На рынке евровалюты основной предмет сделок — срочные депозиты с начислением процента, а на валютном рынке — депозиты до востребования без начисления процента.

МЕХАНИЗМЫ РЫНКА

Инструменты валютного рынка

Валютный рынок оперирует активами или финансовыми требованиями (обязательствами), выраженными в иностранной валюте. Сюда входят валютные депозиты, ценные бумаги (облигации) или акции иностранных правительств (немецкие акции на предъявителя в немецких марках).

При работе на рынке банки пользуются следующими важнейшими инструментами:

- телеграфные или электронные переводы средств с бессрочных вкладов (депозитов до востребования);
- банковские векселя на предъявителя;
- коммерческие тратты.

Телеграфный или электронный перевод — это такой способ платежа, когда покупатель платит банку за требуемую валюту, а банк передает по телеграфной или элек-

тронной связи платежные инструкции банку-корреспонденту, в котором хранится валютный депозит. Этот метод обычно используется при переводе крупных сумм.

Специальные компьютерные телекоммуникационные средства увеличивают скорость передачи и повышают точность сообщений, передаваемых одним банком другому. Например, международная межбанковская электронная система платежей (СВИФТ) осуществляет международную передачу сообщений, при этом понижая количество ошибок и задержек в валютной торговле (см. дополнение 4.1).

Альтернативой телеграфному переводу может быть почтовый перевод. В этом случае инструкции отправляются по почте или банкир предоставляет покупателю вексель на предъявителя, а покупатель отправляет его авиапочтой продавцу (получателю платежа). Например, американский импортер может осуществить почтовый перевод векселя на предъявителя на 138 000 фунтов стерлингов своему иностранному поставщику. Сначала он покупает этот вексель на предъявителя в Чейз Манхэттен бэнк (Chase Manhattan Bank) в Нью-Йорке. Затем тратта отправляется почтой иностранному продавцу, который может получить по ней платеж в Лондоне в фунтах стерлингов.

Коммерческие тратты выставляются экспортерами покупателю или банку покупателя. Если они предназначены к оплате в иностранной валюте, то они могут и рассматриваться как валюта. Экспортер может отдать распоряжение одному из банков, обслуживающих сделку, учесть тратту, т. е. дисконтировать (купить) ее. Эту процедуру мы опишем в главе, посвященной финансированию внешней торговли.

Спот

Существует три формы валютных сделок: кассовые сделки (спот, с немедленной доставкой), срочные сделки (форвард, с доставкой через определенное время) и свопы. Своп — это одновременное осуществление операций покупки и продажи с разными сроками исполнения. В этом разделе мы рассмотрим торговлю методом открытого спота. Другие формы валютных сделок мы рассмотрим в других разделах этой главы.

Фактические рыночные котировки иностранной валюты представлены в табл. 4.3 в том виде, как они были напечатаны в “New York Times”. В левой части таблицы располагаются долларové цены иностранных валют (прямой метод котировок), в правой части таблицы находятся валютные цены доллара (обратный метод). Мы сможем объяснить, как взаимосвязаны эти две цены, или обменные курсы, если поймем, как они выражаются друг через друга. Например, в декабре 1993 г. курс немецкой марки по кассовым сделкам составил 0,5898 долл. Это соотношение доллара и немецкой марки (\$/DM). Мы можем найти соотношение немецкой марки и доллара, поделив единицу на данный курс, что составит 1,6955 немецкой марки за 1 долл.

Аналогичным образом мы можем выяснить, что долларová цена французского франка, равная 0,1734 долл., имеет обратную (5,7670 франков за 1 долл.), которая получена путем деления 1 на исходный курс.

Сложный арбитраж, вовлекающий три валюты и более, обеспечивает равновесие обменных курсов во всех рыночных центрах. Например, при ставках, указанных в табл. 4.3, биржевой торговец во Франкфурте может купить нидерландские гульдены по курсу 1,2 гульдена (флорина) за 1 немецкую марку и получить прибыль посредством арбитража. После покупки флоринов (florin) он может продать их в Нью-Йорке по цене 1 флорин за 0,5263 долл. В то же время доллары могут быть конвертированы в немецкую марку по курсу 1 марка (DM) за 0,5898 долл. Теперь подсчитаем прибыль, которую торговец получит, если он купил 1,2 млн. флоринов.

Дополнение 4.1 СВИФТ — ЭТО ВАЖНЕЙШАЯ КОММУНИКАЦИОННАЯ СЕТЬ ДЛЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ СДЕЛОК

СВИФТ — это частная некоммерческая корпорация, руководство которой находится в Брюсселе, Бельгия. СВИФТ насчитывает около 2000 членов, большинство из которых — банковские учреждения. Она имеет центры передачи сообщений в Нидерландах и в Калпепере (Вирджиния). Действующие центры соединены международными линиями передачи информации с региональными процессорами для обработки данных, которые находятся в большинстве стран — членов СВИФТ.

Развитие и модернизация СВИФТ обеспечивает почти неограниченные возможности передачи информации о сделках на рынке иностранной валюты, подтверждений платежей и надежности ценных бумаг, международной торговой документации и другой финансовой информации. СВИФТ — это система, наиболее часто используемая для международной передачи сообщений. Однако существует несколько альтернативных систем, в том числе британская компания Рейтер. Ее услуги обеспечивают текущую информацию о финансовом рынке и позволяют партнерам взаимодействовать.

СВИФТ тесно связана с системами ежедневных валютных расчетов и клиринга. Например, 140 нью-йоркских банков, обслуживающихся СВИФТ, рассчитываются по валютным и евродолларовым сделкам через электронную систему межбанковских клиринговых расчетов (ЧИПС). По количеству и стоимости расчеты по валютным сделкам составляют более половины услуг, осуществляемых ЧИПС. ЧИПС управляется Ассоциацией клиринговых палат Нью-Йорка (New York Clearing House Association) и Нью-Йоркским федеральным резервным банком (Federal Reserve Bank of New York).

Подсчет прибыли представлен в табл. 4.4. Во Франкфурте 1 млн. немецких марок соответствует 1,2 млн. флоринов. Эти 1,2 млн. флоринов могут быть проданы в Нью-Йорке за 8631560 долл., а эта сумма использована для покупки немецких марок. В этом случае прибыль составит 70804 марки.

Иной способ калькуляции состоит в определении кросс-курса (соотношение двух валют, рассчитанное по их курсу относительно курса третьей валюты) немецкой марки и голландского флорина в Нью-Йорке. Кросс-курс позволяет определить курс третьей валюты, если известны курсы валют. В этом случае мы получим кросс-курс флорина и марки (florin/DM), сопоставляя цену 1 долл. во флоринах (florin/\$) с ценой 1 немецкой марки в долларах (\$/DM).

$$\text{Кросс-курс florin/DM} = \text{florin}/\$ \times \$/\text{DM}.$$

Чтобы вычислить цену 1 долл. во флоринах (курс florin/\$), используем курс \$/florin. Она составит 1,9 флорина. Поэтому:

$$1,9 \times 0,5898 = 1,12062.$$

После покупки флорина во Франкфурте по цене 1,2 флорина за 1 марку прибыль составит

$$\frac{1,2 - 1,12062}{1,12062}, \text{ или } 7,08\%.$$

Поэтому, если сумма в немецких марках составляет 1 млн. DM, то прибыль составит 70 800 DM (см. расчеты, произведенные выше).

ТАБЛИЦА 4.3 КУРСЫ ИНОСТРАННЫХ ВАЛЮТ НА НЬЮ-ЙОРКСКОМ РЫНКЕ

Страна, валюта	Пятница, 24 декабря 1993 г.			
	Цена валюты в долларах США		Цена 1 долл. США в валюте	
	пятница	четверг	пятница	четверг
f — Аргентина (песо)	1,0100	1,0100	0,9901	0,9901
Австралия (доллар)	0,6785	0,6782	1,4738	1,4745
Австрия (шиллинг)	0,0839	0,839	11,918	11,918
с — Бельгия (франк)	0,0283	0,0283	35,30	35,28
Бразилия (крузейро)	0,0036	0,0036	280,99	280,99
Великобритания (фунт стерлингов)	1,5020	1,5040	0,6658	0,6649
с поставкой через 30 дней	1,4993	1,5010	0,6670	0,6662
с поставкой через 60 дней	1,4969	1,4987	0,6680	0,6672
с поставкой через 90 дней	1,4946	1,4964	0,6691	0,6683
Канада (доллар)	0,7506	0,7544	1,3323	1,3255
с поставкой через 30 дней	0,7502	0,7540	1,3330	1,3262
с поставкой через 60 дней	0,7498	1,7536	1,3337	1,3269
с поставкой через 90 дней	0,7496	0,7534	1,3341	1,3273
у — Чили (Песо)	0,002420	0,002420	413,14	413,14
Китай (юань)	0,1725	0,1725	5,7955	5,7955
Колумбия (песо)	0,001464	0,001464	683,24	683,24
с — Чешск. Республика (крона)	0,0343	0,0343	29,17	29,17
Дания (крона)	0,1509	0,1508	6,6275	6,6330
ЭКЮ	1,13630	1,13630	0,8800	0,8800
z — Эквадор (сукре)	0,000508	0,000508	1967,03	1967,03
d — Египет (фунт)	0,2994	0,2994	3,3405	3,3405
Финляндия (марка)	0,1770	0,1768	5,6485	5,6570
Франция (франк)	0,1734	0,1734	5,7680	5,7680
Германия (марка)	0,5898	0,5900	1,6955	1,6950
с поставкой через 30 дней	0,5881	0,5883	1,7005	1,6999
с поставкой через 60 дней	0,5867	0,5869	1,7044	1,7038
с поставкой через 90 дней	0,5857	0,5859	1,7075	1,7069
Греция (драхма)	0,004112	0,004105	243,20	243,60
Гонконг (доллар)	0,1295	0,1295	7,7215	7,7225
Венгрия (форинт)	0,102	0,102	98,28	98,28
у — Индия (рупия)	0,0322	0,322	31,034	31,034
Индонезия (рупия)	0,000476	0,000476	2102,78	2102,78
Ирландия (фунт)	1,4322	1,4350	0,6982	0,6969
Израиль (шекель)	0,3441	0,3441	2,9059	2,9059
Италия (лира)	0,000602	0,000602	1660,00	1660,00
Япония (иена)	0,009019	0,009042	110,88	110,60
с поставкой через 30 дней	0,009002	0,009034	111,09	110,69
с поставкой через 60 дней	0,008990	0,009024	111,23	110,81
с поставкой через 90 дней	0,008977	0,009013	111,39	110,95
Иордания (динар)	1,4535	1,4535	0,68799	0,68799
Ливан (фунт)	0,000584	0,000584	1712,00	1712,00
Малайзия (рингит)	0,3899	0,3899	2,5645	2,5645
z — Мексика (песо)	0,321234	0,321234	3,1130	3,1130
Новая Зеландия (доллар)	0,5588	0,5588	1,7895	1,7895
Нидерланды (гульден)	0,5263	0,5260	1,9000	1,9010
Норвегия (крона)	0,1359	0,1358	7,3600	7,3640
Пакистан (рупия)	0,0334	0,0334	29,96	29,96
у — Перу (новый соль)	0,4785	0,4785	2,090	2,090
z — Филлипины (песо)	0,0363	0,0363	27,56	27,56
Польша (злотый)	0,000050	0,000050	20180	20180

(Продолжение)

ТАБЛИЦА 4.3 КУРСЫ ИНОСТРАННЫХ ВАЛЮТ НА НЬЮ-ЙОРКСКОМ РЫНКЕ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Страна, валюта	Пятница, 24 декабря 1993 г.			
	Цена валюты в долларах США		Цена 1 долл. США в валюте	
	пятница	четверг	пятница	четверг
Португалия (эскудо)	0,005774	0,005774	173,19	173,19
а — Россия (рубль)	0,000800	0,000800	1250,00	1250,00
Саудовская Аравия (риял)	0,2666	0,2666	3,7515	3,7515
Сингапур (доллар)	0,6285	0,6285	1,5910	1,5910
Словацкая Республика (крона)	0,0303	0,0303	32,98	32,98
ЮАР (рэнд)	0,2965	0,2965	3,3730	3,3730
f — ЮАР (рэнд)	0,2273	0,2255	4,4000	4,4350
Южная Корея (вона)	0,001238	0,001238	808,00	808,00
Испания (песета)	0,007161	0,007161	139,65	139,65
Швеция (крона)	0,1217	0,1220	8,2174	8,1955
Швейцария (франк)	0,6954	0,6976	1,4380	1,4335
с поставкой через 30 дней	0,6946	0,6968	1,4397	1,4352
с поставкой через 60 дней	0,6941	0,6963	1,4407	1,4361
с поставкой через 90 дней	0,6938	0,6959	1,4413	1,4369
Тайвань (новый тайваньский доллар)	0,0375	0,0375	26,69	26,69
Таиланд (бат)	0,03929	0,03929	25,45	25,45
Турция (лира)	0,000070	0,000070	14198,00	14198,00
ОАЭ (дирхам)	0,2723	0,2723	3,6720	3,6720
f — Уругвай (песо)	0,229885	0,229885	4,35	4,35
z — Венесуэла (боливар)	0,0095	0,0095	105,3500	105,3500

ЭКЮ — European Currency Unit (общеевропейская валюта). Индекс стоимости доллара Совета Федеральной резервной системы США против десяти других валют, определенный на основе торгов, составил в четверг 94,86, понизившись на 0,5 пункта (на 0,52%) по сравнению с уровнем среды (95,36). Год назад этот индекс составлял 91,15.

а — фиксированный курс, Московская межбанковская валютная биржа; с — коммерческий курс, d — свободный рыночный курс, f — финансовый курс, y — официальный курс, z — плавающий курс.

Цены указаны на 10:00 по восточному времени на основании систем телекурсов и других источников.

Источник: New York Times, 24 декабря 1993 г.

ТАБЛИЦА 4.4 ПОДСЧЕТ АРБИТРАЖНОЙ ПРИБЫЛИ: ПОКУПКА ФЛОРИНОВ И АРБИТРАЖ ЧЕРЕЗ ДОЛЛАРЫ В НЕМЕЦКИЕ МАРКИ

Стоимость флорина в немецких марках	DM	1 000 000
Сумма купленных флоринов	FI	1 200 000
Сумма в долларах, полученная от продажи флоринов		631 560 ¹
Сумма в немецких марках, купленная в Нью-Йорке	DM	1 070 804 ²

¹ 0,5263 долл. × 1,2 млн.

² 631 560 долл. : 0,5898.

Нужно заметить, что эти расчеты исключают транзакционные издержки, которые могут снизить прибыльность описанной арбитражной операции. Эти издержки существуют потому, что банковские дилеры покупают и продают валюту по незначительно различающимся ценам, обеспечивая себе этой разницей прибыль. Дилеры покупают валюту по цене предложения и продают по цене спроса. Сравнивая цены предложения и спроса фунта стерлингов в долларах (декабрь 1993 г.), что составит (1,5020 — 1,5030) долл., мы получим разницу в 0,0010 долл., или 0,066%. Это приблизительно 1/15%. На рынке эта разница обеспечивает банкам получение прибыли. При крупных валютных сделках банки получают значительную прибыль от разницы между ценами спроса и предложения валюты (табл. 4.1).

Матрица курсов "спот"

Матрица курсов "спот" помогает лучше понять рыночную систему обменных курсов (табл. 4.5). Если нам известна верхняя строка (строка А), мы можем вычислить значения в столбце 1 путем нахождения курсов, обратных указанным в строке А. Например, курс немецкой марки составляет 0,530 долл. (см. строку А). Обратный курс в столбце 1 вычисляется следующим образом:

$$1/0,590 = 1,695 \text{ DM}/\$, \text{ т. е. курс доллара составляет } 1,695 \text{ DM}.$$

Аналогичным образом, зная курс $\$/\text{FF}$ (1 французский франк равен 0,1733 долл., как указано в строке А), можно найти курс $\text{FF}/\text{\$}$:

$$1/0,1733 = 5,770 = \text{FF}/\$.$$

Курс фунта стерлингов в швейцарских франках (столбец 2) является кросс-курсом, вычисленным с использованием данных строки А (курса фунта в долларах) и столбца 1 (курса доллара в швейцарских франках):

$$\text{SwFr}/\text{Z} = \text{SwFr}/\$ \times \$/\text{Z} = 1,435 \times 1,504 = 2,158.$$

Таким образом, все оставшиеся курсы, которых нет ни в строке А, ни в столбце 1, могут быть вычислены как кросс-курсы описанным выше способом. Например, кросс-курс канадского доллара во французских франках ($\text{FF}/\text{Cdn}\text{\$}$) вычисляется так:

$$\text{FF}/\text{Cdn}\text{\$} = \text{FF}/\$ \times \$/\text{Cdn}\text{\$} = 5,770 \times 0,754 = 4,352.$$

В табл. 4.5 этот курс находится на пересечении строки F и столбца 5.

ТАБЛИЦА 4.5 МАТРИЦА КУРСОВ "СПОТ" (23 ДЕКАБРЯ 1993 г.)

	Амери- канский доллар	Фунт стер- лингов	Немецкая марка	Швейцарс- кий франк	Канадский доллар	Фран- цузский франк
А. Американский доллар	-	1,504	0,590	0,697	0,754	0,1733
В. Фунт стерлингов	0,665	-	0,392	0,463	0,502	0,1152
С. Немецкая марка	1,695	2,548	-	1,181	1,278	0,2936
Д. Швейцарский франк	1,435	2,158	0,847	-	1,082	0,2487
Е. Канадский доллар	1,326	1,994	0,783	0,924	-	0,2298
Ф. Французский франк	5,770	8,678	3,406	4,021	4,352	-

Источник: Financial Times.

Форвард

Участники валютного рынка совершают кассовые (спот) и срочные (форвард) сделки с иностранной валютой. При кассовых сделках валюта поставляется немедленно (чаще в течение двух рабочих дней после заключения сделки). При срочных сделках поставка валюты осуществляется через четко определенный период времени. Предположим, что американский импортер должен осуществить платеж французскому поставщику во французских франках. Тогда он будет покупать французские франки по кассовым сделкам. Нью-йоркский банк может выписать покупателю тратту с оплатой по предъявлении в соответствующем французском банке. После этого импортер отправит этот документ поставщику по почте. Другой вариант заключается в том, что нью-йоркский банк осуществляет телеграфный перевод, передавая по телетайпу французскому банку указание перевести оговоренную сумму во французских франках указанной стороне.

Предположим теперь, что американский импортер должен осуществить платеж французскому поставщику в течение одного, двух или трех месяцев. Если импортер

опасается увеличения курса французского франка и хочет обезопасить себя от такого увеличения, у него есть два возможных пути. В нашем примере покупатель может приобретать французские франки по кассовым сделкам и переводить их в Париж, до того как должен быть осуществлен платеж, или покупать их по срочным (форвардным) сделкам. Покупая франки по форвардным сделкам, импортер получает от нью-йоркского банка контракт, фиксирующий долларовую стоимость франков на определенном уровне и оговаривающий дату платежа.

Импортер выберет форвардную покупку франков, если ожидается, что курс франка по кассовым сделкам повысится. Если большое количество американских импортеров ожидают повышения курса франка по кассовым сделкам и, соответственно, приобретают эту валюту по срочным сделкам, это может увеличить курс франка по форвардным сделкам. Таким образом, на основе ценовых ожиданий определяется различие между курсами "спот" и "форвард". Если же американские импортеры ожидают падения курса франка по кассовым сделкам, они не будут заключать на покупку франка форвардные сделки, и курс франка по этим сделкам не повысится.

Итак, американский импортер имеет возможность выбрать способ платежа во французских франках (спот или форвард). При выборе определяющим фактором может быть относительная стоимость. Этот вопрос можно рассматривать в отношении взаимосвязи альтернативных издержек.

Например, предположим, что импортер имеет ставки процента и курсы иностранных валют, указанные в табл. 4.6. Спотовая покупка французских франков и их перевод в Париж обеспечивает средний суммарный прирост в 0,7% (9,2% - 8,5%). При форвардной покупке франков прирост составит 2,0%. Поэтому в данном случае форвардная покупка предпочтительнее спотовой.

Подсчет, в результате которого получен прирост в 2%, основывается на формуле, которая преобразует форвардный дисконт в вид, сравнимый со ставками процента. Ставки процента всегда выражаются в процентах за год. В данном равенстве S — курс "спот" французских франков в американских долларах; F — курс "форвард"; n — число месяцев до поставки по форвардному контракту:

$$\frac{F - S}{S} \times \frac{12}{n} \times 100 = \text{дисконт (премия) по срочным сделкам в перерасчете на год};$$

$$\frac{0,001}{0,200} \times \frac{12}{3} \times 100 = 2,0\%.$$

ТАБЛИЦА 4.6 ВЫБОР МЕЖДУ КАССОВОЙ И СРОЧНОЙ СДЕЛКАМИ НА ОСНОВЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИЗДЕРЖЕК

Ставка процента в Нью-Йорке	8,5%
Ставка процента в Париже	9,2%
Курс спот, \$/FF	0,200 долл.
Курс форвард с поставкой через 3 месяца	0,199 долл.
Дисконт при форвардной покупке франков в перерасчете на год	2,0%

Спотовое покрытие: занять доллары под 6,5%, конвертировать сумму во французские франки, вложить под 9,2%, обеспечен прирост 0,7%.

Форвардное покрытие: осуществить форвардную покупку французских франков с дисконтом в 2% в перерасчете на год.

Форвардные обменные курсы по сравнению со спотовыми обеспечивают премии или дисконты. Форвардные курсы таких широко используемых валют, как доллар, фунт стерлингов, немецкая марка, иена, французский франк и швейцарский франк, быстро реагируют на изменение ставок процента. Таким образом, различия в ставках процента между денежными центрами имеют тенденцию к обеспечению дисконтов или премий по срочным сделкам. Механизмом, приводящим к такому приспособлению, является процентный арбитраж.

Свопы

Процентный арбитраж предполагает перемещение инвесторами ликвидных средств с одного рынка на другой с целью получить прибыль. Исходя из табл. 4.7 процентная ставка по краткосрочным активам в фунтах стерлингов составляет 5,32%, а в долларах 3,19%. Инвесторы будут стремиться вкладывать средства в краткосрочные активы в фунтах.

Своп состоит из двух частей. Сначала вкладчики покупают фунт стерлингов по курсу "спот", чтобы вложить эти средства в Лондоне. Затем они продают фунт стерлингов по курсу "форвард". Своп используется, чтобы избежать риска изменения валютных курсов. При проведении свопа вкладчик покупает фунт по курсу "спот", использует средства для вложения в краткосрочные активы в фунтах и продает фунт по курсу "форвард". Эта форвардная сделка защищает его от возможного понижения долларовой цены фунта, если бы это понижение произошло при вложении средств в активы.

Анализ своповой деятельности является ключевым для понимания происхождения дисконта при форвардной сделке с фунтом. Продолжительная своповая деятельность повышает курс "спот" фунта (курс покупки) и понижает курс "форвард" (курс продажи). Это обеспечивает появление дисконта при форвардной сделке, который повышается до тех пор, пока инвесторам станет невыгодно производить арбитражные операции по переводу долларов в стерлинговые инвестиции.

Возвращаясь к иллюстрации свопа, можно подсчитать чистую прибыль инвестора, который вложил свои средства в долларах в стерлинговые активы:

Чистая прибыль = разница в ставках процента между Лондоном и Нью-Йорком минус цена свопа.

Чистая прибыль = (5,32% — 3,19%) — 2,00% = 2,13% — 2,00 = 0,13%.

Дополнение 4.2 БАЗОВАЯ ФОРМУЛА ДЛЯ ПОДСЧЕТА ПРЕМИИ ИЛИ ДИСКОНТА В ПЕРЕРАСЧЕТЕ ЗА ГОД ПО КУРСУ "ФОРВАРД"

$$\text{Премия или дисконт в перерасчете за год} = \frac{F-S}{S} \times \frac{12}{n} \times 100.$$

подсчет численного значения	перерасчет за год по числу ме- сяцев при форвард- ной сделке	перевод числен- ной ве- личины в про- центы
-----------------------------------	---	--

ТАБЛИЦА 4.7 ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕЖДУ СТАВКАМИ ПРОЦЕНТА И КУРСАМИ “ФОРВАРД”
(23 ДЕКАБРЯ 1993 Г.)

Валюта	Ставка процента (евровалюта)	Процентная разница между ставкой валюты и доллара	Курс “форвард”, выраженный как дисконт или премия относительно курса “спот”	Форвардный дисконт или премия в процентах от разницы между ставкой валюты и доллара
Испанская песета	8,56%	5,37	5,7% дисконта	106%
Итальянская лира	8,00%	4,81	5,1% дисконта	106%
Немецкая марка	6,08%	2,81	2,8% дисконта	100%
Фунт стерлингов	5,32%	2,13	20,0% дисконта	94%
Швейцарский франк	4,13%	0,94	0,9% дисконта	96%
Американский доллар	3,19%	0	0	0
Японская иена	1,06%	-2,13	2,2% премии	106%

Источник: Financial Times.

Чистая прибыль невелика — 0,13%. Такая ситуация типична для большинства секторов валютного рынка, т. е. арбитражная деятельность банков и других участников рынка приближает курс “форвард” к дисконту по валюте с высокой ставкой процента. При существовании большого дисконта по валюте с высокой ставкой процента эта “цена свопа” имеет тенденцию компенсировать прибыль от получения высокой ставки процента по этой валюте.

В табл. 4.7 представлена цена свопа по валютам с высокими ставками процента и прибыль от свопа в валюте с низкими процентными ставками (столбец 3). Это сравнение процентных ставок по долларovým краткосрочным активам. Из табл. 4.7 также видно, что форвардные дисконты и премии составляют от 94 до 106% разницы между процентными ставками соответствующих валют и ставкой по долларovým активам. Итак, между разницей процентных ставок и форвардными премиями и дисконтами по этим валютам существует тесная взаимосвязь.

Таким образом, некоторые факторы оказывают влияние на взаимосвязь курсов “спот” и “форвард”. Сюда относятся различия процентных ставок, ожидания изменений курса “спот” и изменения процентных ставок. Однако, как видно по табл. 4.7, если взять пары валют и проанализировать базовую взаимосвязь, обнаружится тесное соответствие между издержками и доходами по свопу и соответствующими разностями ставок процента.

Валютные фьючерсы и опционы

Мы уже рассмотрели использование форвардного (межбанковского) рынка при хеджировании валютных позиций. Альтернативой являются торговля валютными фьючерсами на Чикагской товарной бирже (Chicago Mercantile Exchange — CME) или фьючерсные сделки в других странах. В 1972 г. появилось подразделение Чикагской товарной биржи — Международный денежный рынок для операций с валютными фьючерсными контрактами (International Monetary Market — IMM).

Объем торговли на этом рынке постоянно возрастает, особенно активный рост наблюдается с момента введения плавающих курсов в 1973 г. Около 700 членов международного денежного рынка участвуют в торговле в качестве биржевых брокеров. При заключении сделок они производят расчеты с клиринговыми членами, которые

представляют крупные фирмы, выпускающие ценные бумаги, филиалы компаний — держателей акций банков и коммерческие торговые фирмы.

Валютный фьючерсный контракт оговаривает поставку определенной суммы в иностранной валюте через определенный срок, а также дату, время и место поставки. Контракт считается выполненным, если валюта принята или поставлена в день зачисления денег по контракту. Позиция может быть закрыта осуществлением возмещающей покупки или продажи эквивалентного контракта по окончании торговли по контракту. Фьючерсные контракты должны поддерживаться депонированием соответствующей маржи, размер которой определяется биржей.

В главе 5 читатель заметит, что торговля фьючерсами проводится по стандартизированным контрактам. Допустим, что на международный денежный рынок в Чикаго выставлен фьючерсный контракт на 125 000 немецких марок. По курсу 0,600 долл. за марку его текущая стоимость составит 75 000 долл. ($0,60 \times 125\,000$) долл. Американский импортер, которому через три месяца будет нужна сумма в 125 000 марок, купит этот контракт через брокера. Если за три месяца стоимость немецкой марки повысится до 0,700 долл. за 1 марку, у импортера будет два возможных пути. Он может предписать продавцу контракта поставить оговоренной стороне 125 000 марок за 75 000 долл. согласно контракту или ликвидировать контракт. В этом случае он получает от брокера начисленную на контракт прибыль. В этом примере прибыль соответствует текущей стоимости контракта ($0,700 \times 125\,000 = 87\,500$ долл.) за вычетом начальной стоимости (75 000 долл.) и составляет 12 500 долл. При выборе второго пути импортер покупает немецкие марки по курсу "spot" на межбанковском рынке ($DM\ 125\,000 \times 0,700\ \text{долл.} = 87\,500\ \text{долл.}$). Курс "spot" немецкой марки будет выше, чем три месяца назад, но прибыль по фьючерсному контракту полностью возместит это повышение.

В дополнение к валютным фьючерсным контрактам Чикагская товарная биржа представила в 1984 г. новый финансовый инструмент — опционы по валютным фьючерсным контрактам. Преимущество их использования вполне очевидно. Этот инструмент позволяет извлекать непредвиденную прибыль из благоприятных изменений обменного курса. По фьючерсным контрактам эту прибыль не получают. Например, в вышеупомянутом случае изменение стоимости немецкой марки за трехмесячный период не принесло американскому импортеру никакой прибыли.

Третий инструмент — это валютный опцион. Валютный опцион — это контракт, дающий право покупать или продавать определенную сумму в валюте по фиксированному обменному курсу в течение или по наступлении оговоренного срока. Опцион "колл" дает право купить валюту, а опцион "пут" дает право ее продать. С 1982 г. опционы появились на Филадельфийской фондовой бирже (Philadelphia Stock Exchange).

В главе 5 мы рассмотрим использование валютных опционов и фьючерсов более подробно.

ОПЕРАЦИИ НА РЫНКЕ

Валютный рынок позволяет своим участникам передавать покупательную способность, хеджировать, спекулировать на изменениях валютных курсов, производить покрытый процентный арбитраж, извлекать прибыль из изменений ставок процента. Ниже мы рассмотрим сущность этих операций.

Передача покупательной способности

В современном мире, где международная интеграция приобрела значительные масштабы, часто необходимо осуществлять передачу покупательной способности от одной страны к другой. Импортёры должны передавать свою покупательную способность стране экспортёра. Туристы должны иметь покупательную способность в странах, которые они посещают. Такая передача покупательной способности осуществляется путем спотовой покупки иностранной валюты, в то время как форвардная сделка передает покупательную способность через определенный срок.

Хеджирование и спекуляции

Хеджирование — это искусство страхования открытых позиций. Импортёры, использующие иностранную валюту при сделках, часто хотят иметь возможность обезопасить себя от повышения стоимости этой валюты. В этом случае они осуществляют форвардные сделки по покупке валюты. Экспортёры, получающие платежи в иностранной валюте, стремятся застраховать себя от понижения ее стоимости. В этом случае они продают ее по форвардным сделкам.

Например, французский импортёр, которому через три месяца нужно заплатить 200 000 немецких марок, имеет три альтернативы. Во-первых, он может получить заем во французских франках, конвертировать сумму в немецкие марки и вложить их на франкфуртском денежном рынке. Во-вторых, он может осуществить форвардную сделку по покупке немецких марок и сделать платеж в срок, оговоренный контрактом. Наконец, он может не предпринимать никаких действий, тем самым оставляя открытую позицию под риском.

Издержки или доходы при осуществлении этих действий можно подсчитать, если сделать некоторые предположения об уровне ставок процента и обменных курсов (табл. 4.8). Если курс "spot" немецкой марки возрастает с 3,00 до 3,06 французского франка, изменение курса составит 2%, или 8% в перерасчете за год. При хеджировании (форвардной покупке немецких марок) оно составит 1%, или соответственно 4%. Издержки при осуществлении займа во французских франках, спотовой покупке немецкой марки и вложении марок составят 3,5% (9,0—5,5). Итак, лучшим выбором в данном случае будет хеджирование последним способом. Издержки же при отсутствии каких-либо действий составят 8% в перерасчете за год.

ТАБЛИЦА 4.8 АЛЬТЕРНАТИВЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ

	Сейчас	Через 3 месяца
Курсы валют		
Курс "spot" немецкой марки (во французских франках)	FF 3,00	FF 3,06
Курс немецкой марки через 3 месяца	FF 3,03	
Ставки процента:		
Париж	9,0%	
Франкфурт	5,5%	

Спекуляции основываются на ожидании изменений валютных курсов и осуществлении таких действий, при которых можно получить выгоду от этих изменений. Например, если мы ожидаем, что курс "spot" фунта стерлингов за три месяца упадет

с 1,7500 до 1,6000 долл., то будет выгодно осуществить форвардную сделку по продаже этой валюты. Предположим, что курс "форвард" составляет 1,735 долл. Если не принимать во внимание транзакционные издержки и возможные требования банков о дополнительном гарантийном депозите, и если курс "spot" составил 1,6000 долл., прибыль от этой спекуляции может быть подсчитана следующим образом:

Курс "форвард" продажи фунта стерлингов	1,7350 долл.
Курс, по которому контракт о форвардной продаже был покрыт спотовой покупкой	1,6000 долл.
Прибыль на 1 фунт стерлингов	0,1350 долл.

Покрытый процентный арбитраж

Вполне естественно, что инвесторы стремятся вложить деньги туда, где может быть получена наибольшая прибыль. В мировом масштабе денежные средства могут перемещаться по нескольким местным финансовым рынкам. Диапазон ставок процента (прибыли) на различных рынках мира очень широк. В табл. 4.9 представлены данные о доходности местных денежных рынков, прибыли от свопа, факторах издержек и суммарной прибыли от процентного арбитража. Исходя из этих данных, в 1993 г. ставки процента на нью-йоркском денежном рынке были ниже, чем на большинстве других рынков. В шести случаях (в Милане, Париже, Франкфурте, Амстердаме, Лондоне и Цюрихе) ставки были выше, чем в Нью-Йорке. Только в одном случае (в Токио) ставки были ниже, чем в Нью-Йорке. Такое явление означает, что нью-йоркские инвесторы будут производить арбитраж, перемещая средства в центры с высокими процентными ставками (Милан, Париж, Франкфурт), а не туда, где они ниже (Токио). Такие действия имеют место при беспроцентном арбитраже. Инвесторы же, которые стремятся сохранить капитал и получить высокую прибыль, будут производить покрытый процентный арбитраж.

Покрытый процентный арбитраж предполагает обмен одной валюты на другую. Он включает в себя два этапа: 1) спотовая покупка иностранной валюты (передача покупательной способности), 2) форвардная продажа валюты (хеджирование позиции). Выполняя эти действия, инвестор осуществляет своп и не подвергается валютному риску. Если инвестор не производит хеджирования позиции, он понесет значительные убытки при уменьшении стоимости иностранной валюты по сравнению со стоимостью внутренней валюты страны инвестора.

Своповая деятельность имеет следующий эффект: спотовая покупка валюты с высокими ставками процента повышает курс "spot" этой валюты; форвардная продажа валюты с высокими ставками процента понижает курс "форвард" этой валюты. Это изменение приближает курс "форвард" к дисконту относительно курса "spot". Этот дисконт является "ценой свопа". Эти издержки должны быть вычтены из разницы процентных ставок валют, с которыми производится арбитраж, чтобы получить чистую прибыль. Проиллюстрируем это следующим примером.

Как следует из данных табл. 4.9, разница между процентными ставками в Цюрихе (4,25%) и Нью-Йорке (3,25%) составляет 1,00% в пользу Цюриха. Поэтому можно ожидать перемещения денежных средств из Нью-Йорка в Цюрих. В перерасчете за год цена свопа американских долларов в швейцарские франки с поставкой через три месяца составит 0,9%. Чистая прибыль от арбитража средств из Нью-Йорка в Цюрих подсчитывается следующим образом:

чистая прибыль от перемещения средств из Нью-Йорка в Цюрих = процентный спрэд (разница процентных ставок валют, с которыми производится арбитраж) – цена свопа = 1,00% – 0,90% = 0,10%.

Для сравнения подсчитаем чистую прибыль от арбитража средств из Нью-Йорка в Париж. Она будет отрицательной:

чистая прибыль от перемещения средств из Нью-Йорка в Париж = (6,50% – 3,25%) – 3,30% = 3,25% – 3,30% = -0,05%.

ТАБЛИЦА 4.9 ВЫБОР ПРОЦЕНТНОГО АРБИТРАЖА (ПОГАШЕНИЕ ЧЕРЕЗ 3 МЕСЯЦА, 1993 г.)

Денежный рынок	Дисконт или премия в перерасчете за год по срочным сделкам (цена или прибыль от свопа)	Валюта	Процентная ставка на местном денежном рынке	Разница между процентной ставкой на местном денежном рынке и в Нью-Йорке	Чистая прибыль от арбитража ¹
Милан	5,1	лира	8,32	5,07	-0,03
Париж	3,3	французский франк	6,50	3,25	-0,05
Франкфурт	2,8	немецкая марка	6,08	2,83	0,03
Амстердам	2,4	гульден	5,62	2,37	-0,03
Лондон	2,0	фунт стерлингов	5,25	2,00	0,00
Цюрих	0,9	швейцарский франк	4,25	1,00	0,10
Нью-Йорк	0	американский доллар	3,25	0	-
Токио	1,2 ²	иена	2,06	-1,19	0,01

Источник: *Financial Times*.

¹ Минус означает отрицательную прибыль от перемещения средств из Нью-Йорка.

² Обмен долларов на иены выгоден.

Итак, не существует какого-либо единого правила, гарантирующего получение прибыли от свопового обмена валюты с низкой процентной ставкой на валюту с высокой процентной ставкой. Интересно, что в случае трех валют существует чистая прибыль от арбитража средств из Нью-Йорка в другие центры (Франкфурт, Цюрих, Токио). Во всех трех случаях чистая прибыль будет незначительной.

Спекуляции на изменениях процентных ставок

Когда мы рассматриваем возможность спекуляции на изменениях процентных ставок, обнаруживается тесная связь между международными денежными рынками и торговлей иностранной валютой. При объяснении этой операции мы предполагаем существование равновесия между денежными рынками (разницами между процентными ставками) и сбалансированность рынка срочных сделок (взаимосвязи курсов "spot" и "форвард"). При существовании такого равновесия нельзя получить прибыль от покрытого процентного арбитража. Различия в процентных ставках между двумя финансовыми центрами вполне компенсируются дисконтом или премией по курсу "форвард". Это явление мы определим как паритет процентных ставок.

ТАБЛИЦА 4.10 ОСНОВНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ СПЕКУЛЯЦИИ НА ИЗМЕНЕНИИ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

	Сейчас (I)	По прогнозу (ожидается)
Ставки процента		
Лондон	13,0%	12,0%
Нью-Йорк	9,0%	10,0%
Различия в ставках процента	4,0%	2,0%
Фиксированные курсы, долл.		
Фунт по кассовым сделкам	1,8000	1,8000
Фунт по месячным срочным сделкам	1,7940	1,7940
Фунт по 6-месячным срочным сделкам	1,7640	1,7820
Фунт по 12-месячным срочным сделкам	11,7280	1,7640
Ежемесячное изменение	0,0060	0,0030

Данное равновесие отражено в табл. 4.10, из которой следует, что цена свопа долларов в фунты стерлингов составляет 4% в перерасчете за год по любым срокам покупки. Эта взаимосвязь показана на рис. 4.1. Кривая форвардной (срочной) сделки построена по данным табл. 4.10. Она имеет постоянный наклон, составляющий 0,0060 долл. за каждый месяц срока по форвардному контракту. Через шесть месяцев цена фунта стерлингов составит 1,7640 долл., а дисконт — 4%. Через 12 месяцев стоимость фунта стерлингов достигнет 1,7280 долл., а дисконт останется на прежнем уровне (4%). Кривая срочной сделки I иллюстрирует существование одного дисконта по всем срокам срочного контракта (4% в год). Этот дисконт представляет собой различия между ставками процента в Лондоне и Нью-Йорке.

Наш прогноз предполагает, что различие процентных ставок изменится. Мы ожидаем, что оно опустится с 4 до 2%. Если это изменение действительно произойдет, дисконт по срочным сделкам с фунтом стерлингов также достигнет 2%, как показано в табл. 4.10. Аналогично, если руководствоваться кривой II, дисконты по срочным сделкам будут уменьшаться и кривая сместится вверх.

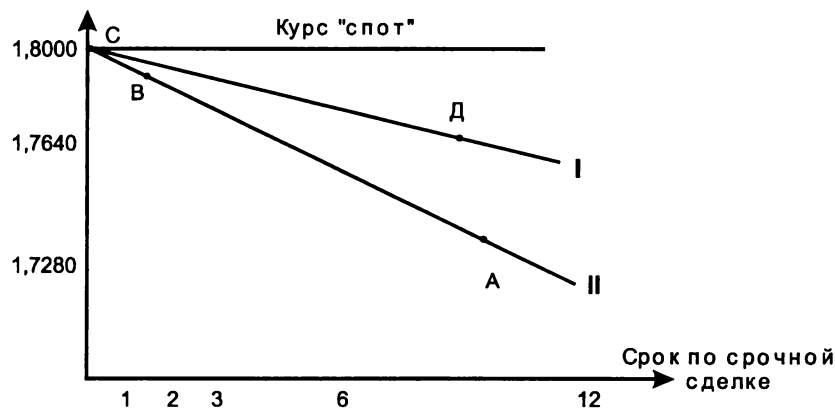


РИС. 4.1 КРИВЫЕ СРОЧНЫХ СДЕЛОК

Спекуляция на изменениях процентных ставок производится в отсутствии риска, поэтому должен использоваться своп (табл. 4.11). В день 0 спекулянт производит своп № 1 (точки A и B на рис. 4.1). На этом этапе он покупает фунты стерлингов по

самому низкому курсу, возможному в течение 12 месяцев, и продает их по самому высокому курсу, оставив один месяц для осуществления прогнозируемого изменения ставки процента. Предположив, что процентные ставки изменились так, как и ожидалось, т. е. разница между ставками в Лондоне и Нью-Йорке уменьшилась до 2%, мы начинаем проведение свопа № 2 в день 30 (точки С и Д на рис. 4.1).

Своп № 2 необходим, чтобы покрыть продажу фунтов стерлингов по месячной срочной сделке, расчет по которой должен быть осуществлен в день 30. Поэтому в день 30 нужно купить фунты стерлингов по кассовым сделкам для компенсации продажи фунтов по месячной срочной сделке, произведенной в день 0.

Во-вторых, продажа фунтов стерлингов через 11 месяцев необходима для поддержки защищенных позиций. Одиннадцатимесячный срок продажи совпадает со сроком, остающимся до покупки через 12 месяцев (точка А).

В соответствии с информацией в табл. 4.11, общая прибыль от этой спекуляции может составить 0,0330 долл. на каждый проданный фунт. Однако, если разница процентных ставок не возрастет, а наоборот, снизится, спекулянт будет нести потери.

ТАБЛИЦА 4.11 ЭТАПЫ СВОПА, ПРЕДПРИНИМАЕМОГО ПРИ СПЕКУЛЯЦИИ НА ИЗМЕНЕНИЯХ СТАВОК ПРОЦЕНТА

День 0:	Продажа фунтов стерлингов по 1-месячной срочной сделке по цене	1,7940 долл.	Покупка фунтов стерлингов по 12-месячной срочной сделке по цене	1,7280 долл.
День 30:	Покупка фунтов по кассовой сделке по цене	1,8000 долл.	Продажа фунтов по 11-месячной срочной сделке по цене	1,7670 долл.
Убытки		0,0060 долл.	Прибыль	0,0390 долл.
Валовая прибыль = 0,039 — 0,0060 = 0,0330 долл. на 1 фунт				

Валютные операции центральных банков

Центральные банки являются активными участниками валютного рынка. Их деятельность включает вмешательство в работу рынка (интервенцию), направленное на предотвращение резких и широких колебаний стоимостей валют, осуществление межбанковских свопов для увеличения валютных резервов других центральных банков. Взаимное валютное соглашение между четырнадцатью крупнейшими центральными банками и банком международных расчетов обеспечивает взаимозаимствование средств, объем которого достигает 30 млрд. долл. Взаимные соглашения предполагают осуществление центральными банками валютных обменов с последующими обратными сделками через определенное время.

Правительства и центральные банки осуществляют вмешательство в системы плавающих и фиксированных валютных курсов. Когда правительства и центральные банки вмешиваются в систему плавающих курсов, эти курсы становятся "управляемыми плавающими курсами". Это означает свободные колебания стоимости валюты, которые, однако, контролируются интервенцией центральных банков. Группа семи наций активно вмешивается в работу рынка иностранной валюты со времени заключения Луврского соглашения (Louvre Accord). Интервенция необходима для управления системой фиксированных валютных курсов. Как было отмечено в главе 2, центральные банки стран ЕВС активно осуществляют такую деятельность.

Центральные банки особенно активно осуществляют интервенцию в периоды, когда на определенную валюту оказывается серьезное и сильное воздействие. Например, в

1988 г. для американского доллара сложилась неблагоприятная рыночная ситуация из-за спада в экономике США, невыгодных соотношений международных процентных ставок, усиления экспортных позиций Германии и Японии и увеличения дефицита торгового баланса США. В октябре 1988 г. понижение стоимости доллара продолжало усиливаться. Поэтому власти США вмешались в работу валютного рынка и, чтобы ослабить давление на доллар, закупили в течение первых двух дней ноября 350 млн. долл. против иены. Однако курс доллара продолжал опускаться, и за период с 9 по 16 ноября была произведена покупка еще 625 млн. долл. против иены. Действия были скоординированы с банком Японии. В середине ноября давление на доллар усилилось, и власти США решили осуществлять вмешательство и с помощью немецкой марки. За период с 17 ноября по 2 декабря было закуплено 630 млн. долл. против марки и 795 млн. долл. против иены. Действия координировались с другими иностранными центральными банками.

К руководящим денежно-кредитным учреждениям относятся центральные банки и валютные стабилизационные фонды, которые могут быть созданы национальными правительствами. В начале 30-х годов были созданы Фонд стабилизации валюты (ЕЕА) в Великобритании и Валютный стабилизационный фонд (ESF) в США.

Руководящие денежно-кредитные учреждения ответственны за инвестирование ресурсов иностранной валюты. Например, Федеральная резервная система и ESF инвестируют свои валютные балансы с помощью множества инструментов, что обеспечивает рыночные нормы прибыли и высокую степень надежности и ликвидности. Эти инструменты включают ценные бумаги, выпускаемые иностранными правительствами. В конце января 1989 г. запас таких ценных бумаг Федеральной резервной системы возрос до 1,4 млрд. долл. в денежном эквиваленте, а запас ESF — до 1,8 млрд. долл.

Для усиления интервенции центральных банков на валютном рынке важна координация денежной политики. Так, координация политики стран "Группы семи" (ведущих стран Запада) направлена на сохранение соотношений процентных ставок между их валютами и предотвращение резких изменений в этих соотношениях. Представители этих стран встречаются несколько раз в год для обсуждения совместных действий.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ КУРСА "СПОТ" (КУРС ВАЛЮТЫ ПО КАССОВЫМ СДЕЛКАМ)

Валютные курсы оказывают влияние на торговлю и притоки инвестиций. Ниже мы рассмотрим особенности обменных курсов в трех различных обменных системах: плавающих, фиксированных и контролируемых курсов. Иностранная валюта продается и покупается на рынке по цене, называемой ее обменным курсом. Обменный курс — это цена иностранной валюты во внутренней валюте какой-либо страны. Если торговля валютами осуществляется в свободных рыночных системах, их ежедневные котировки базируются на цене банковских переводов, посредством которых банк-продавец посылает платежную инструкцию в учреждение-депозитарий. Для большинства валют банковские дилеры назначают только обменный курс "спот" (курс по кассовым сделкам). Курс "форвард" (курс по срочным сделкам) имеется у ограниченного числа валют. Следующий анализ относится только к курсу "спот".

Ниже мы рассмотрим три модели определения валютных курсов: 1) свободно плавающие курсы, 2) фиксированные курсы, 3) контролируемые курсы. В системе свободно плавающих курсов участники рынка свободно осуществляют сделки с иностранной валютой, а на рынке отсутствует какая-либо правительственная активность (исключением является управляемый плавающий курс). В системе фиксированных курсов участники рынка свободно проводят валютные операции, а правительство лишь ста-

билизирует резкие изменения курса в согласованных пределах. В системе контролируемых курсов участники рынка ограничены в активности, а монополистом на валютные операции является правительство.

Свободно плавающие курсы

На свободном рынке, когда отсутствует стабилизационная деятельность правительства, обменный курс определяется спросом и предложением иностранной валюты. В любое время величина спроса на валюту зависит от объема международных платежей нерезидентам. Эти сделки могут включать куплю (импорт) товаров, услуг и финансовых средств (отток капитала). Величина спроса на валюту обратно пропорциональна ее цене. Высокий обменный курс увеличивает цену товаров, услуг и финансовых средств, и спрос на них снижается. Напротив, низкий обменный курс увеличивает спрос на иностранную валюту.

Зависимость спроса от различных факторов, описанная в предыдущем параграфе, показана на рис. 4.2. На этом графике показано два возможных изменения спроса. Они, в частности, включают изменения спроса как результат изменения цены (обменного курса). В этом случае если цена немецкой марки в долларах США возрастает с OS до OT, спрос на нее должен уменьшиться от OM до ON.

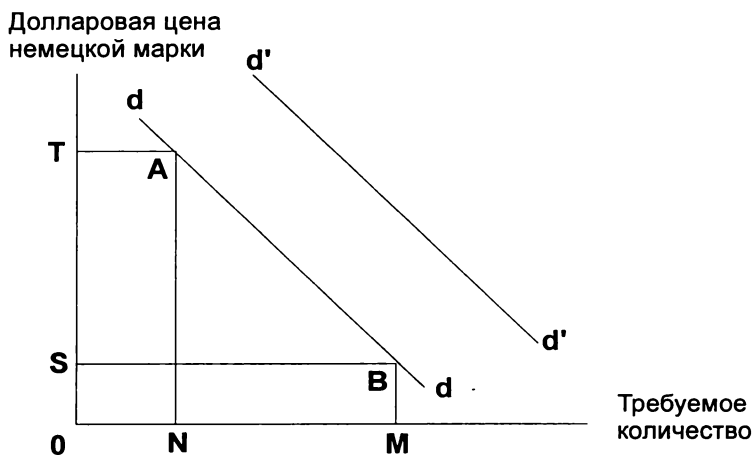


РИС. 4.2. СПРОС НА НЕМЕЦКУЮ МАРКУ В США

Спрос на немецкую марку изменяется слева направо сверху вниз. Величина спроса по более высокому курсу (точка A) меньше, чем по более низкому (точка B). Увеличение спроса на немецкую марку отражается сдвигом кривой от dd к d'd'. Уменьшение спроса на немецкую марку отражается сдвигом кривой от d'd' к dd.

Второе изменение спроса происходит при сдвиге самой кривой спроса. Этот сдвиг может быть вызван изменениями дохода, уровня цен, обменных курсов или вкусов потребителя. Например, сдвиг кривой спроса на немецкую марку вверх (от dd до d'd') на рис. 4.2 может быть вызван повышением уровня доходов в США, более высоким уровнем цен в США по сравнению с Германией, низкими ставками процента в США (что делает вклады в немецких марках более привлекательными) или изменением вкусов потребителей в пользу немецких товаров.

Предложение иностранной валюты определяется международными сделками, которые оплачиваются нерезидентами. Величина предложения иностранной валюты прямо пропорционально зависит от ее обменного курса.

В любое время объем предложения определяется платежами нерезидентов по сделкам. Эти сделки включают продажу (экспорт) товаров, услуг и финансовых средств (приток капитала) нерезидентам сделок. Мы должны помнить, что предложение иностранной валюты зависит от спроса иностранных покупателей на местные товары и услуги. При высоком обменном курсе внутренние цены кажутся им низкими, поэтому они могут приобрести определенное количество внутренней валюты, заплатив относительно небольшую сумму в своей валюте. Эта тенденция стимулирует экспорт товаров и услуг, продажу финансовых средств иностранным покупателям, что ведет к увеличению предложения валюты на рынке. Напротив, низкий обменный курс угнетает экспортную активность и снижает величину предложения валюты.

Зависимость предложения от различных факторов представлена на рис. 4.3. При высоком обменном курсе (точка А) объем предложения на рынке более высокий (увеличен объем экспорта товаров и услуг в Германию), чем при низком курсе (точка В). Такая взаимосвязь имеет место потому, что по более высокому обменному курсу немецкие покупатели долларов приобретут большее количество долларов при обмене марок на эту валюту. Поэтому им выгоден этот обмен, и они будут стремиться его производить.

Сдвиг кривой предложения немецкой марки влево (от ss к $s's'$) имеет место, когда уровень доходов в Германии понижается, тем самым понижая объем американского экспорта в эту страну. Другими причинами сдвига кривой предложения немецкой марки влево могут быть изменения цен в пользу немецких товаров и услуг по сравнению с американскими или изменения вкусов немецких потребителей, ограничивающие спрос на американские товары.

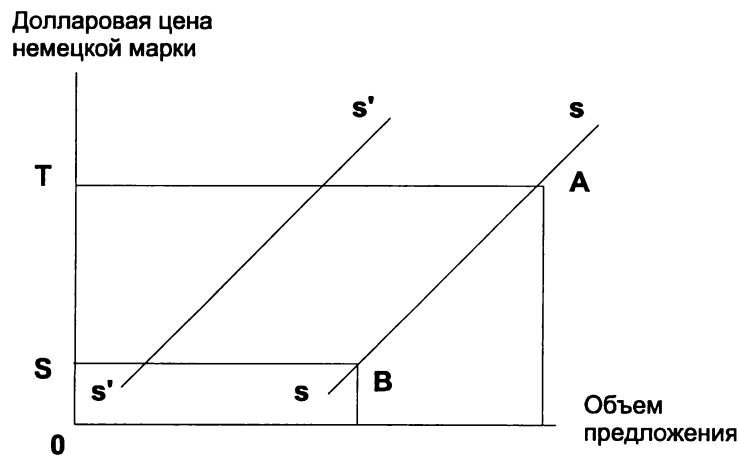


РИС. 4.3. ПРЕДЛОЖЕНИЕ НЕМЕЦКОЙ МАРКИ В США

Предложение на немецкую марку изменяется слева направо снизу вверх. При высоком обменном курсе внутренние цены на товары, услуги и финансовые средства кажутся иностранным покупателям низкими. Это стимулирует экспортную деятельность и обеспечивает присутствие на рынке большего количества иностранной валюты (точка А). Наоборот, низкий обменный курс снижает объем экспорта и уменьшает объем предложения валюты (точка В). Уменьшение объема предложения отражается сдвигом кривой от ss к $s's'$. Увеличение объема предложения отражается сдвигом кривой от $s's'$ к ss .

Обменный курс валюты определяется взаимодействием спроса и предложения. На рис. 4.4 равновесный курс устанавливается в точке Т, где совпадают спрос и предложение немецкой марки. По обменному курсу OS будет приобретено количество марок OM. Пусть кривая спроса на немецкие марки в США сдвинулась к $d'd'$. Этот сдвиг мог быть вызван (1) вспышкой инфляции в США, что сделало немецкие товары относительно более привлекательными, или (2) повышением ставок процента в Германии, что сделало немецкие ценные бумаги, по которым выплачивается процентный доход, относительно более привлекательными для вложения средств.

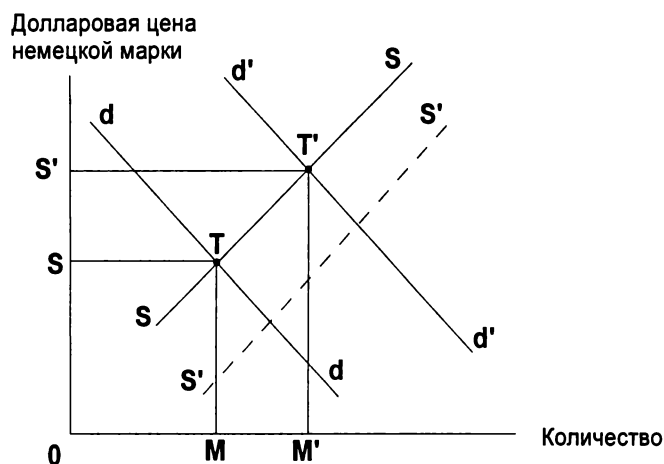


РИС. 4.4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РАВНОВЕСНОГО ОБМЕННОГО КУРСА НЕМЕЦКОЙ МАРКИ НА НЬЮ-ЙОРКСКОМ РЫНКЕ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ

Так как иностранная валюта играет роль средства отложенных платежей и средства накопления, то ее предложение и спрос могут быстро изменяться. Эти изменения происходят в ответ на изменения ожиданий относительно размера инфляции и ставок процента. Например, если жители Германии будут убеждены, что размер инфляции в США будет ниже, чем в Германии, они предпочтут хранить свои сбережения в долларах, а не в марках. В результате этого явления кривая предложения немецких марок сдвинется вправо ($s's'$ на рис. 4.4) и долларовая стоимость немецких марок понизится.

На рис. 4.5 мы представили краткий обзор наиболее важных факторов, влияющих на обменные курсы валют. На рис. 4.5 (а) возрастающая инфляция в Великобритании влечет за собой снижение курса фунта стерлингов. На рис. 4.5 (б) снижение процентных ставок в США ведет к увеличению курса фунта стерлингов. На рис. 4.5 (в) рост уровня доходов в США приводит к возрастанию стоимости фунта стерлингов относительно стоимости доллара.

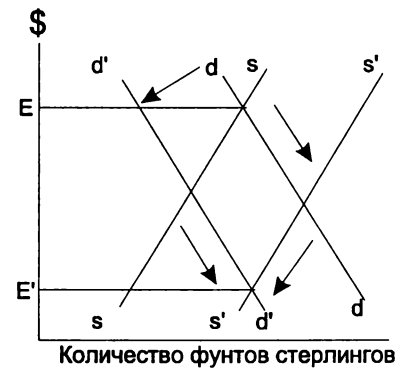
Фиксированные курсы

Обзор исторического развития международных финансовых отношений за последние 180 лет показывает, что система фиксированных курсов действовала на всем его протяжении за исключением нескольких лет. До первой мировой войны фиксированные курсы определялись на основе международного золотого стандарта. Правительства стран, лидирующих в мировой торговле, фиксировали стоимости своих валют их

обеспечением в золоте. Позднее фиксированные меры стоимости этих валют в золоте стали общепринятыми и положили начало системе фиксированных обменных курсов. После первой мировой войны золотой стандарт был восстановлен и просуществовал до начала 30-х годов. С тех пор обменные курсы стабилизируются интервенцией правительств.

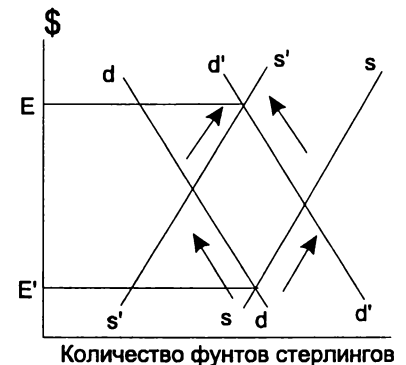
а) Размер инфляции

Инфляция в Великобритании возрастает по сравнению с инфляцией в США. Кривая спроса на фунты стерлингов в США сдвигается к $d'd'$, кривая предложения фунтов в Великобритании сдвигается к $s's'$. Курс валюты падает до E'



б) Ставки процента

Ставки процента в США понижаются относительно их размера в Великобритании. Кривая спроса на фунты в США сдвигается к $d'd'$, кривая предложения фунтов в Великобритании сдвигается к $s's'$. Курс валюты возрастает до E'



в) Макроэкономическая активность

Уровень доходов в США повышается относительно их уровня в Великобритании, который не изменяется. Кривая спроса на фунты в США сдвигается к $d'd'$, кривая предложения фунтов в Великобритании остается на прежнем уровне. Курс валюты повышается до E'

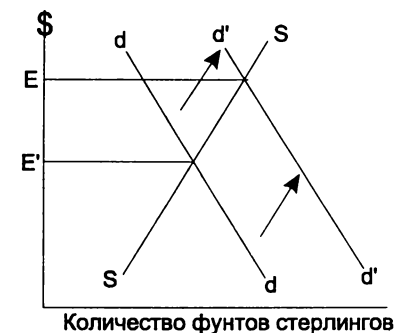


РИС. 4.5. ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ИЗМЕНЕНИЯ КУРСОВ "СПОТ"

В конце второй мировой войны была создана Бреттонвудская система. Она предназначалась для поддержания фиксированных курсов важнейших валют. Страны, установившие для своих валют номинальную стоимость, должны были проводить такую финансовую политику, которая бы способствовала стабильности валютных курсов. МВФ

должен был контролировать деятельность стран — членов Бреттонвудской системы и обеспечивать страны, испытывающие затруднения в текущих платежах ликвидными ресурсами. Страны обязывались поддерживать стоимости своих валют в пределах номинала с отклонениями в 1% в ту или иную сторону. По Бреттонвудской системе правительства должны были активно вмешиваться в работу рынка иностранной валюты, чтобы ограничивать колебания курсов "спот" (по кассовым сделкам) в определенных размерах.

В 70-х годах Бреттонвудская система была большей частью заменена системой плавающих курсов. Однако в 1979 г. некоторые европейские страны приняли новый механизм регулирования валютных курсов — европейскую валютную систему (она подробно описывается в главе 2). ЕВС действует подобно Бреттонвудской системе, с той разницей что отклонения курсов валют от номинала не должны превышать 2,25%. Деятельность ЕВС с августа 1993 г., когда стали возможными большие колебания валютных курсов, представлена на рис. 4.6.

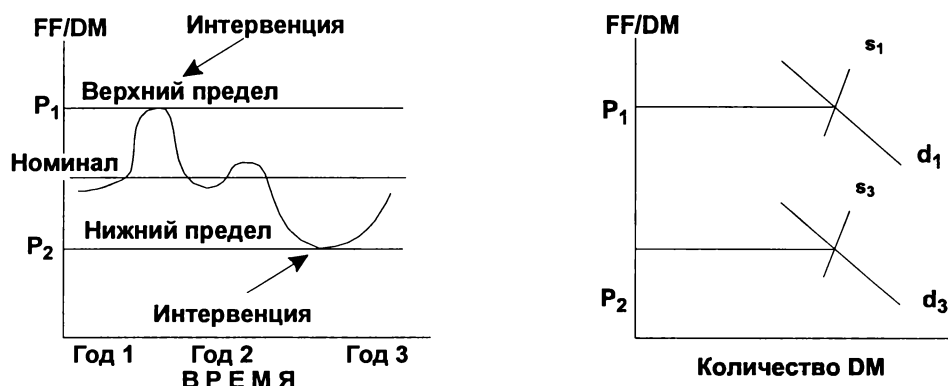


РИС. 4.6. а) система фиксированных обменных курсов ЕВС б) взаимосвязь спроса и предложения в системе фиксированных курсов

На рис. 4.6 обменный курс FF/DM (курс немецкой марки во французских франках) изменяется в относительно небольшом диапазоне. Когда он достигает нижнего или верхнего предела допустимого изменения, центральный банк начинает осуществлять стабилизацию. Например, в год 1, когда курс марки приблизился к верхнему пределу, французский центральный банк начинает продавать немецкие марки на парижском валютном рынке, предотвращая избыточный рост курса немецкой марки.

Чтобы система фиксированных курсов нормально работала, необходимо, чтобы правительство проводило финансовую политику, направленную на поддержание устойчивости валютных курсов. Размеры денежной экспансии и макроэкономического роста ограничиваются договоренностями между странами — членами ЕС и ЕВС. Значительные различия в монетарной и фискальной политике приведут к большей дифференциации размера инфляции и ставок процента и окажут воздействие на обменные курсы. Эти различия также повлекут за собой сдвиг кривых спроса и предложения соответствующих валют. Мы можем увидеть это на рис. 4.6 (б). За период с 1-го по 3-й год обменный курс FF/DM приблизился к нижнему допустимому пределу. Этому явлению соответствует сдвиг кривой спроса на марки во Франции вниз (от d_1 к d_3) и сдвиг кривой предложения немецких марок от s_1 к s_3 . Системы фиксированных и плавающих курсов действуют как свободные рынки обмена. Основное различие между ними — активное вмешательство правительства в работу рынка системы фиксированных курсов.

Контролируемые курсы

Третий тип системы обменных курсов основывается на правительственном контроле и неконвертируемости валют. В таких системах государственные власти имеют исключительные полномочия определять, как размещать и использовать имеющуюся иностранную валюту. Деятельность участников рынка иностранной валюты в странах с такими системами ограничена. Приток валюты обеспечивается экспортом товаров и движением капитала. Власти должны размещать валюту исходя из отсутствия равновесия между ее наличным и требующимся количеством. Системы контролируемых обменных курсов ограничивают сделки в частном секторе. Обменные курсы не определяются равновесием спроса и предложения, и эти факторы не играют решающей роли в распределении иностранной валюты.

Системам контролируемых курсов приходится иметь дело с отсутствием равновесия между спросом и предложением валюты. Если валютой в стране является песо, это несоответствие спроса и предложения измеряется длиной отрезка MN на рис. 4.7. Превышение спроса над предложением имеет место, когда курс местной валюты завышен (в случае песо). Равновесный обменный курс равен OE, но цена доллара в песо искусственно установлена на более низком уровне OS. Правительство стремится удержать курс на этом уровне по ряду причин. Во-первых, обесценение валюты может усилить инфляционное давление, так как импортируемые товары, такие как топливо и продукты, возрастут в своей цене, выраженной в песо. Во-вторых, из-за повышения цен на эти товары рабочие потребуют увеличения заработной платы, что еще больше подхлестнет инфляцию.

На рис. 4.7 при курсе OS предложение валюты составит OM, а спрос на нее — ON. Государственные власти должны распределить доллары в количестве OM в соответствии со своими приоритетами.

Контролируемый валютный курс создает следующие условия: а) курс местной валюты остается завышенным; б) генерация иностранной валюты ограничивается низкой ценой доллара, выраженной в песо, и сдерживанием экспорта; в) уровень международных сделок остается низким из-за нехватки долларовых ресурсов и необходимости распределения иностранной валюты на импорт и оплату других сделок.

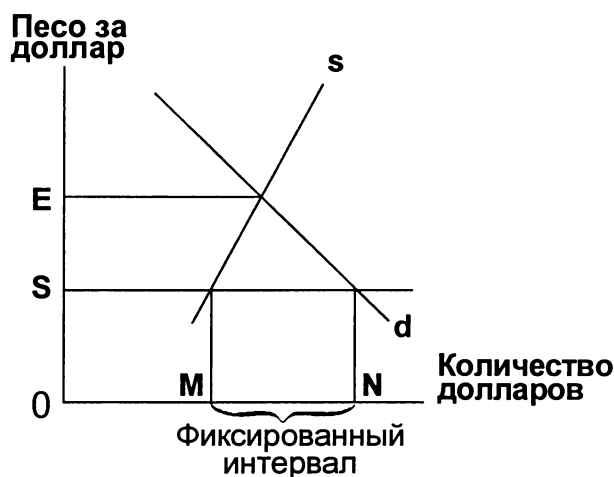
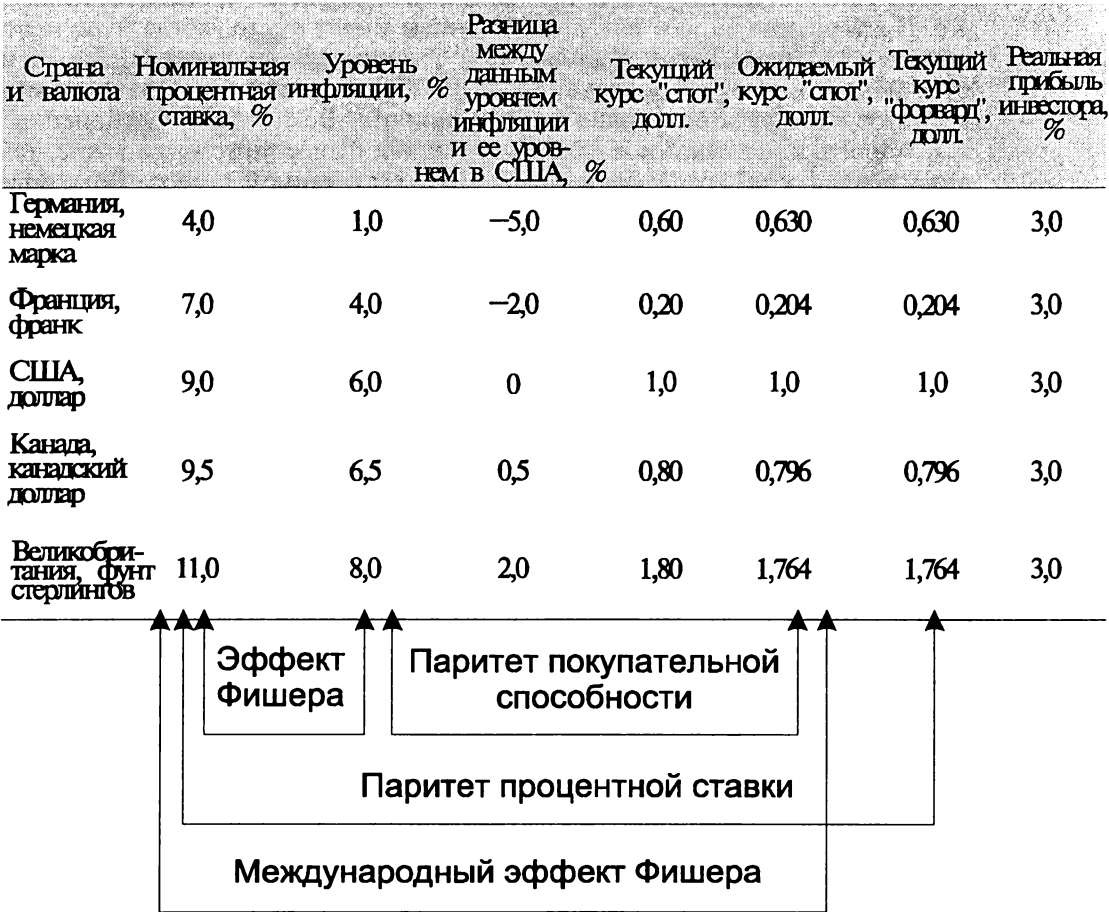


РИС. 4.7. СПРОС И ПРЕДЛОЖЕНИЕ НА ДОЛЛАРЫ В СИСТЕМЕ ФИКСИРОВАННЫХ КУРСОВ (ЗАВЫШЕН КУРС ПЕСО)

ПАРИТЕТНЫЕ ВЗАИМООТНОШЕНИЯ И РЫНОК СРОЧНЫХ СДЕЛОК

В предыдущем разделе мы рассмотрели определение курса "spot" (курса валюты по кассовым сделкам) в трех валютных системах. Ниже мы опишем взаимоотношения курсов "spot" и "форвард", а также двух других переменных величин, а именно ставки процента и уровня инфляции. Мы определим их как "паритетные взаимоотношения".

В этом разделе мы проанализируем четыре вида паритетных взаимоотношений (рис. 4.8). Паритет покупательной способности (ППС) подразумевает взаимосвязь между инфляцией и курсом "spot". Международный эффект Фишера описывает взаимосвязь между изменениями курса "spot" и ставками процента. Паритет процентной ставки описывает взаимосвязь между ставкой процента и дисконтами или премиями по срочным сделкам. Наконец, эффект Фишера описывает взаимоотношение инфляции и процентных ставок.



Примечания.

1. Все курсы валют даны в долларах за единицу валюты.
2. Ожидаемый курс "spot" подсчитан в соответствии с международным эффектом Фишера. Он отражает различия между данной номинальной ставкой процента и ее размером в США.
3. Реальная прибыль инвестора подсчитана путем вычитания размера инфляции из номинальной ставки процента.

РИС. 4.8. ПАРИТЕТНЫЕ ВЗАИМООТНОШЕНИЯ

Эти четыре вида взаимоотношений формируют основу простейшей модели международной валютной среды. Сущность этих отношений важно понять, так как они оказывают значительное влияние на цены и отдачу активов.

Как будет сказано ниже, четыре варьирующие величины оказывают друг на друга влияние в соответствии с паритетными взаимоотношениями. Курс "spot" показывает количество иностранной валюты, которые может быть куплено за единицу внутренней валюты с условием немедленной поставки. Если курс "spot" немецкой марки составляет 0,60 долл., это означает, что в американской валюте одна немецкая марка стоит 0,60 долл. Курс "форвард" показывает количество иностранной валюты, которое может быть куплено за единицу внутренней валюты с условием поставки через определенный срок. Курс "форвард" немецкой марки с поставкой через год может составить 0,63 американского доллара. Как будет отмечено дальше, разница между курсами "spot" и "форвард" может быть объяснена на основе паритетных условий. Процентная ставка обычно выражается в годовом измерении (т. е. в процентах годовых). Годовая ставка по ценным бумагам денежного рынка Германии может составлять 4,0%, а по ценным бумагам денежного рынка США — 9,0%. В этом случае разница составит 5,0%. Уровень инфляции может быть выражен как размер повышения потребительских цен за определенный период (например, за год). Разница между данным уровнем инфляции и ее размером в США вычисляется путем вычитания соответствующих значений. Например, если уровень инфляции составляет 6,0% в США и 1,0% в Германии, разница составит 5,0%.

Паритет покупательной способности

Паритет покупательной способности — это модель, объясняющая, каким образом курсы "spot" регулируют инфляционные различия, поддерживая цены продающихся в мире товаров на одном уровне во всех странах. Модель паритета покупательной способности объясняет, как в случае двух стран их валюты демонстрируют обменные взаимоотношения, которые в конце концов уравнивают покупательную способность этих валют. ППС представлен следующий формулой:

$$S = S_{t-1} \frac{P_d}{P_j},$$

где S — новый или текущий обменный курс,
 S_{t-1} — старый обменный курс,
 P_d — индекс цен в рассматриваемой стране,
 P_j — индекс цен во второй стране.

Приведем пример работы паритета покупательной способности. Предположим, что цена такого-то набора товаров во Франции составляет 100 франков, а в Германии — 20 немецких марок. Курс марки равен 5,0 французских франков (табл. 4.12).

ТАБЛИЦА 4.12 ВОЗМОЖНОЕ ВЛИЯНИЕ ИНФЛЯЦИОННЫХ РАЗЛИЧИЙ НА КУРСЫ "СПОТ"

	Индекс цен		Старый курс		Новый курс	
	Франция	Германия	FF/DM	DM/FF	FF/DM	DM/FF
До инфляции	100	100	5,000	0,200		
После инфляции	135	110			6,136	0,163

Что произойдет, если уровень инфляции в этих странах будет различным? Предположим, что в Германии он составляет 10%, а во Франции — 35%. Регулирование обменных курсов, необходимое для восстановления паритета покупательной способности, будет следующим:

$$\frac{\text{Индекс цен во Франции}}{\text{Индекс цен в Германии}} \times \text{Старый курс} = \text{Новый курс.}$$

Логическое объяснение ППС заключается в том, что инфляционные различия имеют конкурирующее влияние на передвижение товаров и торговые балансы. Так как бывает трудно найти эмпирические критерии, подтверждающие ППС, он часто используется как индикатор будущей стабильности или неустойчивости валюты (табл. 4.13).

ТАБЛИЦА 4.13 ПАРИТЕТ ПОКУПАТЕЛЬНОЙ СПОСОБНОСТИ В РЕЗУЛЬТАТЕ ИНФЛЯЦИИ

До инфляции

Обменный курс: FF 5,0/DM или DM 0,20/FF.

Стоимость французских товаров = FF 100 (величина индекса = 100)

Стоимость немецких товаров = DM 20 (величина индекса = 100)

Стоимость французских товаров для жителей
Германии = FF 100 ÷ FF/DM (5,0) = DM 20

Стоимость немецких товаров для жителей Франции = DM20 ÷ DM/FF(0,20) = FF 100

ППС существует, когда 20 немецких марок и 100 французских франков имеют эквивалентную покупательную способность в обеих странах при существующих обменных курсах.

После инфляции

Обменный курс: FF6,136/DM или DM 0,1629/FF

Стоимость немецких товаров = DM 22 (величина индекса = 100)

Стоимость французских товаров = FF 135 (величина индекса = 135)

Стоимость французских товаров для жителей
Германии = FF135 ÷ FF/DM(6,136)= DM 22

Стоимость немецких товаров для жителей Франции = DM 22 ÷ DM/FF(FF (0,1629)+ FF 135

ППС существует, когда 22 немецких марки и 135 французских франков имеют эквивалентную покупательную способность в обеих странах при существующих обменных курсах: $135/110 \times 5,0 = 6,136$

Курс FF/DM, равный 6,136, указывает на удорожание немецкой марки на 22,7%, что может быть подсчитано следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Процентное удорожание DM} &= \text{новый курс/старый курс} - 1 = \\ &= 6,136/5,0 - 1,0 = 1,227 - 1,0 = 22,7\% \end{aligned}$$

Эффект Фишера

Этот эффект, названный в честь экономиста Ирвинга Фишера, предполагает, что номинальные ставки процента (i) в какой-либо стране эквивалентны реальной прибыли инвестора (R) плюс ожидаемый уровень инфляции (f):

$$i = R + f^1.$$

Инвесторы, вкладывающие средства в финансовые активы, рассчитывают на получение прибыли от своего инвестирования. Инфляция имеет тенденцию снижать прибыль по активу (облигации или банковскому депозиту) ниже ставки процента по этому активу. Под воздействием инфляции ставки процента повышаются, с тем чтобы обеспечить инвестору положительную отдачу активов. В странах с высоким уровнем инфляции инвесторы быстро реагируют на его изменение и увеличивают цену финансовых активов до уровня, обеспечивающего необходимую или желаемую прибыль.

Если уровень инфляции в США составляет 5%, а инвесторы хотят получить прибыль, по крайней мере, в размере 4%, они предложат изменить цену финансовых активов до уровня, при котором номинальная ставка процента составит примерно 9%. Если уровень инфляции в Германии составляет 2%, а инвесторы хотят получить прибыль, по крайней мере, в размере 4%, они предложат изменить цену финансовых активов до уровня, при котором номинальная ставка процента составит примерно 6%. Изменения процентных ставок зависят от изменения уровня инфляции. Взаимодействие в каждой стране номинальных ставок процента и темпов инфляции обеспечивает некоторый баланс или равновесие в международном масштабе. Этот баланс осуществляется через предположения инвесторов о том, каково будет соотношение между номинальной и реальной доходностью по финансовым активам, выраженным в различных валютах. Различия ставок процента между странами отражают изменения уровней темпов инфляции между этими же странами.

Международный эффект Фишера

Международный эффект Фишера обозначает равновесие между существующими и будущими курсами "спот" и разницей процентных ставок в двух странах. Корректировка обменного курса будет эквивалентна и противоположна разнице процентных ставок. Инвесторы, имеющие иностранные ценные бумаги, должны получать по ним более высокие процентные ставки, если ожидается, что валюта страны, где были выпущены эти бумаги, упадет в цене по сравнению с валютой страны инвестора. Например, если предполагается, что за следующий год стоимость доллара упадет на 6% по сравнению с немецкой маркой, мы должны ожидать, что для того чтобы немецкие инвесторы продолжали держать американские ценные бумаги, необходимо, чтобы процентные ставки по ним возросли, по крайней мере, на 6%.

Паритетные отношения базируются на потребностях инвестора и конкуренции между ценами активов в различных странах. Например, если ожидается, что за следующий год стоимость швейцарского франка возрастет по сравнению с фунтом стер-

¹ Данная формула обычно применяется для низких процентных ставок. Более точная формула, отражающая взаимосвязь между номинальными, реальными процентными ставками и уровнем инфляции выглядит следующим образом:

$$i = R + f + \frac{R \times f}{100}, \text{ где } i, R, f \text{ выражены в процентах. (Прим. ред.)}$$

лингов на 5%, мы должны понимать, что международные инвесторы предложат такое изменение цены финансовых активов, при котором номинальная ставка процента по стерлинговым активам будет, по крайней мере, на 5% выше, чем по активам в швейцарских франках.

Паритет процентной ставки

Условие паритета процентной ставки заключается в том, что на свободных и конкурентных финансовых рынках различие процентных ставок будет эквивалентно премии или дисконту по срочной сделке. Разница процентных ставок по различным валютным активам повлечет за собой процентный арбитраж капитала. Как было сказано выше, процентный арбитраж чаще всего проводится на покрытой основе (с хеджированием).

Покрытый процентный арбитраж предполагает премии или дисконты на рынке срочных сделок, которые более или менее соответствуют различиям процентных ставок. Паритет процентной ставки тесно связан со свободой инвестора в осуществлении международных инвестиций.

Система паритетных условий

Система паритетных условий может быть проиллюстрирована информацией о денежных условиях в Германии и США (рис. 4.8). Она содержит следующие условия:

	Номинальная процентная ставка, %	Уровень инфляции, %	Разница между данным уровнем инфляции и ее уровнем в США, %	Текущий курс "spot", долл.	Ожидаемый курс "spot", долл.	Текущий курс "форвард", долл.	Реальная прибыль инвестора, %
Германия	4,0	1,0	5,0	0,60	0,63	0,63	3,0
США	9,0	6,0					3,0

Эффект Фишера гласит, что номинальная процентная ставка равна сумме реальной прибыли инвестора и ожидаемой инфляции. В Германии при номинальной ставке процента, равной 4%, и размере инфляции, равном 1,0%, можно предполагать, что инвесторы ожидают реальной прибыли в размере 3,0%. Германские инвесторы могут производить своповые перемещения средств в США, так как номинальная процентная ставка там выше. Однако своп приведет к установлению курса "форвард", равного 0,63 долл., по форвардным контрактам сроком на 1 год. Такие условия процентного паритета имеют место и в отношении американских инвесторов, производящих арбитраж средств в Германию. Международный эффект Фишера заключается в том, что более высокая процентная ставка в США по сравнению с Германией отражает ожидаемое обесценение доллара по курсу "spot" по сравнению с немецкой маркой. Ожидаемый курс "spot" составляет 0,63 долл. Этот курс соответствует текущему курсу "форвард". Наконец, паритет покупательной способности гласит, что разница в инфляции между Германией и США повлечет за собой повышение стоимости немецкой марки. Это повышение будет равно разнице между уровнями инфляции в Германии и США (5%).

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ПОДХОДЫ К ПРОГНОЗИРОВАНИЮ ОБМЕННЫХ КУРСОВ

Прогнозирование курсов "спот" — довольно рискованное предприятие. Обменные курсы быстро меняются, часто не соответствуют прогнозам и определяются множеством фундаментальных, ожидаемых и технических факторов. В прогнозировании курсов валют принимает участие большое количество компаний, банков, финансовых учреждений и исследовательских экономических групп.

При разработке прогнозов обменных курсов используются несколько различных подходов. Сначала мы рассмотрим подход, базирующийся на платежном балансе. Затем будут перечислены и другие подходы, с тем чтобы читатель получил наиболее полное представление о прогнозировании обменных курсов. В табл. 4.14 представлено пять альтернативных подходов к прогнозированию курсов.

Прогнозирование на основе платежного баланса

Этот подход базируется на указанных в платежном балансе источниках и путях использования резервов иностранной валюты. Обычно используются два метода. При использовании первого метода производится оценка каждого компонента платежного баланса, затем составляется полный баланс и выявляется расхождение между его предполагаемыми доходами и расходами. На основании этого расхождения делается прогноз о том, увеличится или уменьшится стоимость данной валюты.

Второй метод предполагает построение всеобъемлющей эконометрической модели. Многочисленные взаимосвязи представляются в виде уравнений, в том числе рассматривается взаимосвязь потоков торговых сделок и изменений цен и доходов. Одновременные изменения направлений сделок и регуляция обменного курса приводят в равновесие текущие компоненты платежного баланса и счета движения капиталов.

Преимущество прогнозирования на основе платежного баланса заключается в том, что оно обеспечивает всеобъемлющий подход к проблеме. Однако такие прогнозы очень подробны, требуют много средств и времени (см. табл. 4.14).

Альтернативные подходы к прогнозированию

В табл. 4.14 представлено несколько видов альтернативного прогнозирования. Первый из них, курс "форвард", использует данные рынка без каких-либо сложных оценок. При использовании этого подхода руководствуются вопросом: "Какой прогноз об изменении обменного курса наиболее полно отвечает сегодняшней рыночной котировке?" (предполагается нейтральность в отношении риска). Курс "форвард" может рассматриваться как ожидаемая величина будущего курса "спот". В случае хорошо развитого рынка срочных сделок можно использовать известный курс "форвард". Если рынок срочных сделок не развит, можно использовать подсчет паритета процентной ставки. Например, если предположить, что процентные ставки по активам в долларах к песо за год составляют 8,0 и 14,0% соответственно, а курс "спот" доллара равен 20 песо, то прогноз курса доллара в песо будет следующим:

$$S_{t-1} = S_t \times \frac{1 + i_p}{1 + i_g}.$$

Подставляя в соотношение значения величин, получим

$$20 \times \frac{1,14}{1,08} = 21,11.$$

ТАБЛИЦА 4.14 ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС И АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ПОДХОДЫ К ПРОГНОЗИРОВАНИЮ ОБМЕННЫХ КУРСОВ

Подход к прогнозированию	Описание метода	Достоинства/недостатки
1. Платежный баланс	Охватывает основные источники и пути использования резервов иностранной валюты. Обеспечивает всесторонний подход к прогнозированию изменений валютных запасов и, следовательно, изменений обменных курсов. Между предполагаемыми расходами и доходами может существовать расхождение, которое служит основанием для прогноза об изменении стоимости валюты	Обеспечивает всеобъемлющий подход к проблеме. Требуется много времени и средств
2. Курс "форвард"	Принимается как ожидаемая величина будущего курса "spot" (предполагается нейтральность в отношении риска). Там, где нет рынка срочных сделок, для оценки курса "форвард" может использоваться процентный паритет	Ненадежный показатель будущего курса "spot"
3. Экономические модели	Наиболее известная экономическая модель — это модель паритета покупательной способности (ППС). ППС базируется на законе одной цены и предполагает, что при отсутствии в мире торговых барьеров цены идентичных товаров будут эквивалентны на всех рынках. Курс "spot" должен меняться для уравнивания различий в уровнях инфляции между двумя странами	Достоинством является простота прогнозирования инфляционных различий между странами. Не подходит для краткосрочного прогнозирования
4. Опережающие индикаторы	Фундаментальные экономические факторы могут меняться до того, как происходит девальвация или ревальвация (предполагается, что индикаторы отражают эти принципы). Подход включает отношение официальных резервов к импорту и изменение официальных резервов как процент от денежных поступлений	Очень легко собирать и корректировать данные. Не обеспечивается достаточно ранний прогноз. Неравнозначная эффективность при девальвации и ревальвации
5. Технический анализ	Прогнозы базируются на данных рынка (ценах). Метод предполагает экстраполяцию прошлых тенденций цен. Компьютерные модели часто используются для выявления тенденций, критических точек. Используются модели, основанные на вычислении моментов и скользящих средних	Относительная простота и низкая стоимость использования. Метод широко используется, поэтому с его помощью трудно обойти конкурентов (т. е. выйти на какие-то более выгодные, по сравнению с конкурентами позиции)

Опыт показал, что курсы "форвард" являются ненадежной основой для прогнозирования курсов "spot". Это может объясняться распространением неожиданных новостей и их влиянием на курсы "spot".

Второй подход основывается на нескольких различных экономических моделях. Одна из них — паритет покупательной способности (ППС) — базируется на взаимосвязи относительного уровня инфляции в двух странах с соответствующими изменениями курсов "спот" их валют. Относительный паритет покупательной способности может быть выражен так:

$$\hat{S} = \hat{P}_s - \hat{P}_p,$$

где \hat{S} — процентное изменение долларовой цены песо; \hat{P}_s — процентное изменение уровня цен в США, а \hat{P}_p — процентное изменение уровня цен в стране, где валютой является песо. Дан исходный обменный курс песо (0,20 долл.), ожидаемый годовой уровень инфляции в США (7,0%) и в стране, где валютой является песо (48%). В этом случае оценка изменения обменного курса за год будет следующей:

$$7\% - 48\% = -41\%.$$

Ожидается, что обменный курс опустится на 41%, с 0,20 долл. до (0,20—0,082) долл., или 0,118 за 1 песо. Экономическое исследование показывает, что ППС лучше работает в случаях с высоким уровнем инфляции, чем с низким. Это значит, что прогнозный курс будет ближе к действительному. ППС также обеспечивает лучший прогноз в долгосрочном периоде, чем в краткосрочном. ППС не подтверждается эмпирическими тестами. Одной из причин этого является отставание в воздействии цен на поток торговых сделок и, следовательно, на обменные курсы. Альтернативная модель ППС больше относится к рынкам активов, чем к потокам торговых сделок. В этом случае обменный курс можно рассматривать как цену актива. Как и на другие цены активов, на обменный курс влияют ожидания. Сторонники подхода рынка активов считают, что в процветающей экономике стоимость валюты возрастает из-за привлечения иностранных инвестиций. Сторонники ППС или подхода потоков торговых сделок считают, что в процветающей экономике стоимость валюты понижается из-за активного осуществления импорта товаров.

Третий подход — опережающие индикаторы — имеет аналогии во многих других методах прогнозирования, а следовательно, и соответствующие достоинства и недостатки. Данные можно легко собрать, но прогноз будет недостаточно ранним. Последний подход — технический анализ — основывает предсказания на прогнозных данных рынка. Технический анализ широко используется на фондовой бирже и товарных рынках. Он предполагает построение линий краткосрочной и долгосрочной скользящей средней (линий скользящей средней высокого и низкого порядка). Их пересечения интерпретируются для выявления поворотных точек в цене. Технический анализ широко используется из-за простоты применения. Однако из-за широкого использования технического анализа с его помощью выявить изменения в тенденциях развития рынка раньше, чем при использовании других типов анализа, достаточно трудно.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Валютный рынок действует на международной основе. Банки-дилеры обеспечивают связь центров валютного рынка и финансовых рынков. Валютный рынок осуществляет несколько функций, включая передачу покупательной способности, хеджирование, клиринг и кредит.

На этом рынке превалирует закон одной цены. С этим законом связан арбитраж между центрами рынка иностранной валюты и валютными секторами. Каналы, по которым осуществляется этот арбитраж, помогает представить построение матрицы курсов "spot". С помощью этой матрицы можно определять обратные курсы и кросс-курсы.

Сделки валютного рынка включают открытые кассовые (спотовые) сделки, открытые срочные (форвардные) сделки и свопы. Сделки осуществляются по различным причинам, в том числе с целью передачи покупательной способности, хеджирования, спекуляций и процентного арбитража.

Процентный арбитраж обеспечивает получение прибыли за счет разницы в ставках процента между двумя валютными центрами и разницы между курсами "spot" и "форвард".

Валютный рынок можно использовать для спекуляций на изменениях процентной ставки. Этот инструмент требует от спекулянта осуществления валютного свопа на начальной стадии, который базируется на возможностях, представленных сериями кривых срочных сделок.

Обменный курс "spot" определяется на основании трех различных систем: плавающих, фиксированных и контролируемых курсов. Спрос и предложение в конце концов определяют возможные обменные курсы и более или менее взаимодействуют в этих альтернативных системах. Наибольшую роль они играют в системе плавающих курсов. В системе фиксированных курсов страны должны проводить осторожную финансовую политику, чтобы поддерживать стабильность курсов.

Анализ паритетных условий обеспечивает систематическую модель международных денежных отношений. В этой модели взаимодействуют четыре ключевые переменные величины: курс "spot", курс "форвард", процентные ставки и уровни инфляции.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Использование курса "форвард" для прогнозирования будущих курсов "spot"

Внимательное изучение условий паритета процентной ставки и международного эффекта Фишера выявляет тесную взаимосвязь между различиями процентных ставок и обменными курсами. Уравнение (1) представляет условие паритета процентной ставки. Паритет процентной ставки гласит, что различие между ставками по долларovým и стерлинговым активам эквивалентно различию курсов "форвард" и "spot" фунта в долларах. Поэтому при ставках по долларovým и стерлинговым активам, равным 6% и 10% соответственно, и курсу "spot" фунта, равному 1,800 долл., соответствующий курс "форвард" составит 1,728 долл.:

$$i_s - i_f = \frac{F - S_0}{S_0}. \quad (1)$$

Международный эффект Фишера описывает равновесие между различиями национальных процентных ставок и различиями текущих и будущих курсов "spot". Уравнение (2) иллюстрирует международный эффект Фишера. С использованием данных предыдущего примера (ставки по долларovým и стерлинговым активам равны 6 и 10% соответственно, курс "spot" фунта стерлингов равен 1,800 долл.), получаем, что ожидаемый курс "spot" составит 1,728 долл.:

$$i_s - i_f = \frac{S_1 - S_0}{S_0}. \quad (2)$$

При сравнении уравнений (1) и (2) можно заметить, что они отличаются лишь тем, что уравнение (1) использует курс "форвард" (F), а уравнение (2) — ожидаемый курс "spot" (S_1). Правые стороны уравнений (1) и (2) эквивалентны. Данный анализ показывает, что курс "форвард" можно использовать для предопределения будущего курса "spot".

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Почему валютный рынок является самым большим финансовым рынком мира?
2. Каковы наиболее важные функции валютного рынка?
3. Почему валютный рынок называют межбанковским рынком? Почему на этом рынке имеют большое значение отношения банков-корреспондентов?
4. Если цена немецкой марки в американских долларах составляет 0,5892 долл., какова цена доллара в немецких марках?
5. Если цена фунта стерлингов в немецких марках составляет 3,240 DM, какова цена немецкой марки в фунтах стерлингов?
6. Если цена фунта стерлингов в долларах составляет 1,8500 долл., а цена французского франка в долларах — 0,111624 долл., какова цена фунта стерлингов во франках?
7. Представьте, что в предыдущем вопросе на парижском рынке цена фунта составляет 11,3800 франков. Объясните, какая существует возможность арбитража и какова будет прибыль при вложении 10 млн. долл.
8. Компания должна заплатить поставщику 30 млн. немецких марок через 90 дней. Она хотела бы зафиксировать сумму платежа в долларах, используя существующие обменные курсы. Курс "spot" составляет 0,6140 долл., курс "форвард" с поставкой через 90 дней составляет 0,6210 долл., процентные ставки в Нью-Йорке и Франкфурте равны 10 и 7% соответственно. Какова будет наименьшая долларовая цена покрытия платежа через 90 дней? Какие действия компания должна предпринять, чтобы зафиксировать эту стоимость?
9. Вы можете вкладывать/занимать средства под 7% в Нью-Йорке и под 13% в Париже. Курс "spot" французского франка составляет 0,1600 долл., а курс "форвард" с поставкой через 3 месяца — 0,1570 долл. Будет ли произведен процентный арбитраж? В каком направлении?
10. Процентные ставки в Лондоне и Нью-Йорке равны 13,8 и 7,5% соответственно. Курс "spot" фунта составляет 1,9540 долл., курс "форвард" с поставкой через 6 месяцев равен 1,92868 долл. Мистер Джонс может вложить 5 млн. долл. в Нью-Йорке или посредством свопа в Лондоне. Какую прибыль он получит в каждом случае?
11. Каковы причины существования различий между курсами "spot" и "форвард"? Объясните эти различия.
12. Американский банк ожидает, что процентная ставка в Лондоне упадет с 14 до 12%. Процентная ставка в Нью-Йорке останется равной 10%. Курс "spot" фунта равен 2,00 долл. и действует паритет процентной ставки. Объясните, какие действия должен предпринять банк, чтобы извлечь выгоду из ожидаемых изменений процентной ставки.
13. Курс "spot" французского франка составляет 0,1598 долл. Этот равновесный обменный курс является результатом взаимодействия спроса и предложения в системе свободно плавающих курсов. Каким образом перечисленные явления повлияют на спрос на французские франки, предложение французских франков и обменный курс?
 - а) Падение процентных ставок во Франции.
 - б) Повышение потребительских расходов в США.
 - в) Неожиданное усиление инфляции в США.
 - г) Понижение подоходного налога во Франции.
 - д) Увеличение роста ВВП во Франции.

- е) Изменение вкусов потребителей (предпочтение ими калифорнийского вина французскому).
14. Ожидаемый годовой уровень инфляции составляет 5% в США и 2% в Германии. Текущий курс составляет DM 1,65%. Применим паритет покупательной способности. Каков будет ожидаемый через год обменный курс?
 15. Курс "спот" составляет 0,6500 \$/DM. Процентные ставки в Нью-Йорке и Франкфурте равны 9,0 и 6,5% соответственно. Действует международный эффект Фишера. Какой курс немецкой марки можно ожидать через 1 год? Указывает ли международный эффект Фишера, какое поведение инвестора является рациональным? Объясните.
 16. Проведите различие между форвардными сделками, валютными фьючерсами и опционами.

Случай 1. Сельская консультативная валютная служба

Майкл Пирс, денежный брокер, осуществил мечту многих лондонских профессионалов на протяжении многих лет. Вместо того чтобы терпеть перенаселенность центральной части Лондона, он работает в уютном сельском домике с видом на лужайку перед церковью в очаровательной деревне Олдбери недалеко от Хартфордшира. Он имеет под рукой все необходимые для работы предметы: телефон, факс, настольный компьютер и экран финансовой информации Рейтер.

Пирс использует свои современные коммуникации, чтобы следить за работой валютного рынка и изменениями процентных ставок. Он обслуживает всевозрастающий список клиентов, которые зависят от ситуации и тенденций, складывающихся на валютном рынке. Например, его клиентом является производитель сыра, который экспортирует треть своей продукции напрямую в Европу и пересматривает свои цены 2 раза в год и которому Пирс посоветовал осуществлять расчеты в ЭКЮ. Производитель сыра занимает ЭКЮ под ожидаемый доход в европейской валюте за предстоящие полгода. Европейские валюты продаются на курсу "спот", а вырученные средства используются для погашения займа в ЭКЮ.

Главное преимущество, которое дает производителю сыра сотрудничество с Пирсом, заключается в том, что он может производить и продавать сыр, не теряя времени и сил на беспокойство о ситуации на валютном рынке.

Свою идею о создании независимой консультативной службы по валютному рынку и процентным ставкам за пределами Лондона Пирс вынес из грэнфилдской школы менеджмента (Granfield School of Management), где провел 1987—1988 гг. на курсах по подготовке специалистов по управлению торгово-промышленной деятельностью. Когда он только начинал свое дело, он не мог представить, что оно пойдет так хорошо. В Грэмфилде Пирс понял, что существует множество мелких компаний, которые нуждаются в консультативных услугах, но не могут себе позволить пользоваться услугами крупных финансовых компаний-экспертов. Он наметил компании с оборотом торговли менее 25 млн. фунтов стерлингов в год и предложил более 40 из них свои услуги. Сначала на его предложение откликнулись 7 компаний. Сейчас количество его клиентов значительно возросло.

Пирс подчеркивает, что он не является ни экономистом, ни истиной в последней инстанции. То, что он предлагает, это глубокое знание валютных инструментов, постоянное наблюдение изменений тенденций развития рынка и знание того, как минимизировать риски. Услуги Пирса недороги по сравнению с сервисом профессиональных консультантов. За начальное изучение бизнеса фирмы он берет 1000 фунтов стерлингов. Затем он взимает по 550 фунтов стерлингов в месяц в течение пробного 6-месячного периода. Пирс ожидает, что за третий год его деятельности его доход возрастет до 100 000 фунтов стерлингов.

Источник: Сокращенный отрывок из "Financial Times", 1989, 25 марта.

Случай 2. Финансовое меню Эскарго

У Каспара Трюффо было очень мало времени. Завтра утром он должен будет дать рекомендации относительно финансирования Эскарго, французского филиала Снейл Коммьюникейшнз (Snail Communications) британской издательской корпорации. Эскарго продавал книги главным образом через розничных распространителей.

Трюффо был помощником по административным вопросам управляющего финансами Эскарго. Управляющий указал, что фирме требуется 10 млн. французских франков для удовлетворения потребности в оборотных фондах в течение следующих 6 месяцев. Трюффо склонялся к тому, чтобы осуществить заем 10 млн. французских франков на 6 месяцев в Кредит Коммерсьяль (Credit Commercial) в Париже, банке который был основным партнером Эскарго. Цена займа составляла 9,75%. Так как завтрашнюю встречу должны будут посетить сотрудники штаб-квартиры Снейл Коммьюникейшнз в Лондоне, занимающиеся финансами, Трюффо беспокоило несколько вопросов относительно альтернатив финансирования. Во-первых, стоит ли делать заем во Франции в местной валюте? Стоит ли делать заем на евторынке и какие при этом могут быть риски?

Каспар Трюффо располагал следующими данными о шестимесячных процентных ставках:

Ставки по банковским депозитам (год):	
Внутренние депозиты во французских франках	8,23
Депозиты в еврофранках	8,50
Ставки по банковским займам:	
Внутренний заем во французских франках	9,75
Заем в еврофранках	8,88

Главная проблема заключалась в выборе валюты. Трюффо понимал, что альтернативой может быть и евростерлинговый рынок. Однако из курса финансов в университете он знал, что существование производительных рынков должно предотвращать возможность получения займа в альтернативных валютных секторах на покрытой основе по различным ценам. Осуществление займа на непокрытой основе могло быть запрещено финансовым отделом руководства фирмы. Трюффо волновал риск, связанный с осуществлением займа в фунтах стерлингов на непокрытой основе.

Согласно прогнозам, фунт стерлингов должен был понизиться по сравнению с французским франком. Одной альтернативой могло быть осуществление займа в евростерлингах на покрытой основе; другой — осуществление займа в евростерлингах на непокрытой основе (при этом ожидалось, что прогноз о снижении его стоимости окажется верным).

Как мы можем помочь Каспару Трюффо сформулировать рекомендации для завтрашней встречи?

СТАВКИ НА ЕВРОРЫНКЕ (ШЕСТИМЕСЯЧНЫЕ ЗАЙМЫ, СТАВКИ ЗА ГОД)

Ставка по евростерлинговому займу	10,25
Ставка по займу в еврофранках	8,88
Стоимость форвардного покрытия (премия по форвардной сделке с франками)	2,00

Курсы иностранных валют	Фунтов за франк	Франков за фунт
Курс "spot"	0,833	12,00
6-месячный курс "форвард"	0,840	11,88
Прогноз о курсе "spot" через 6 месяцев	0,859	11,64
(Обычные курсы даны как обратные курсы)		

Краткая библиография

- Bank for International Settlements // *Annual Reports*, various issues.
- Chrystal, K. A. A Guide to Foreign Exchange Markets // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March 1986.
- Coninx, R. *Foreign Exchange Dealer's Handbook*, Homewood, IL: Dow-Jones-Irwin, 1986.
- Dooley, M. P. and P. Isard. Capital Controls, Political Risk, and Deviations from Interest Rate Parity // *Journal of Political Economy*, April 1980.
- Fama, Eugene F. Forward and Spot Exchange Rates // *Journal of Monetary Economics*, 1984.
- Frankel, Jeffrey A. The Dazzling Dollar // *Brookings Papers on Economic Activity*. I, 1983.
- Frenkel J. and R. Levich. Transaction Costs and Interest Arbitrage: Tranquil Versus Turbulent Periods // *Journal of Political Economy*, December 1977.
- Grabbe, J. O. *International Financial Markets* // New York: Elsevier, 1986.
- Glassman, Debra. Exchange Rate Risk and Transactions Costs: Evidence from Bid-Ask Spreads // *Journal of International Money and Finance*, December 1977.
- Hilley, J. L., C. R. Beidleman, and J. A. Greenleaf. Does Covered Interest Arbitrage Dominate in Foreign Exchange Markets? // *Columbia Journal of World Business*, Winter 1979.
- Humpage, Owen F. Intervention and the Dollar, in R. Kolb (ed.) // *The International Finance Reader*. Atlanta: Kolb Publishing, 1991.
- Kubarych, Roger M. *Foreign Exchange Markets in the United States*, revised edition // Federal Reserve Bank of New York, 1983.
- Marrinan, Jane. Exchange Rate Determination: Sorting Out Theory and Evidence, in R. Kolb (ed.) // *The International Finance Reader*. Atlanta: Kolb Publishing, 1991.
- Rogalski, R. J. and J. D. Vinso, Price Level Variations as Predictors of Flexible Exchange Rates // *Journal of International Business Studies*, Summer 1977.
- Shapiro, Alan C. What Does Purchasing Power Parity Mean? // *Journal of International Money and Finance*, December 1983.
- Solomon, Robert. *The International Monetary System, 1945—1981* // New York: HarperCollins, 1982.
- Sweeney, Richard J. Reading the Foreign Exchange Market // *Journal of Finance*, March 1986.
- Wairnsley, Julian. *The Foreign Exchange Handbook* // New York: Wiley, 1983.

Валютные фьючерсы, опционы и свопы

ВВЕДЕНИЕ

С появлением плавающих валютных взаиморасчетов в 70-х годах возрастающее внимание уделяется поиску методов хеджирования (страхования) валютных рисков. Кроме того, участники рынка стремятся не только защитить свои валютные позиции, но и в результате получить от этого прибыль. При этом используются два основных подхода. Первый предполагает сделки либо по форвардным валютным контрактам на межбанковском рынке с участием крупных валютных банков, либо валютные свопы, проводящиеся двумя участниками, которые хотели бы обменяться долговыми обязательствами в двух различных валютах. Эти методы описаны в табл. 5.1.

Второй подход заключается в торговле стандартизированными валютными контрактами на специально организованных для этой цели рынках. Существуют конкурентные рынки для валютных фьючерсных контрактов, опционов и опционов по фьючерсам. В соответствии с этим подходом различные виды контрактов стандартизированы, в результате чего достигается высокая степень ликвидности и рыночная эффективность.

В табл. 5.1 описывается пять альтернативных методов хеджирования валютных рисков. Форвардные контракты и валютные свопы являются сделками, осуществляемыми при посредническом участии банка. Форвардные контракты описываются в предыдущей главе. Они заключаются на межбанковском валютном рынке с указанием количества валюты и сроков исполнения ставки в соответствии с потребностями участника рынка. Валютные свопы также соответствуют потребностям участников. Мы рассмотрим валютные свопы подробнее далее в этой главе. Фьючерсные контракты, опционы и опционы по фьючерсам описаны в последующих разделах этой главы.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Понять различные методы хеджирования валютных рисков.
2. Усвоить механизмы использования валютных фьючерсов, которые продаются и покупаются на биржевом рынке, и различные меры защиты, которые предпринимают участники этого рынка.

3. Оценить значение условий контракта в торговле стандартизированными инструментами хеджирования.
4. Выявить важнейшие элементы в покупке опционного контракта и факторы, влияющие на определение цены опциона.
5. Понять сходства и различия использования фьючерсов и опционов как инструментов хеджирования или спекуляций.
6. Оценить значение и роль опционов по фьючерсам.
7. Понять специфическую роль валютных фьючерсов как средств уменьшения валютных рисков.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> • ситуация, при которой цена использования опциона совпадает с рыночной (at the money) • Блэк-Шольц ("Black Scholes") • опцион "колл" • валютный своп • Закон об управлении товарными биржами (The Commodity Exchange Act) • форвард (форвардный контракт) • фьючерс • ситуация, при которой цена использования опциона выгоднее рыночной (in the money) • исходная маржа 	<ul style="list-style-type: none"> • внутренняя стоимость (опциона) • поддерживающая маржа ("маржа поддержки") • опцион • опцион по фьючерсу • ситуация, при которой соотношение цены использования опциона и рыночной цены делает использование опциона невыгодным (out of the money) • премия • опцион "пут" • спекулянт • цена исполнения опциона • временная стоимость • продавец опциона (райтер)

СОКРАЩЕНИЯ	
IMM — международный денежный рынок	CME — Чикагская товарная биржа

ТАБЛИЦА 5.1 МЕТОДЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ

Метод	Описание
1. Форвардный контракт	Контракт, дающий право на покупку или продажу иностранной валюты с поставкой в какой-то определенный срок в будущем
2. Фьючерсный контракт	Стандартизированный контракт по валютному фьючерсу, который можно покупать и продавать. Если участник контракта осуществляет продажу, то это означает, что он находится в "короткой позиции" по данной валюте, а если осуществляет покупку — то в "длинной позиции" по данной валюте
3. Опционный контракт	Стандартизированный контракт, дающий своему владельцу право купить (опцион "колл") или продать (опцион "пут") иностранную валюту по фиксированной цене
4. Опцион по фьючерсу	Стандартизированный контракт, дающий своему владельцу право купить или продать фьючерсный валютный контракт
5. Валютный своп	Контракт, предполагающий обмен долговыми платежными обязательствами сторон, выраженными в различных иностранных валютах

ВАЛЮТНЫЕ ФЬЮЧЕРСЫ

Рынки фьючерсов: роль биржи

В США торговля валютными фьючерсными контрактами осуществляется на международном денежном рынке (IMM), подразделении Чикагской товарной биржи (СМЕ). Продаются и покупаются фьючерсные контракты по 8 иностранным валютам, в которые входят: австралийский доллар, британский фунт стерлингов, канадский доллар, немецкая марка, французский франк, японская иена, швейцарский франк и ЭКЮ. Валютные фьючерсы, подобно форвардным контрактам, фиксируют стоимость какой-либо валюты до момента поставки в какой-то определенный срок в будущем. В отличие от форвардных контрактов 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. Владелец фьючерсного контракта может продать его на ликвидном рынке, обеспечивая себе дополнительные возможности изменения способа хеджирования или спекулятивной позиции, если изменятся рыночные условия или его собственные потребности.

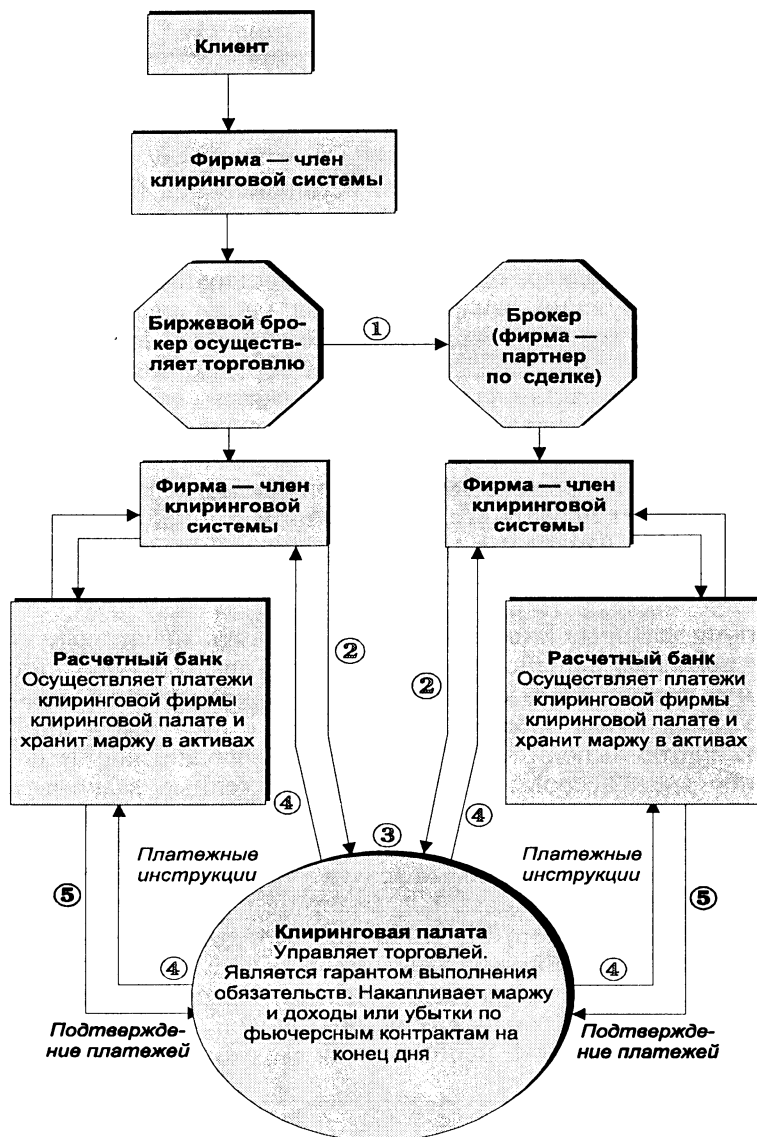
Корпоративные или институциональные инвесторы могут получить значительную прибыль при хеджировании с помощью финансовых фьючерсов. Торговые операции с валютными фьючерсами могут помочь ТНК компенсировать валютный риск, связанный с позицией инвестирования путем продажи или покупки с расчетом в иностранной валюте или путем экспортно-импортных операций. Управляющие портфельными инвестициями могут либо компенсировать позиции, подверженные валютным рискам, либо приобретать позиции, связанные с валютными инвестициями, путем покупки или продажи валютных фьючерсов.

Фьючерсные контракты обеспечивают необходимые услуги участникам валютного рынка. Эти услуги включают: 1) определение цены, т. е. участники рынка, проводящие хеджирование, и спекулянты взаимодействуют, чтобы определить будущую цену какой-либо валюты; 2) ликвидность, способность участников рынка осуществлять куплю-продажу в любое время, когда рынок открыт для торговли; 3) защиту клиента, которая осуществляется введением принудительных обменных правил. Для обеспечения высокого уровня защиты клиента на СМЕ используются следующие меры:

- 1) требования маржи;
- 2) защита от банкротства;
- 3) защита от невыполнения обязательств;
- 4) система клиринга.

Требования маржи

Первый уровень защиты при торговле валютными фьючерсами — это исходная маржа. 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. Они базируются на ежедневном возрастании или уменьшении стоимости фьючерсного контракта. Биржа устанавливает эти требования для фирм-членов, а последние — для клиентов посредством ежедневных расчетов.



1. Клиент размещает заказ в фирме — члене клиринговой системы (FCM).
2. FCM передает заказ брокеру, действующему в операционном зале биржи или месте активной торговли на бирже.
3. Этот брокер подтверждает выполнение заказа FCM, а FCM подтверждает выполнение заказа клиента.
4. Брокер представляет документальное подтверждение сделки члену клиринговой системы.
5. Член клиринговой системы сообщает об этом в клиринговую палату.
6. Клиринговая палата подтверждает и гарантирует торговлю; принимает или осуществляет выплату члену клиринговой системы доходов или убытков по фьючерсным контрактам, рассчитываемых на основе цены закрытия в конце дня.
7. Член клиринговой системы проводит корректировки и осуществляет расчеты по этим доходам или убыткам с FCM, а последняя — с клиентом.

Все заказы на куплю-продажу фьючерсов и опционов по фьючерсам, торговля которыми осуществляется на СМЕ, должны быть:

- а) выполнены индивидуальным членом биржи;
- б) сделаны от имени члена клиринговой системы биржи;
- в) внесены на счет члена клиринговой системы и
- г) расчет по ним должен быть произведен фирмой — членом клиринговой системы через клиринговую палату CME.

Индивидуальный клиент или фирма, которая не является членом СМЕ, должна размещать свои заказы через члена клиринговой системы биржи. Таким образом, связь индивидуального клиента или фирмы с членом клиринговой системы может осуществляться как напрямую, так и через посредника, не являющегося членом клиринговой системы.

Источник: Chicago Mercantile Exchange, *A World Marketplace*, p. 17.

РИС. 5.1. ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОЦЕССА ТОРГОВЛИ ВАЛЮТНЫМИ ФЬЮЧЕРСАМИ ОТ КЛИЕНТА К КЛИРИНГОВОЙ ПАЛАТЕ

Защита от банкротства

Закон об управлении товарными биржами (The Commodity Exchange Act) является федеральным законом, регулирующим 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.

Защита от невыполнения обязательств

Клиринговая палата СМЕ работает со своими фирмами-членами, а не с индивидуальными участниками рынка. Биржа осуществляет расчеты напрямую с членами клиринговой системы (рис. 5.1). Посредством этого предотвращается воздействие клиентов на средства фирмы. Такая независимость позволяет СМЕ замещать себя при каждой сделке и осуществлять платежи фирмам-членам независимо от возможной неплатежеспособности стороны с противоположной позицией.

Система клиринга

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. Большинство фьючерсных контрактов ликвидируется до даты исполнения.

Условия контракта

Стандартизированные фьючерсные контракты имеют ряд черт, которые устанавливаются 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 и 8) обеспечение или требования маржи. Содержание изложенных пунктов представлено на рис. 5.2.

Следующий обзор рассматривает некоторые аспекты условий фьючерсных контрактов СМЕ.

Единица контракта

На IMM существуют контракты на швейцарские франки и немецкие марки на 125 000 единиц. Контракты на французские франки больше по величине (250 000 единиц), а на британские фунты стерлингов меньше (62 500 единиц).

Метод котировки

Все валютные контракты, которые продаются или покупаются на IMM, оцениваются в американских долларах.

Сроки погашения

Контракты IMM имеют стандартный срок исполнения. Валютные фьючерсные контракты погашаются в третью среду месяца истечения срока контракта.

Заранее определенная дата окончания торговли

Торговля контрактами на IMM заканчивается за два рабочих дня до среды, в которую срок по ним истекает. Обычно это понедельник, предшествующий этой среде.

Основные пункты валютных фьючерсных и опционных контрактов Чикагской товарной биржи

Валютные фьючерсы CME

	Австралий- ский доллар (AD)	Британский фунт стер- лингов (BP)	Канадский доллар (CD)	Немецкая марка (DM)	Французс- кий франк (FF)	Японская иена (JY)	Швей- царский франк (SF)	DM/JY (DJ)
Единица контракта	AD 100000	BP 62500	CD 100000	DM 125000	FF 500000	JY 12500000	SF 125000	DJ 125000
Котировки	долл. US за AD	долл. US за BP	долл. US за CD	долл. US за DM	долл. US за FF	долл. US за JY	долл. US за SF	долл. US за DM
Минимальное изменение цены	0,0001= 10,00 долл.	0,0002= 12,50 долл.	0,0001= 10,00 долл.	0,0001= 12,50 долл.	0,00002= 10,00 долл.	0,000001= 12,50	0,0001= 12,50 долл.	0,01= JY 1,250
Месяцы торговли	Март, июнь, сентябрь, декабрь ¹⁾							
Часы торговли ³⁾ (чикагское время)	7:20 — 14:00 ³⁾	7:20 — 14:00 ³⁾	7:20 — 14:00 ³⁾	7:20 — 14:00 ³⁾	7:20 — 14:00	7:20 — 14:00 ³⁾	7:20 — 14:00 ³⁾	7:20 — 14:00
Последний день торговли	Второй рабочий день, предшествующий третьей среде месяца истечения контракта*							

¹⁾Дополнительные месяцы действия контракта (активная торговля не проводится): январь, апрель, июль, октябрь и месяц истечения срока по контракту.

²⁾Торговля окончится в 12:00 в рабочий день перед выходным на CME и в любой общенациональный праздник США, в который банки не работают, когда CME открыта.

³⁾Торговля таким контрактом проводится также в системе GLOBEX⁷⁾. Свяжитесь с вашим брокером или CME, чтобы узнать часы работы GLOBEX.

Только для канадских долларов: торговля фьючерсами окончится в рабочий день, предшествующий третьей среде месяца истечения контракта для контрактов, истекающих в декабре и позднее декабря 1994 г.

Эта информация, представленная Чикагской товарной биржей, носит общий характер, несмотря на все меры, предпринятые для обеспечения ее точности, CME не несет ответственности за ошибки или пропуски. Все вопросы относительно правил и условий соответствуют официальному уставу CME. Условия контрактов можно уточнить в текущем уставе CME (12/93).

Источник: Чикагская товарная биржа.

РИС. 5.2. ВАЛЮТНЫЕ ФЬЮЧЕРСЫ: УСЛОВИЯ КОНТРАКТА

Расчетная дата

Это третья среда месяца поставки. Следует отметить, что только небольшое количество фьючерсных контрактов оплачивается физической передачей валюты покупателем продавцу. Чаще покупатели и продавцы компенсируют свою начальную позицию до даты поставки осуществлением купли или продажи другого контракта (закрывают исходную позицию путем осуществления офсетной¹⁾ сделки).

Как разобраться в рыночных котировках

Рыночные котировки валютных контрактов, торговля которыми осуществляется на IMM, публикуются в финансовых разделах ежедневных газет. В табл. 5.2 представлены цены на валютные фьючерсы на немецкую марку за 15 ноября 1990 г.

Как видно из табл. 5.2, торговля немецкими марками осуществляется по контрактам, составляющим 125 000 DM. Цены в долларах также представлены в табл. 5.3.

¹⁾ Компенсационной. (Прим. ред.)

Информация относится к контрактам, срок по которым истекает в декабре, марте и июне. Контракты, срок по которым истекает в декабре 1990 г., открывают торговлю с ценой 0,6769 долл. за 1 DM (столбец "open"). Самая высокая цена за весь день составила 0,6799 долл. за 1 DM (столбец "high"), а самая низкая — 0,6769 долл. за 1 DM (столбец "low"). Столбец "settle" содержит цены расчетов или цены на момент закрытия биржи, которые используются клиринговой палатой. Эта цена используется для определения требований о дополнительном гарантийном депозите и расчетных цен по поставкам. Цена по декабрьским контрактам в конце торговли составила 0,6795 долл. за 1 DM. В столбце "change" указана разница между столбцами "settle" предыдущего и текущего дня.

ТАБЛИЦА 5.2 ЦЕНЫ ПО ВАЛЮТНЫМ ФЬЮЧЕРСАМ IMM: 15 НОЯБРЯ 1990 г. (КОНТРАКТ НА DM 125000, ЦЕНЫ В ДОЛЛАРАХ US ЗА 1 МАРКУ)

	Open	High	Low	Settle	Change	LIFETIME		OPEN
						High	Low	Interest
Декабрь 1990 г.	0,6769	0,6799	0,6769	0,6795	+0,0036	0,6799	0,5764	78170
Март 1991 г.	0,6750	0,6799	0,6750	0,6774	+0,0034	0,6779	0,5820	2884
Июнь 1991 г.	0,6738	0,6756	0,6738	0,6750	+0,0032	0,6756	0,6163	139

Подсчет объема: 28 030. Объем торговли во вторник: 27025. Сумма открытых позиций: 81203 + 4218.

Источник: The Wall Street Journal.

Столбец "lifetime" ("high" и "low") содержит самые высокие и самые низкие цены торговых операций за все время существования контракта. Самая высокая цена по декабрьскому контракту составила 0,6799 долл., а самая низкая — 0,5664 долл. В столбце "open" ("interest") указана сумма действующих "длинных" (фьючерсы на покупку) и "коротких" (фьючерсы на продажу) контрактов, по которым не произведен зачет. Последняя строка табл. 5.2 содержит подсчет объема торговли за день, к которому относится таблица, и за предыдущую дату.

ТАБЛИЦА 5.3 ПРЕМИИ ПО ВАЛЮТНЫМ ОПЦИОНАМ НА НЕМЕЦКИЕ МАРКИ, 15 НОЯБРЯ 1990 г., АМЕРИКАНСКИХ ДОЛЛАРОВ ЗА ЕДИНИЦУ

Текущая рыночная цена	Цена исполнения опциона	Опционы "колл"			Опционы "пут"		
		Ноябрь	Декабрь	Март	Ноябрь	Декабрь	Март
67,96	66	2,01	2,12	2,71	r	0,26	1,82
67,96	66,5	1,52	1,81	s	0,04	0,40	s
67,96	67	0,96	1,44	r	0,07	0,54	r
67,96	67,5	0,50	0,96	s	0,11	0,73	s
67,96	68	0,24	0,81	1,70	0,33	0,92	2,00
67,96	68,5	0,07	0,54	s	r	r	s
67,96	69	r	0,46	1,26	r	r	r

r = не продавался.

s = ни одного опциона не было предложено.

Источник: Wall Street Journal.

Покупка, продажа и ликвидация фьючерсной позиции

Инвесторы, компании, проводящие операции за рубежом, экспортеры, импортеры и спекулянты используют валютные фьючерсы. Валютные фьючерсы могут покупаться и продаваться. Покупка 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, американский импортер может заключить контракт о покупке товара у немецкого поставщика с оплатой в немецких марках. При хеджировании от возрастания стоимости немецкой марки американский импортер может купить один или несколько фьючерсных контрактов на немецкие марки (в зависимости от объема будущего платежа). Если курс "spot" немецких марок возрастет, стоимость фьючерсного контракта также увеличится параллельно курсу "spot" марки. Когда наступит срок платежа, импортер может осуществить покупку немецких марок по курсу "spot". Из-за повышения стоимости немецкой марки он затратит больше средств, но это повышение будет компенсировано возрастанием стоимости фьючерсного контракта, владельцем которого является импортер. Фьючерсный контракт может быть аннулирован, т. е. продан на рынке. Полученная при этом прибыль будет приблизительно равна дополнительным затратам, возникшим в результате увеличения курса "spot" марки.

Продажа валютного фьючерса обеспечивает продавцу "короткую позицию" (позицию по срочным сделкам при игре на понижение) в этой валюте. Например, американский экспортер может заключить контракт о продаже товара немецкому покупателю с оплатой в немецких марках. Для хеджирования от уменьшения стоимости немецкой марки американский экспортер может продать один или несколько фьючерсных контрактов на эту валюту (в зависимости от объема страхуемой позиции в немецких марках). Позднее экспортер может купить фьючерсный контракт на немецкие марки с аналогичной расчетной датой. В результате ликвидируется валютная позиция.

ВАЛЮТНЫЕ ОПЦИОНЫ

Валютный опцион обеспечивает своему владельцу право его исполнения до истечения по нему срока. Опционы "колл" обеспечивают своим владельцам право, но не обязательство купить валюту по цене, указанной в контракте и называемой цена исполнения опциона. Опционы "пут" обеспечивают своим владельцам право, но не обязательство продать валюту по цене, указанной в контракте. Американские опционы могут быть исполнены в любой момент до истечения по ним срока, а европейские — только по наступлении срока.

В опционном контракте участвуют две стороны: продавец опциона и его покупатель, который покупает опцион в целях хеджирования или спекуляции. Покупатель обычно приобретает обязательство, что продавец будет готов продать или купить указанное количество валюты по его требованию. Цена за это называется премией и выплачивается продавцу опциона. Купля-продажа валютных опционов осуществляется как на организованной бирже, такой как Филадельфийская биржа (Philadelphia Exchange), так и на внебиржевом рынке ценных бумаг. Опционы, продающиеся на бирже, являются стандартизированными контрактами на определенные суммы или на суммы, кратные стандартным, с указанием определенной цены исполнения и стандартных сроков.

Важнейшим фактором, ограничивающим использование опционов по сравнению с фьючерсами, является их высокая цена исполнения. Другими словами, при уплате значительной премии опцион может быть не исполнен. Поэтому необходимо сравнивать возможную эффективность использования опциона с другими видами хеджирования.

Рыночные котировки опционов

При покупке опционного контракта наиболее важными являются три его элемента: цена использования, срок исполнения и премия, которую необходимо за него уплатить. Цена использования зафиксирована в опционном контракте. Как видно из табл. 5.3, где представлены семь различных цен использования опционов на немецкие марки, наименьшая из них составляет 0,66 долл. за 1 DM, а наибольшая — 0,69 долл. за 1 DM. В середине ноября 1990 г. текущий курс "спот" немецкой марки был равен 0,6796 долл. за DM. Четыре цены использования ниже спотовой цены (по кассовым сделкам), а три выше. Способность владельца опциона "колл" или "пут" покупать или продавать валюту по фиксированной цене исполнения обеспечивает ему хедж, или спекулятивную позицию. В случае опциона "колл", если действительная цена существенно возрастает относительно цены использования, владелец может использовать право по контракту и продать валюту по курсу "спот" для получения прибыли. В другом случае владелец, ожидающий возрастания премии по опциону "колл", может продать контракт, получив при этом прибыль, которая будет примерно равной той прибыли, которую бы он получил, если бы использовал опцион, а затем продал валюту на рынке "спот".

В зависимости от соотношения цены использования опциона (владельца) и его цены "спот" в валюте исполнения сделки, может сложиться три типа ситуации:

- цена использования опциона совпадает с рыночной (at the money);
- цена использования опциона выгоднее рыночной (in the money);
- соотношение цены использования опциона и рыночной цены делает использование опциона невыгодным (out of the money).

Если цена использования такая же, как и цена "спот" в данной валюте, говорят, что цена использования опциона совпадает с рыночной (at the money). Если опцион дает владельцу прибыль во время использования, говорят, что цена использования опциона выгоднее рыночной (in the money). Для опциона "колл" это означает, что цена использования опциона ниже цены "спот" в данной валюте, а для опциона "пут" это означает, что цена использования опциона выше цены "спот" в валюте проведения сделки. Если использование опциона приносит владельцу убытки, говорят, что соотношение цены использования опциона и рыночной цены делает использование опциона невыгодным (out of the money). Другими словами, цена использования опциона "колл" должна быть выше цены "спот" данной валюты, а цена использования опциона "пут" — ниже.

В табл. 5.3. представлены премии по опционам на немецкие марки за 15 ноября 1996 г. Нужно заметить, что указано семь различных цен использования опционов, начиная от 0,66 долл. за 1 DM и кончая 0,69 долл. за 1 DM. Каждый желающий осуществить хеджирование открытой позиции может купить опционы "колл" или "пут" на немецкие марки по семи различным ценам использования.

Рассмотрев столбцы, "ноябрь", "декабрь" и "март", мы увидим, что опционы "колл" и "пут" имеют различные сроки исполнения (ноябрь 1990 г., декабрь 1990 г. и март 1991 г.). Компания или инвестор, желающий покрыть "короткую позицию" в немецких марках, срок по которой наступает в декабре, может купить опцион "колл" с ценой использования, составляющей 0,67 долл. за 1 DM, и премией, равной 0,0144 долл. Так как опционы на немецкие марки продаются на стандартное количество этой валюты (62500 DM), покупка одного опционного контракта "колл" обойдется в 900,0 (0,0144 × 62500) долл.

В трех столбцах правой части табл. 5.3. представлены премии по опционам "пут", имеющим те же сроки исполнения и цены использования, что и опционы "колл". Например, опцион "пут", действительный до декабря 1990 г., с ценой использования, рав-

ной 0,67 долл. за 1 DM, имеет стоимость, составляющую 0,0054 долл. за 1 DM. Цена покупки одного такого контракта на 62500 марок составит 337,50 ($0,0054 \times 62500$) долл.

При покупке опционов маржа не устанавливается. Покупатель платит премию за опцион "колл" или "пут", и, если владелец опциона продает его, он получит средства в зависимости от размера премии по данному опциону в данный момент времени.

Факторы, контролирующие опционные премии

Согласно публикации Банка международных расчетов (Recent Innovations in International Banking, апрель 1986 г.), стоимость опциона состоит из двух компонентов: внутренняя стоимость и временная стоимость. Внутренняя стоимость — это финансовая прибыль от немедленного исполнения опциона. Она отражает разницу между ценой использования опциона и рыночной ценой "спот" данной валюты. Например, внутренняя стоимость опциона "колл" на немецкие марки с ценой использования, равной 0,66 долл. за 1 DM, и рыночной ценой, составляющей 0,6796 долл., будет равна 0,0196 долл. (1,96 цента) за 1 немецкую марку (табл. 5.4.). Внутренняя стоимость снижается до нуля, если рыночная цена равна цене использования опциона (в табл. 5.3 все три опциона "колл" имеют цену исполнения, равную 0,68 долл.). Внутренняя стоимость является наименьшей ценой продажи опциона.

Временная стоимость связана с возможностью такого изменения цены данной валюты за оставшийся срок действия опционного контракта, при котором его стоимость увеличивается. Например, ситуация, когда соотношение цены использования опциона и рыночной цены делало использование опциона невыгодным, может измениться и перейти в ситуацию равенства цены использования опциона и рыночной цены или в ситуацию, когда цена использования опциона выгоднее рыночной. Временная стоимость опциона всегда больше нуля. Поэтому цена продажи опциона обычно превышает его внутреннюю стоимость.

Временная и внутренняя стоимость опциона могут быть подсчитаны отдельно. Этот подсчет содержит следующие этапы:

- 1) подсчет внутренней стоимости (цена "спот" минус цена исполнения опциона);
- 2) определение разницы между внутренней и общей стоимостью, и
- 3) величина, полученная на втором этапе, составит временную стоимость.

Например, рассмотрим три опциона "колл" на немецкие марки с ценой исполнения, равной 0,66 долл. (табл. 5.4), и общими стоимостями (премиями), представленными в столбце 1. Опцион "колл", действительный до ноября 1990 г., имеет общую стоимость, равную 2,01 цента. Мы получим величину внутренней стоимости, если вычислим разность между ценой "спот" данной валюты и ценой исполнения ($67,96 - 66,00 = 1,96$ цента). Временная стоимость — это разность между общей стоимостью (премией) и внутренней стоимостью: $2,01 - 1,96 = 0,05$, или 0,05 цента за 1 DM.

Для подсчета стоимости опциона обычно используется модель опционного ценообразования Блэка-Шольца ("Black-Scholes" option pricing model). Такие модели направлены на объяснение внутренней и временной стоимости опциона. При объяснении премий по валютным опционам эти модели используют пять переменных величин:

1. Разница между ценой "спот" данной валюты по кассовым сделкам и ценой исполнения опциона. Чем она больше, тем больше внутренняя стоимость опциона.
2. Срок действия. При прочих равных условиях опционные контракты с большим сроком имеют большую стоимость, чем опционы с меньшим сроком.

ТАБЛИЦА 5.4 ПОДСЧЕТ ВНУТРЕННЕЙ И ВРЕМЕННОЙ СТОИМОСТИ ОПЦИОНОВ "КОЛЛ" НА НЕМЕЦКИЕ МАРКИ (ЦЕНТОВ ЗА МАРКУ, ЦЕНА ИСПОЛНЕНИЯ ОПЦИОНА РАВНА 0,66 ДОЛЛ.)

Срок исполнения опциона	Общая стоимость	Внутренняя стоимость	Временная стоимость
	(1)	(2)	(1) – (2) = (3)
Ноябрь 1990 г.	2,01	67,96 – 66,00 = 1,96	0,05
Декабрь 1990 г.	2,12	67,96 – 66,00 = 1,96	0,16
Март 1991 г.	2,71	67,96 – 66,00 = 1,96	0,75

3. Относительные процентные ставки по двум валютам, включенным в опционный контракт. В случае опционных контрактов на немецкие марки, оцененных в американских долларах, стоимость опционов "колл" повышается, а опционов "пут" понижается при увеличении разницы между процентными ставками по двум валютам. Эта зависимость объясняется тем, что иностранная валюта имеет форвардную премию, или дисконт относительно внутренней валюты. Эта премия, или дисконт, определяется относительными процентными ставками¹.
4. Изменчивость цены (обменного курса) данного актива. Чаще всего стоимость валютного опциона связана с изменениями цены данного актива. Образование цены опциона находится под влиянием характера изменения цены актива. Такое непостоянство курсов валют принято называть "изменчивостью". Изменчивость цены измеряется с помощью среднего квадратического отклонения.
5. Равновесие между спросом и предложением опционных контрактов может изменяться в зависимости от нескольких факторов. Они включают сезонные, циклические и эпизодические события.

Спекуляции с опционами "колл"

Валютные опционы могут использоваться для спекуляций. Спекулянт-покупатель может либо использовать опцион, либо позволить сроку по нему истечь. Спекулянт исполнит опцион, когда это ему выгодно, т. е. когда цена использования опциона будет выгоднее рыночной. При повышении цены "спот" данной валюты по кассовым сделкам спекулянт — владелец опциона "колл" сможет получать все большую и большую прибыль. Потенциальная прибыль неограничена. Однако при понижении цены "спот" данной валюты владелец опциона может его использовать до истечения по нему срока. В этом случае убытки владельца опциона ограничиваются величиной уплаченной премии. Эту взаимосвязь иллюстрирует рис. 5.3.

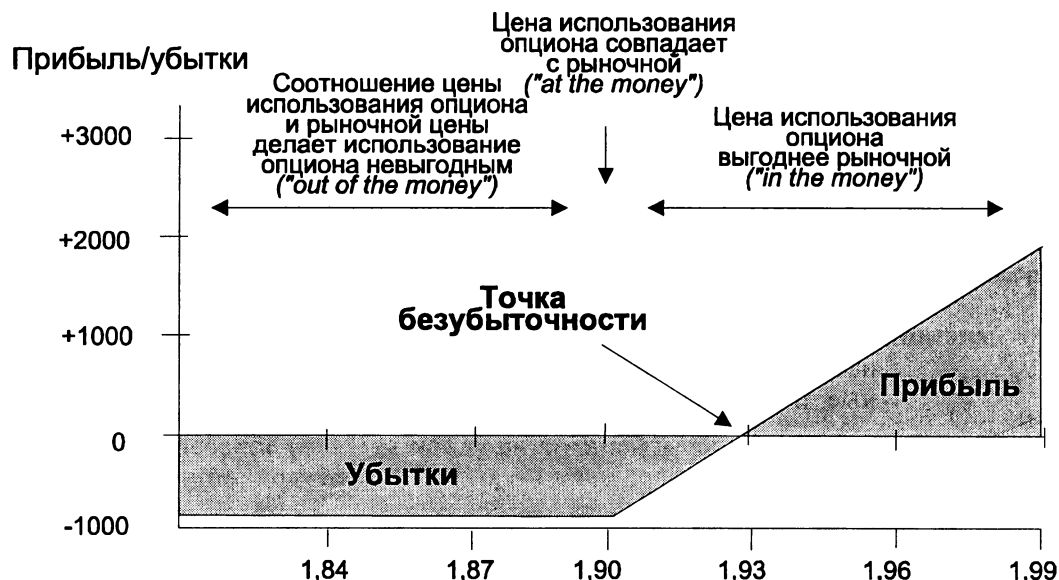
Представим, что спекулянт купил опцион "колл" на 31250 фунтов стерлингов с ценой использования, равной 1,90 долл., и сроком 3 месяца. Стоимость опциона составит 937,50 долл. (3,0 цента × 31250 фунтов стерлингов). На рис. 5.3 на вертикальной оси отложены прибыль или убытки, а на горизонтальной — цены "спот". В данном примере спекулянт не будет использовать опцион, если по истечении по нему срока цена по

¹ Банк международных расчетов (Recent Innovations in International Banking) (April 1986): 70—71.

кассовым сделкам будет равной 1,84 долл., так как будет существовать возможность купить фунты стерлингов на рынке “спот” по более низкой цене. Убытки спекулянта будут ограничены премией, уплаченной за опцион. По цене “спот” 1,90 долл. и ниже потери спекулянта будут ограничены размером от уплаченной премии.

Если бы по истечении срока контракта цена “спот” составила 1,96 долл., спекулянт использовал бы опцион. Спекулянт заплатил бы 59375,00 долл. при покупке 31 250 фунтов стерлингов по цене исполнения, равной 1,90 долл. Эти 31 250 фунтов стерлингов могли бы быть проданы на рынке кассовых сделок за 61250,00 (1,96 долл. × 31250) долл. Это обеспечило бы суммарную прибыль, равную 1875,00 долл., и чистую прибыль, равную 937,50 долл. после вычета стоимости премии, составляющей 937,50 долл.

Валюта: фунт стерлингов
Объем контракта: 31 250 фунтов стерлингов (Филадельфийская биржа, Philadelphia Exchange)
Цена исполнения: 1,90 долл. US
Премия (цена): 3,0 цента за 1 фунт стерлингов (937,50 долл. за контракт)



Отток средств	937,50	937,50	937,5	937,50	937,50	937,50
Премия использования опциона	0	0	0	59375,00	59375,00	59375,0
Приток средств						
Доход от продажи фунтов стерлингов	0	0	0	60312,50	61250,0	62187,5
Чистая прибыль/убытки	-937,50	-937,50	-937,50	0	+937,50	+1875,0

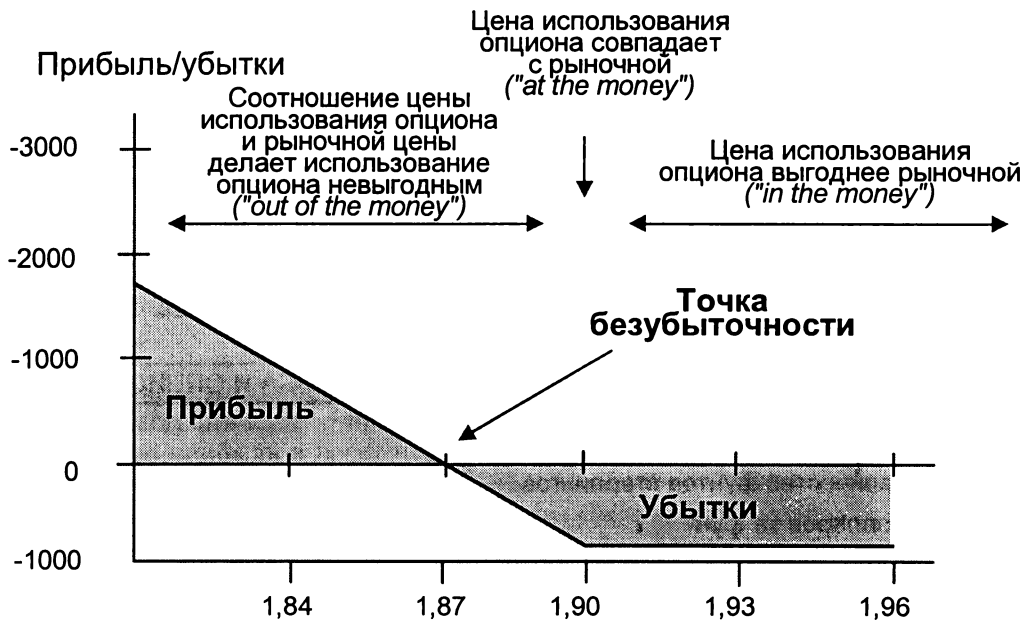
РИС. 5.3. ОПЦИОН "КОЛЛ": ПРИБЫЛЬ И УБЫТКИ, ПОЛУЧАЕМЫЕ ПРИ НЕКОТОРЫХ ЦЕНАХ "СПОТ" ФУНТА СТЕРЛИНГОВ ПО КАССОВЫМ СДЕЛКАМ

Спекуляции с опционами "пут"

Валютные опционы "пут" также могут использоваться для спекуляций. Возможный результат такой деятельности представлен на рис. 5.4. Спекулянт — владелец опциона "пут" надеется продать валюту по цене исполнения опциона в тот момент, когда она будет выше рыночной.

На рис. 5.4 спекулянт купил опцион "пут" на 31 250 фунтов стерлингов с ценой исполнения, равной 1,90 долл. Если спот-курс фунта стерлингов понизится до 1,84 долл., то владелец опциона "пут" может купить 31250 фунтов стерлингов по цене "спот" за 57 500 ($1,84 \times 31\,250$) долл., передать фунты стерлингов продавцу опциона "пут" и получить 5375 долл. Чистая прибыль от этой сделки составит 937,50 долл.

Валюта: фунт стерлингов
 Объем контракта: 31 250 фунтов стерлингов (Филадельфийская биржа (Philadelphia Exchange))
 Цена исполнения: 1,90 долл. US
 Премия (цена): 3,0 цента за фунт стерлингов (937,50 долл. за контракт)



Отток средств	937,50	937,50	937,50	937,50	937,50
Премия покупка "спот"	57 500,00	58 437,50	0	0	0
Приток средств	59 375,00	59 375,0	0	0	0
Исполнение опциона					
Чистая прибыль/убытки	+937,50	0	-937,50	-937,50	-937,50

РИС. 5. 4. ОПЦИОН "ПУТ" ПРИБЫЛЬ И УБЫТКИ, ПОЛУЧАЕМЫЕ ПРИ НЕКОТОРЫХ ЦЕНАХ ФУНТА СТЕРЛИНГОВ

Нет смысла использовать опцион "пут" при цене "спот", равной 1,90 долл. и выше. В этом случае спекулянт потеряет премию по опциону.

При ценах "спот" от 1,87 до 1,90 долл. спекулянт использует опцион "пут", компенсируя часть премии, первоначально уплаченной за опцион.

Сравнение опционов и фьючерсных контрактов

В этом разделе мы сравним валютные фьючерсы и валютные опционы. Компания, которая заинтересована в хеджировании или спекуляциях на увеличении стоимости фунта стерлингов, может купить фьючерсный контракт на фунты стерлингов или стерлинговый опцион "колл". Сравнение этих позиций и издержки, которые понесет компания, представлены в табл. 5.5. В стоимость опциона "колл" включена премия, которая должна быть по нему уплачена, равная 937,50 долл., а фьючерсный контракт предполагает процентные начисления на маржу в размере 74,22 долл. Кроме того, если валютный фьючерс или опцион "колл" приобретаются с чисто спекулятивной целью, без компенсирующей "короткой позиции" в этой валюте, потенциальные доходы и убытки по фьючерсу и опциону будут сильно различаться. Стоимость валютного фьючерса может уменьшиться или увеличиться. Поэтому потенциальные доходы и убытки могут быть значительными. В то же время убытки по опциону "колл" составляют ограниченную сумму (премию), а потенциальный доход не ограничен.

Наконец, мы проведем обзор позиций покупателя или продавца опционов "колл" и "пут" (рис. 5.5). Возвращаясь к стерлинговым опционам, рассмотренным на рис. 5.3 и 5.4, мы увидим, что покупатель опциона "колл" несет ограниченные убытки (основанные на размере премии, уплаченной за опцион) и получает неограниченную прибыль (рис. 5.5А). Продавец опциона "колл" получает ограниченную прибыль (премию) и несет потенциальные неограниченные убытки (рис. 5.5Б).

ТАБЛИЦА 5.5 СРАВНЕНИЕ СТОИМОСТИ ВАЛЮТНОГО ФЬУЧЕРСА И ОПЦИОНА "КОЛЛ"

Стоимость фьючерсного контракта	
Количество фунтов стерлингов	31250
Долларов за фунт	<u>1,90</u>
Стоимость контракта в долларах	59375,00
Стоимость фьючерсного контракта	
5%-ная маржа	2968,75
10%-ные начисления на маржу	296,87
10%-ные начисления (3 месяца)	74,22
Стоимость опционного контракта "колл"	
Количество фунтов стерлингов	31250
Премия (за единицу валюты)	<u>3,0 цента</u>
Базовая стоимость 3-месячного опциона "колл"	937,50 долл.
Отношение стоимости опциона "колл" к стоимости фьючерсного контракта ($937,50/74,22 = 12,6$)	12,6

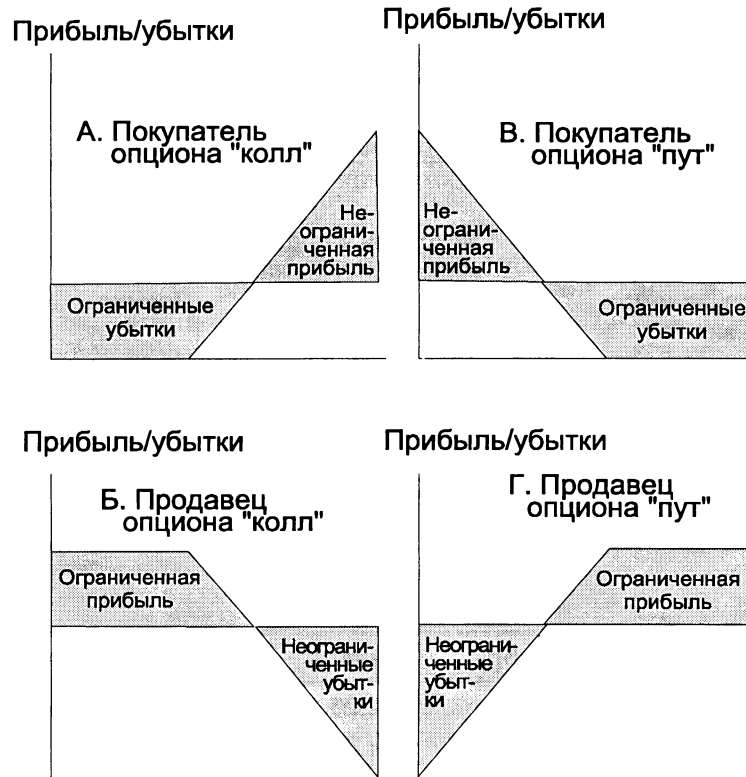


РИС. 5.5. ОБЗОР ВОЗМОЖНЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОКУПАТЕЛЯ И ПРОДАВЦА ОПЦИОНОВ "КОЛЛ" И "ПУТ"

Покупатель опциона "пут" несет ограниченные убытки (уплаченная премия) и получает неограниченную прибыль (рис. 5.5В). Продавец опциона "пут" получает ограниченную прибыль и несет неограниченные потенциальные убытки (рис. 5.5Г).

ОПЦИОНЫ ПО ФЬЮЧЕРСАМ

Мы уже отметили, что валютные опционы и фьючерсы можно использовать для хеджирования открытых валютных позиций или спекуляций на изменениях цен конкретных валют. Валютный фьючерсный контракт имеет относительно небольшую стоимость в форме брокерской комиссии, которая уплачивается фирмам, действующим на рынке фьючерсов (табл. 5.6). Кроме того, существует начальная маржа и поддерживающая маржа. Если компенсационная сделка не заключается до истечения срока по фьючерсному контракту, владелец контракта должен будет произвести расчет.

В случае валютного опциона начальная премия выплачивается продавцу опционного контракта, а комиссии — в процессе торговли валютными опционами на бирже (см. табл. 5.6). Однако маржа здесь не выплачивается. Кроме того, владелец опциона может не использовать его и использовать рынок "спот", если это представляется более выгодным.

ТАБЛИЦА 5.6 СРАВНЕНИЕ ФЬЮЧЕРСОВ, ОПЦИОНОВ И ОПЦИОНОВ ПО ФЬЮЧЕРСАМ, ПРОДАЮЩИХСЯ НА БИРЖЕ

	Валютные фьючерсы	Валютные опционы	Опционы по фьючерсам
Стоимость сделки	Брокерская комиссия	Брокерская комиссия	Брокерская комиссия
Требуемая маржа	Исходная и поддерживающая маржа	Нет	Нет
Уплачиваемая премия	Нет	Премия	Премия
Расчет при наступлении срока исполнения контракта	Требуется, если не осуществлена компенсирующая сделка	Не требуется	Не требуется

ТАБЛИЦА 5.7 ЦЕНЫ НА ФЬЮЧЕРСНЫЕ ОПЦИОНЫ НА НЕМЕЦКИЕ МАРКИ (IMM), 125000 DM, ЦЕНТОВ ЗА 1 МАРКУ

Цена исполнения	Опционы "колл"			Опционы "пут"		
	Декабрь	Январь	Март	Декабрь	Январь	Март
6600	2,11	2,23	2,72	0,16	0,50	1,02
6650	1,70	1,89	—	0,25	—	—
6700	1,34	1,57	2,13	0,39	0,84	1,41
6750	1,01	1,29	—	0,56	1,05	—
6800	0,74	1,04	1,63	0,79	1,30	1,89

Подсчет объема: 11155, объем торговли во вторник: 2645 опционов "колл", 3161 опцион "пут".
Сумма открытых позиций во вторник: 54962 опциона "колл", 78813 опционов "пут".

Источник: Wall Street Journal.

Опционы по фьючерсам обеспечивают лицам, желающим провести хеджирование, и спекулянтам третью возможность. Если лицо, собирающееся осуществить хеджирование, имеет "короткую позицию" в данной валюте и хочет защититься от повышения цены данной валюты, оно может купить опцион "колл" по фьючерсному контракту на эту валюту. Например, ТНК США должна заплатить DM 375 000 в январе 1991 г., т. е. через 3 месяца. Курс "спот" немецкой марки составляет 0,6700 долл., и казначей корпорации обеспокоен возможным ростом курса марки. Фирма может купить любой из нескольких опционов "колл" (срок по которым истекает в январе 1991 г.) с ценой исполнения от 0,6600 до 0,6800 долл.

Цены на опционы по фьючерсам на немецкие марки представлены в табл. 5.7.

Цена использования 6600 долл. в табл. 5.7 значит, что контракт имеет цену использования, равную 0,6600 долл. за 1 DM. В рассматриваемый день контракты "колл", срок по которым истекает в декабре, оцениваются в 2,11 цента за 1 марку. Контракты "колл" с ценой использования от 6600 до 6800 долл. в рассматриваемый день оценивались от 2,11 до 0,74 цента за 1 марку. Противоположная ситуация сложилась для контрактов "пут".

Срок использования опционов по фьючерсам влияет на их стоимость. Этот инструмент работает так же, как и в случае простых опционов (табл. 5.3 и 5.4). При увеличении срока использования цена опционов "колл" и "пут" повышается.

Теперь представим, что ТНК купила опцион "колл" по фьючерсу на марки, срок по которому истекает в январе, с ценой использования, равной 6700 долл. (на 125 000 DM). В этом случае она заплатит $125\,000\text{ DM} \times 0,0157\text{ долл.} = 1962,50\text{ долл.}$ Если по наступлении срока исполнения контракта (январь 1991 г.) немецкая марка будет стоить 0,71 долл., фирма может использовать опцион, чтобы приобрести фьючерс. Затем она может использовать фьючерсный контракт для приобретения немецких марок. Ее прибыль будет равна разности между ценой "спот" и ценой использования за вычетом определенной суммы (премия, уплаченная за опцион, плюс биржевые комиссии) и умноженной на количество немецких марок в опционе и фьючерском контракте. Расчеты будут производиться следующим образом:

Прибыль = [(цена "спот" – цена использования) – премия по опциону] \times 125 000.

Прибыль = [(0,71 – 0,67) – 0,0157] \times 125 000.

Прибыль = 0,0243 \times 125 000 = 3037,50 – 50,00 (комиссия).

Прибыль = 2987,50.

ВАЛЮТНЫЕ СВОПЫ

С 1981 г. рынок валютных свопов получил значительное развитие. В этом разделе мы рассмотрим валютные свопы, так как они играют большую роль в защите открытых валютных позиций, в основном в течение среднесрочных и более длительных периодов. Процентные свопы мы рассмотрим в главе 7 в связи с займами на международном рынке облигаций.

Валютные свопы впервые были применены Международным банком реконструкции и развития (МБРР), одним из крупнейших заемщиков на мировых финансовых рынках. При использовании валютных свопов МБРР получает два основных преимущества: 1) они повышают ликвидность долгосрочного рынка большинства валют и 2) являются более эффективным средством защиты валютных позиций, чем традиционные меры¹.

Участник рынка заключает своповую сделку, чтобы обменять один вид средств на другой, который ему более необходим. При осуществлении своповых сделок МБРР действует по общепринятому образцу. Банк обычно занимает валюту с высокой номинальной процентной ставкой (американские доллары или фунты стерлингов) на евторынках или внутренних рынках капитала. Затем он конвертирует полученные средства (американские доллары) в нужную ему валюту путем обмена долларов на валютном рынке "спот" на эту валюту (швейцарские франки).

В 80-х годах главной целью МБРР было получение возможности действия в качестве ссудодателя валют с низкими процентными ставками, такими как немецкие марки или швейцарские франки. В результате страна-заемщик была менее обременена долгами и могла оплатить большее количество внешних долгов.

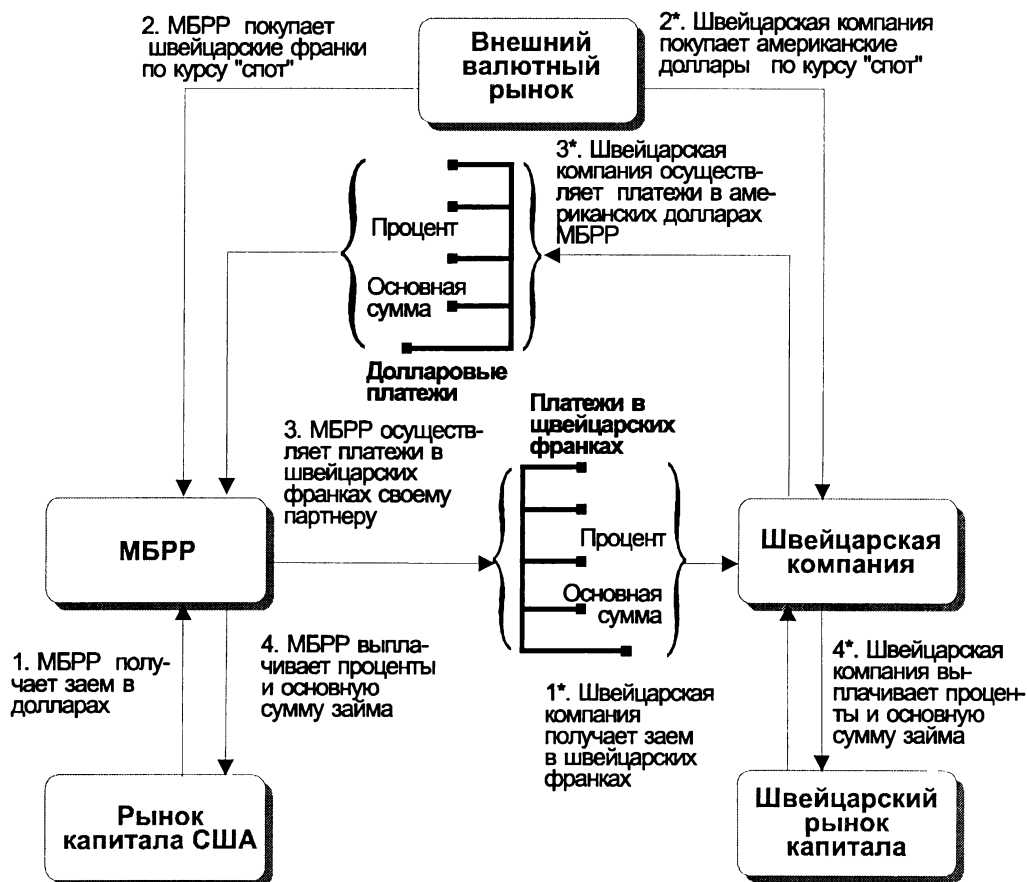
Для обеспечения контроля над своими открытыми валютными позициями МБРР использует различные механизмы хеджирования, включая валютные свопы. Валютные свопы дают ему возможность получать займы в валюте с высокими ставками процента, а именно в долларах и фунтах стерлингов, заключать сделки с выгодными партнерами (обычно с заемщиками с высокой кредитной способностью, имеющими прямой доступ к рынкам швейцарских франков и немецких марок) и давать ссуды в нужной валюте заемщикам из развивающихся стран.

¹ D. Block & C. Wallich, Currency Swaps, World Bank (Number 640, 1984): 1–2.

Типичная своповая сделка в общих чертах показана на рис. 5.6. Представим, что МБРР получил ссуду в американских долларах из расчета 10% годовых. Швейцарская компания получила ссуду в размере 100 млн. швейцарских франков из расчета 6% годовых и собирается обменять эти средства на доллары для использования своим североамериканским филиалом. Обе стороны решили предпринять следующий валютный своп на 100 млн. швейцарских франков:

	Год	Сумма, проданная МБРР швейцарскому партнеру	Сумма, полученная МБРР от швейцарского партнера
Сделки "spot"	0	\$ 50,0 млн. ¹	SF 100,0 млн. ¹
Форвардный контракт	1	SF 6,0 млн.	\$ 5,0 млн.
	2	SF 6,0 млн.	\$ 5,0 млн.
	3	SF 6,0 млн.	\$ 5,0 млн.
	4	SF 6,0 млн.	\$ 5,0 млн.
	5	SF 106,0 млн.	\$ 55,0 млн.

¹Обменный курс во время заключения свопового соглашения составлял \$ 1=SF 2.0.



Эта схема иллюстрирует типичный своп денежных обязательств с фиксированными процентными ставками американского доллара и швейцарского франка

РИС. 5.6. СВОПЫ

До осуществления свопа МБРР и швейцарская компания получили займы в тех валютах, которые бы хотели обменять. МБРР использовал эти средства для покупки швейцарских франков. Мы должны помнить, что при типичном валютном свопе обменивается не начальный капитал, а только средства, полученные в долг.

Типичная операция представлена на рис. 5.6.

Каждая из сторон получает ссуду в той валюте, которую собирается обменять (1 и 1*). Затем каждая сторона использует эти средства для покупки валюты, которая ей нужна (2 и 2*). Заключаются форвардные контракты (3 и 3*), по которым процент начисляется только в первые четыре года, а выплата основной суммы и процентных начислений происходит на пятый год. Платежи МБРР швейцарской компании во франках используются ею для погашения своего обязательства во франках, а долларовые поступления МБРР от швейцарской компании используются для выплаты его задолженности в долларах (4 и 4*).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

С тех пор как в 70-х годах была введена система плавающих обменных курсов, возрастающее внимание уделяется нахождению методов хеджирования валютных рисков. При этом выделяется два основных подхода. Первый предполагает заключение сделок по форвардным валютным контрактам, второй — торговлю стандартизированными валютными контрактами на организованных для этого рынках.

Валютные фьючерсные контракты позволяют зафиксировать стоимость данной валюты до ее поставки в будущем. Фьючерсные контракты стандартизированы, и торговля ими осуществляется на организованной бирже. Владелец фьючерсного контракта может продать его на ликвидном рынке, тем самым обеспечивая при необходимости возможность изменения спекулятивной позиции или позиции хеджирования.

Фьючерсные контракты обеспечивают необходимые услуги участникам биржевого рынка. Эти услуги включают определение цены, ликвидность и защиту клиента. Требования маржи также является одним из элементов защиты клиента. Биржа, на которой осуществляется торговля фьючерсными контрактами, устанавливает их условия.

Валютные опционы дают своему владельцу право использования их до истечения по ним срока. Опцион "колл" обеспечивает своему владельцу право купить валюту по цене использования. Опцион "пут" позволяет владельцу продать валюту по цене использования. В опционном контракте участвует две стороны: продавец опциона и его покупатель, (хеджер или спекулянт). Опционные премии состоят из двух компонентов: внутренней стоимости и временной стоимости.

Опцион по фьючерсу обеспечивает другую альтернативу хеджирования. Покупка такого опциона дает покупателю право его исполнения, т. е. возможность продать или купить фьючерсный контракт. С 1981 г. большое развитие получил рынок валютных свопов. При осуществлении валютного свопа партнеры по сделке используют полученные займы для покупки необходимой им валюты.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Какие виды инструментов хеджирования и спекуляций существуют для страхования валютных рисков? Почему появилось так много видов этих инструментов?
2. Какие преимущества дает использование валютных фьючерсов? Чем они отличаются от валютных форвардных контрактов?
3. Какие услуги предоставляют фьючерсные биржи, на которых покупаются и продаются валютные фьючерсные контракты?
4. Каким образом фьючерсные биржи осуществляют защиту клиента? Какие виды рисков страхуются?
5. Почему имеют такое значение условия валютных фьючерсных контрактов?
6. Опишите, каким образом корпорация, инвестор или спекулянт могут использовать валютный фьючерсный контракт для снижения риска или получения прибыли.
7. Американский инвестор купил ценные бумаги в немецких марках на 10 млн. DM на рынке капитала Германии. Он опасается снижения стоимости немецкой марки и может продавать фьючерсы с поставкой через 6 месяцев по 0,6763 долл. Текущая цена марки "спот" составляет 0,6785 долл. Какова будет годовая процентная стоимость такого хеджирования? Брокерские издержки составляют 150 долл.
8. Какова разница между покупкой валютного фьючерса и валютного опциона? Что лучше использовать для спекуляций?
9. Проведите различие между позициями продавца и покупателя валютного опциона.
10. Опишите три элемента, от которых зависит успех спекулятивной деятельности или хеджирования при покупке валютного опциона.
11. Что подразумевается под ситуациями, обозначенными терминами "in the money", "at the money", "out of the money"?
12. Спекулянт покупает опцион "колл" на немецкие марки по цене 0,03 долл. за единицу валюты. Цена использования опциона составляет 0,66 долл., а курс "спот" 1 марки к моменту исполнения — 0,72 долл. Общий объем опциона равен 62500 марок. Какова будет чистая прибыль спекулянта?
13. Спекулянт продал опцион "колл" на швейцарские франки по 0,01 долл. за единицу валюты. Цена использования опциона составляла 0,66 долл., а курс "спот" к моменту исполнения — 0,80 долл. Предположим, что спекулянт купил марки по цене "спот", равной 0,80 долл., для передачи по исполненному опциону. Общий объем опциона составляет 62500 марок. Какую чистую прибыль получил продавец опциона "колл"?
14. Спекулянт купил опцион "пут" на немецкие марки по 0,02 долл. за единицу валюты. Цена использования опциона составляла 0,48 долл., а курс "спот" к моменту исполнения — 0,44 долл. Общий объем опциона составляет 62500 марок. Какую сумму составит чистая прибыль по опциону "пут"?
15. Спекулянт продал опцион "пут" на швейцарские франки по 0,4 долл. за единицу. Цена использования опциона составляла 0,75 долл., а курс "спот" к моменту исполнения — 0,70 долл. Предположим, что после получения швейцарских франков он их продал. Общий объем опциона на франки составляет 62500 единиц. Какую чистую прибыль получил продавец опциона "пут"?

16. Проведите различие между внутренней и временной стоимостью опциона, с помощью которых определяется его цена. Подсчитайте внутреннюю и временную стоимость опциона на фунты стерлингов, оцененного в 3,86 цента с ценой использования, равной 1,80 долл., и ценой “спот”, составляющей 1,83 долл.
17. Опишите факторы модели Блэка-Шольца для определения цены опциона, которые используются для объяснения стоимости опциона.
18. Объясните, каким образом опционы по фьючерсам обеспечивают возможность хеджирования валютной позиции. Сравните опционы по фьючерсам с простыми опционами.
19. Что такое валютный своп? Почему для проведения свопа потребности партнеров должны сочетаться?
20. Могут ли валютные свопы полностью заменять валютные фьючерсы? Объясните.

Краткая библиография

- Bank for International Settlements. *Recent Innovations in International Banking*. Basel, April 1986.
- Black, F. and M. Scholes. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // *Journal of Political Economy*, May-June 1973.
- Bock, David and Christine Wallich. *Currency Swaps*. World Bank, Staff Working Papers No. 640, 1984.
- Chicago Mercantile Exchange *Spreads on Currency Futures* // Chicago, 1988.
- Chicago Mercantile Exchange, *A World Marketplace* // Chicago, 1990.
- Cornell, Bradford and Marc Reinganum. Forward and Future Prices // *Journal of Finance*, December 1981.
- Garman, Mark and Steven Kohlhagen. Foreign Currency Option Values // *Journal of International Money and Finance*, December 1983.
- Loosigian, Allen M. *Foreign Exchange Futures*. Homewood // IL: Dow-Jones Irwin, 1981.
- Stoll, Hans R. and Robert R. Whaley. *Futures and Options* // Cincinnati: Southwestern, 1991.

Рынок евровалюты и оффшорные банки

ВВЕДЕНИЕ

Эта глава преследует несколько целей, в том числе: 1) рассмотрение особенностей рынка евровалюты и оффшорных банковских групп в контексте мировых финансов; 2) анализ размеров, роста, развития и значения рынка евровалюты и оффшорных банковских групп; 3) рассмотрение структуры и операций рынка евровалюты, в том числе депозитных инструментов, межбанковской торговли и международного кредитования; 4) объяснение специфической банковской и финансовой деятельности главнейших рынков евровалюты и оффшорных банковских рынков; 5) краткий обзор международного сотрудничества в области политики на финансовых рынках в 90-х годах.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Провести обзор мировых финансовых рынков и взаимосвязи их компонентов.
2. Объяснить особенности рынка евровалюты и оффшорных банковских групп.
3. Оценить значение рынка евровалюты для его участников, международного движения капитала, мировых экономических тенденций и национальной экономической политики различных стран.
4. Рассмотреть различные аспекты рынка евровалюты: структуру, функции, депозитные и кредитные инструменты, размеры, операции и риски.
5. Проследить процесс образования синдицированных займов на многонациональных, многовалютных рынках.
6. Изучить основные черты, географическое расположение и развитие рынков евровалюты и оффшорных банковских рынков, которые делают необходимым межправительственное сотрудничество в области политики, проводимой на финансовых рынках.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
• евровалюта ¹	• программы выпуска евронот (NIFs)
• евробанки ²	• оффшорный банковский рынок
• международный евровалютный межбанковский рынок	• рециклирование нефтедолларов
• евродолларовый арбитраж ³	• ставка процента первичного рынка
• евродепозитные сертификаты (euro-CDs)	• правило "Кью" ⁵
• краткосрочные коммерческие евровекселя ⁴	• источники возобновляемого кредита
	• ставка процента вторичного рынка
	• синдицированные банковские кредиты ⁶

СОКРАЩЕНИЯ	
BIS	— Банк международных расчетов (Швейцария)
СД	— депозитный сертификат
ЧИПС (CHIPS)	— электронная система межбанковских клиринговых расчетов
ЕСР	— краткосрочные коммерческие евровекселя
ЭКЮ	— европейская валютная единица
GMAC	— акцептная корпорация "Дженерал моторс" (General Motors Acceptance corporation)
IBF	— система международных банковских "зон" (подразделений банков) с льготным режимом (США)
IMM	— Международный денежный рынок, подразделение Чикагской товарной биржи (CME)
JOM	— японский оффшорный рынок
LIBOR	— лондонская ставка предложения по межбанковским депозитам
LIFFE	— Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов
LLR	— последний кредитор в критической ситуации
MTN	— среднесрочные евровекселя
RUFs	— источники возобновляемого кредита
SHIFT	— система осуществления межбанковских переводов (System for Handling Interbank Transfer)
SIBOR	— сингапурская ставка предложения по межбанковским депозитам
SIMEX	— Сингапурская международная финансовая биржа

ОБЗОР МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Компоненты мировых финансовых рынков

Мировые финансовые рынки состоят из пяти главных частей: национальных финансовых рынков, традиционных международных финансовых рынков, международных валютных рынков, еврорынков и оффшорных банковских рынков (рис. 6.1).

Национальные финансовые рынки включают рынки краткосрочного и долгосрочного ссудного капитала, национальные валютные рынки и некоторые вторичные рынки (включая рынки финансовых опционов и фьючерсов). Эти рынки функционируют в рамках ограничений правительственной экономической политики.

¹ Валютные средства западноевропейской страны в банках других стран, используемые в сфере международного банковского кредита (Прим. перев.).

² Евробанк — дочерний банк нескольких банков различных стран, не подчиняющийся банковскому регулированию страны пребывания.

³ Арбитраж, арбитражные операции — покупка и продажа валюты, ценных бумаг или товаров на различных рынках с целью получить прибыль.

⁴ Простые векселя, выпускаемые международными компаниями.

⁵ Американское правило, запрещающее банкам платить процент по вкладам до востребования или со сроком менее 30 дней.

⁶ Предоставленные совместно группой банков.

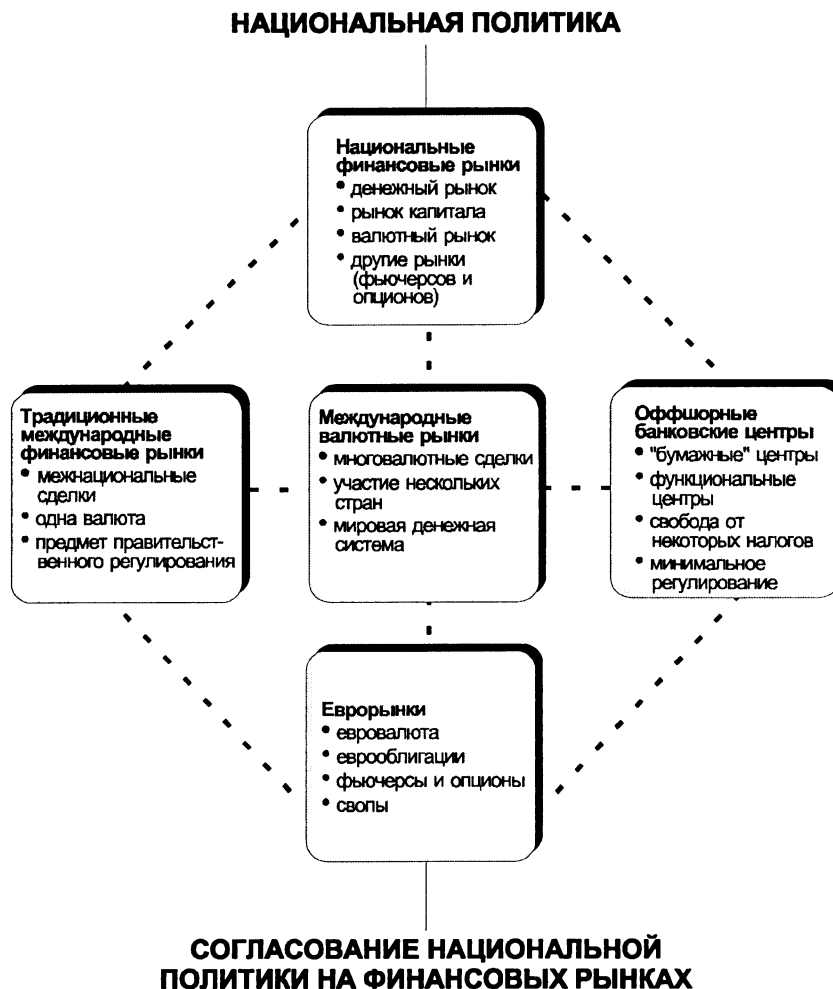


РИС. 6.1. ОБЗОР МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

На традиционных финансовых рынках осуществляются займы и инвестиционные сделки между резидентами двух стран с использованием одной валюты. Эти сделки могут регулироваться правилами, устанавливаемыми этими двумя странами. Например, Японский банк промышленного развития (Industrial Development Bank of Japan) получил заем в фунтах стерлингов на лондонском рынке в XIX в. для финансирования внутреннего экономического развития; Мексиканский национальный банк финансового развития (National Financial (development) Bank of Mexico) получил в 60-х годах заем в американских долларах для финансирования импорта; Банк Китая (Bank of China) в 80-х годах получил ссуду в японских иенах в Токио для покупки оборудования, необходимого для промышленного развития. Международные валютные рынки способствуют одновременной торговле различными валютами в ведущих финансовых центрах, таких как Нью-Йорк, Лондон, Токио и др. По существующей международной денежной системе международные валютные сделки регулируются правилами, устанавливаемыми МВФ, как описано в главах 2 и 4.

Еврорынки включают рынок евровалюты, рынок еврооблигаций, евродолларовые фьючерсы и опционы, валютные и процентные свопы. Евровалюта — это срочный депозит, находящийся в банке, расположенном за пределами страны, в которой выпускается данная валюта. Американские доллары, находящиеся на депозитах в лондонских банках, считаются евродолларами независимо от того, являются ли эти банки филиалами американских банков или британскими банками. Аналогичным образом немецкие марки, находящиеся на депозитах в швейцарских банках, считаются евромарками, а японские иены, депонированные в парижских банках, — евроиенами.

Оффшорные банковские центры можно классифицировать на "бумажные" и "функциональные". "Бумажные" центры хранят документацию, а банковские операции производят в незначительных размерах или не производят вообще. "Функциональные" центры, напротив, занимаются депозитными операциями и предоставлением займов. Оба типа центров помогают перемещать средства из крупных международных финансовых центров, таких как Лондон и Нью-Йорк, конечным заемщикам. Банки используют "бумажные" центры, такие как Багамские и Каймановы острова, для того чтобы минимизировать налоги и избежать регулирования своей деятельности.

Взаимосвязь евrorынков и других рынков

Пять главных взаимосвязанных компонентов мировых финансовых рынков осуществляют финансовые функции различных типов. Евrorынки обычно не подчиняются национальным или внутренним правилам, таким как резервные требования и депозитные страховые сборы. По этой причине евробанки могут действовать более эффективно и с меньшими издержками, чем внутренние банки. Евробанки и внутренние банки являются конкурентами. В результате этой конкуренции возникает зависимость между процентными ставками на евrorынках и внутренних денежных рынках. Например, если ставка по внутренним депозитным сертификатам (СД) в США выше, чем по евродепозитным сертификатам, банки будут стремиться получать займы на евrorынках через свои филиалы за границей. В то же время арбитраж на евrorынках будет поддерживать ставки по евродолларовым кредитам и депозитам в пределах действующих на внутренних рынках.

Также следует заметить, что между традиционными международными финансовыми рынками и евrorынками существует тесная взаимосвязь. Когда международный заемщик хочет получить крупную ссуду, которая не может быть предоставлена одним кредитором, выходом могут быть синдицированные займы на евrorынках. Евrorынки и оффшорные рынки тесно связаны. Они обслуживаются одной и той же группой банков. Оба вида рынков мобилизуют ликвидные средства, выполняют посреднические функции и почти не подчиняются внутреннему регулированию. Международные валютные рынки имеют огромное значение в мировом масштабе. Эти рынки являются центрами всех остальных рынков. В то время как евровалютные рынки являются рынками займов и депозитов, международные валютные рынки обеспечивают базовые средства платежа.

Особенности рынка евровалюты и оффшорных банков

Рынок евровалюты и оффшорные банковские центры обладают следующими специфическими характеристиками:

- 1) минимальное правительственное регулирование и стимулы для нерезидентских участников действовать на рынке;

- 2) средства для привлечения крупных международных коммерческих банков, финансовых учреждений и ТНК к немедленному использованию этих рынков;
- 3) функциональная банковская система, способствующая международным сделкам;
- 4) наличие большого количества финансовых инструментов, обеспечивающих свободу выбора заемщикам и кредиторам: инструменты, сроки их действия, процентные ставки, валюты, приемлемые для их "еврограмм";
- 5) внутренняя политическая стабильность для обеспечения непрерывности операций;
- 6) наличие квалифицированной рабочей силы и коммуникаций для достижения эффективной работы с международным банковским сообществом;
- 7) набор правил, которые необходимо соблюдать для обеспечения минимального национального и внутреннего регулирования и отсутствия на рынках нарушений;
- 8) отсутствие на рынках международного регулирования.

РЫНОК ЕВРОВАЛЮТЫ: ПРОИСХОЖДЕНИЕ, РАЗМЕР И ЗНАЧЕНИЕ

За три последних десятилетия рынок евровалюты стал главным центром международного финансового посредничества. Это событие стало одним из самых значительных явлений в финансовом мире. В последующих разделах рассматривается происхождение, размер и причины стремительного роста евровалютного рынка.

Происхождение рынка евровалюты

В начале 50-х годов советские банки в Западной Европе предпочитали размещать свои вложения в долларах США в британских и французских банках, тем самым защищая себя от риска возможной конфискации средств властями США в случае кризиса. Советские банки избегали работать с американскими банками, так как Советский Союз и США были политическими противниками. Эти первые евробанки использовали простые банковские принципы установления небольшой разницы между процентными ставками дебитору и кредитору.

Развитие евродолларового рынка ускорили три события. Первым событием был запрет правительства Великобритании в 1957 г. британским банкам финансировать торговлю нерезидентов, осуществляемый посредством контроля капитала и валютных средств. Однако британские банки смогли получить преимущество от использования имеющихся долларовых средств для финансирования своих иностранных клиентов. Британские власти могли бы предотвратить развитие этого долларового финансирования, но осознали выгоду от превращения Лондона в ведущий евродолларовый рынок. Вторым событием стало возвращение в 1958 г. Германии, Франции и Италии к конвертируемости валют при формировании общего рынка ЕЭС. Это значило, что их резиденты могли размещать свои долларовые сбережения в коммерческих банках по конкурентным процентным ставкам, вместо того чтобы сдавать их в центральные банки. Третьим событием было введение Федеральной резервной системой США потолка процентных начислений на депозиты во внутренних банках страны. Эти ограничения привели к оттоку долларовых средств в Европу с целью получения больших доходов. Положение Лондона как центра международного денежного рынка продолжало укрепляться из-за притока иностранных кредиторов и заемщиков в 60-х и 70-х годах. Так как евродолларовый рынок продолжал расширяться, на евторынке стали

использоваться и другие валюты, такие как немецкая марка, швейцарский франк, французский франк, британский фунт стерлингов и позднее японская иена, и появилось более широкое понятие — "евровалюта".

Размер и развитие

Объем евравалютного рынка вырос с 12 млрд. долл. в 1964 г. до 3660 млрд. долл. в 1992 г. Развитие евравалютного рынка отражает изменения и тенденции в мировых событиях. За исключением временного снижения активности в 1990 г., вызванного мировым экономическим спадом, в развитии евравалютного рынка отмечается четыре большие "волны" спадов и подъемов: 1964—1973 гг., 1974—1981 гг., 1982—1984 гг., 1985—1992 гг.

Ухудшение платежного баланса США привело к введению контроля за денежными средствами: налога, уравнивающего ставки процента (Interest Equalization Tax (IET)), в 1963 г., добровольного кредитного контроля¹ (Voluntary Credit Control) в 1965 г. и принудительного кредитного контроля (Mandatory Credit Control) в 1968 г. Эти меры повлекли за собой отказ заемщиков от использования финансовых рынков США и стимулировали рост рынка евравалюты. Заемщики-нерезиденты начали поиск альтернативных источников средств, и рынок евравалюты стал прекрасным вариантом. На основании введения принудительного контроля в 1968 г. правительство США ограничило размер инвестирования капитала за границу, что заставило множество американских ТНК искать источники займов за пределами США. В результате евродолларовые процентные ставки возросли и приток средств на рынок увеличился.

В 1969 г. в результате ограничения кредитования в США, коммерческие банки США осуществили заем в размере 16,5 млрд. долл. в своих иностранных отделениях в Европе для ослабления этого давления. В результате на первое время Федеральная резервная система США ввела резервные требования для внутренних банков при получении займов в их филиалах. С 1964 г. по 1973 г. объем евравалютного рынка увеличился с 12 млрд. до 160 млрд. долл., т. е. в 13 раз, из-за увеличения объема кредитования и депозитов (табл. 6.1).

Возможно, самый значительный рост евравалютного рынка наблюдался в 1974—1981 гг., когда его размер увеличился с 221 млрд. до 1155 млрд. долл., и этот 5-кратный рост был вызван рециклированием нефтедолларов и инфляцией. В результате нефтяного кризиса активное сальдо торгового баланса стран — членов ОПЕК за 1974—1981 г. увеличилось до 320 млрд. долл. Эти страны сделали значительные депозитные вклады в международные коммерческие банки, которые в свою очередь предоставили займы развивающимся странам, нуждавшимся в финансировании дефицита платежного баланса. Увеличение объема депозитных вкладов и кредитования в евравалютах стимулировало быстрое расширение евторынков.

ТАБЛИЦА 6.1 РАЗМЕР ЕВРОВАЛЮТНОГО РЫНКА

	1964	1973	1974	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Общий размер рынка, млрд. долл. США	12	160	221	755	1155	1285	1382	1430	1678	2076	2584	3200	3530	3350	3610	3660
Объем евродолларовых средств, % от общего объема	83	73	77	74	79	80	81	82	75	68	61	63	75	59	85	85

Источники. Данные за 1964—1992 гг. взяты из "BIS Annual Report". Остальные данные, за исключением информации за 1980—1986 гг., предоставлены Morgan Guaranty Trust Company и мировыми финансовыми рынками.

¹ Со стороны государства.

Более умеренный рост евровалютного рынка имел место в 1982—1984 гг. Этот период также ознаменовался фундаментальным изменением соотношения спроса и предложения на евровалютном рынке. Во-первых, в результате краха картеля ОПЕК цены на нефть упали с 33 до 12 долл. за 1 баррель. Исчезновение активного сальдо торгового баланса ОПЕК и тяжелое бремя обслуживания долга¹ таких стран-должников, как Мексика, Бразилия и Польша, сопровождалось медленным ростом европейского рынка. Такой низкий рост (с 1285 млрд. до 1430 млрд. долл.) был вызван тем, что банки неохотно предоставляли займы развивающимся странам. Начиная с 1981 г. вследствие возрастания активного сальдо платежного баланса Японии она начала поставлять избыточные средства на мировые финансовые рынки. Американские корпорации также стали поставщиками средств на евровалютный рынок из-за высоких процентных ставок в Европе и возрастания стоимости доллара США за этот период.

Что касается спроса, то уменьшилась роль латиноамериканских стран. Продолжающееся экономическое оживление в странах Восточной Европы привело к увеличению кредитования на рынке, в то время как экономическое процветание США и создание системы международных банковских "зон" (подразделений банков) с льготным режимом (International Banking Facilities (IBFs)) в Нью-Йорке привлекли значительные средства на рынки США.

Евровалютный рынок быстро развивался в 1985—1989 гг. (с 1678 млрд. до 3530 млрд. долл.). По сведениям BIS, рост рынка в 1985—1986 гг. был вызван активной межбанковской торговлей. Оживление в предоставлении синдицированных займов для финансирования слияний и поглощений компаний в развитых странах было главной силой, влияющей на спрос в 1987—1989 гг. Предложение средств в этот период осуществляли главным образом развитые страны, такие как США, Люксембург и Нидерланды. Новым чистым поставщиком средств, вследствие наличия активного сальдо торгового баланса за длительный период, стал Тайвань. В 1990 г. из-за вялости мировой экономики размер евровалютного рынка уменьшился до 3350 млрд. долл. В 1991—1992 гг. постепенное оживление в экономике способствовало увеличению объема евровалютного рынка до 3660 млрд. долл.

Участники рынка

Одной из уникальных черт евровалютного рынка является разнородность его участников. Услугами евробанков пользуется большое количество заемщиков и кредиторов. Участники рынка определяют на нем как спрос, так и предложение. Они включают международные финансовые организации, такие как Международный банк реконструкции и развития (МБРР), центральные и коммерческие банки. Небанковские учреждения, такие как брокерские фирмы, страховые компании, деловые корпорации², правительства, правительственные ведомства и состоятельные лица, также являются участниками евровалютного рынка. Заемщики, кредиторы и финансовые посредники из всех частей света делают евровалютный рынок поистине глобальным финансовым рынком.

Существует несколько причин глобального распространения рынка евровалюты. Во-первых, заемщики и кредиторы стремятся найти место деятельности с минимальным регулированием, такое как оффшорные банковские центры. Евробанки также свободны в предпочтении одного заемщика другому, действуя по концепции максимизации прибыли и допущения рисков. Сильная конкуренция между финансовыми посредниками предотвращает возможность доминирования на рынке одного банка или учреждения.

¹ Выплата процентов и погашение основной суммы.

² Американские корпорации, занятые в производстве или торговле (в отличие от финансовых).

ТАБЛИЦА 6.2 ДОЛЯ ВАЛЮТ ВО ВНЕШНЕМ КРЕДИТОВАНИИ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОМ МЕСТНЫМИ ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВАМИ BIS, 1986—1992 ГГ., %

	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1989 г.	1990 г.	1991 г.	1992 г.
Американский доллар	58,8	48,0	38,3	52,0	37,9	28,5	36,9
Немецкая марка	6,9	8,7	13,8	6,3	7,4	7,1	10,4
Иена	16,4	29,7	23,5	8,3	13,3	12,9	11,2
Швейцарский франк	2,8	0,5	-1,7	7,5	9,3	7,3	5,8
Фунт стерлингов	4,5	3,3	9,2	7,1	8,6	9,1	7,6
ЭКЮ	1,9	2,0	5,0	6,3	7,4	11,1	6,8
Другие валюты	8,7	7,8	11,9	12,5	16,1	24,0	21,3

Источник. Банк международных расчетов, *ОЕСД Financial Market Trends*.

Примечания. 1. Местные представительства BIS исключают кредитование в оффшорных банковских центрах, по которым нет подробных данных.
2. Строка "другие валюты" включает общую сумму недолларовых позиций в банках США, если нет данных о доле в ней других валют.

В то время как размер евровалютного рынка продолжал увеличиваться, доля на нем долларовых средств снизилась с 83% в 1964 г. до 75% в 1989 г. Это явление частично объясняется усилением позиций немецкой марки и иены и ослаблением положения американского доллара начиная с 1985 г. Эта тенденция совпадает с данными о долях валют во внешнем кредитовании, предоставленными местными представительствами BIS, которые даны в табл. 6.2. Ежегодные статистические данные о кредитовании на рынке свидетельствуют, что доля американского доллара на нем снизилась с 58,8% в 1986 г. до 28,5% в 1991 г., в то время как доли немецкой марки и иены значительно возросли. Усиление позиций немецкой марки и иены также привело к увеличению значения германских и японских банков на евровалютном рынке.

Значение в мировой экономике

Евровалютный рынок обычно не подчиняется регулированию и свободен от национальных налогов и резервных требований. Такие благоприятные условия позволяют международным банкам получать преимущество от более низкой стоимости средств. В свою очередь они могут предоставлять кредиты международным заемщикам по более низким ставкам, чем предлагаемые на внутренних рынках денежных средств и капитала. Эффективность такого международного финансового посредничества привела к увеличению на рынке количества депонентов и кредиторов. Евробанки в условиях сильной конкуренции мобилизуют и перемещают мировые средства из тех районов мира, где наблюдается их избыток, туда, где существует дефицит.

Евробанки испытывают трудности, связанные с необходимостью сделать правильный выбор при распределении средств в целях финансирования и кредитования в мировом масштабе. Эти банки также несут рассчитанные риски: риск, связанный с деятельностью в данной стране; риск, связанный с нарушениями закона; валютный риск; риск неплатежеспособности суверенного государства; кредитный риск (риск неплатежа по ссуде) и рыночный риск.

От эффективного размещения средств евробанками выигрывают и кредиторы, и заемщики. Кредиторы получают более высокие доходы, чем на своих внутренних рынках,

а заемщики выигрывают от доступа к средствам с низкой стоимостью. Например, многие развивающиеся страны в 60-х годах получили евродолларовые займы для обеспечения внутреннего экономического развития. В 70-х годах они получили евровалютные займы для финансирования торговли. Страна — импортер капитала могла заметить, что внешние кредиты стимулируют отечественное производство, занятость и рост ВВП, они также помогают распределять доходы при увеличении экономического "пирога".

Многие промышленно развитые страны получают выгоду от деятельности евровалютного рынка. Например, Великобритания имеет финансовый выигрыш от того, что Лондон является центром евровалютного рынка. Итальянские и французские предприятия общественного пользования часто выступают на рынке как заемщики. Даже американские ТНК используют евровалютный рынок как важнейшее средство хранения избыточных средств и финансирования операций во всем мире. Такие корпоративные проекты стимулируют мировую экономику.

Воздействие на национальную денежную политику

Исследования, проведенные Федеральным резервным банком Сент-Луиса¹, выявили следующее. Инфляция возникает тогда, когда расходование средств растет быстрее, чем реальный выпуск продукции. Дополнительное расходование появляется в результате того, что денежная масса растет быстрее, чем объем накоплений населения; евродолларовые сделки могут подхлестнуть инфляцию, только если они понизят рост выпуска продукции или стремление людей накапливать деньги или увеличат количество денег в обращении. Величина, до которой евродолларовый рынок снижает спрос на внутренние валюты, остается неопределенной. Следовательно, если евродолларовый рынок вносит свой вклад в инфляцию, это происходит или посредством увеличения количества денег в обращении, или путем затруднения контроля над количеством в обращении внутренней валюты.

Это исследование также доказывает, что евродолларовая система может предоставлять кредиты путем мультиплицирования своих резервов, но не может создавать деньги, так как их обязательства, в отличие от обязательств внутренних банков, обычно не считаются средствами платежа. Явление мультиплицирования в исследовании используется для изучения влияния евродолларового рынка на денежную массу. При рассмотрении и оценке евродолларового рынка 1973—1979 гг. (период его быстрого роста) выясняется, что движение евродолларовых средств имело лишь незначительное влияние на объем денежной массы в США. Это свидетельствует, что евродолларовый рынок не представляет серьезную угрозу способности Федеральной резервной системы контролировать предложение денег.

Интересный анализ, относительно влияния процентных ставок на национальную денежную политику, содержит исследование *Jornal of Banking and Finance*². Он базируется на ежедневных наблюдениях за доходами по 3-месячным евродолларовым депозитам и передаваемым депозитным сертификатам за период со 2 июля 1973 г. до 30 апреля 1984 г. Это исследование показывает, что эффективность правительственной политики в основном не зависит от уровня существующих процентных ставок или степени изменчивости доходов. Кроме того, доходы по внутренним депозитным сертификатам медленнее реагируют на изменения доходов по евродолларовым активам, чем доходы по евродолларовым активам реагируют на изменения доходов по внутренним депозитным сертификатам. Свидетельств, подтверждающих обратные ут-

¹ Anatool B. Balbach and David H. Resler, "Eurodollars and the U. S. Money Supply", Federal Reserve Bank of St. Louis Review (June/July, 1980): 2-12.

² Peggy E. Swanson, "The International Transmission of Interest Rates", Journal of Banking and Finance, 12 (1988) 563—573, North-Holland.

верждения, найти не удалось. Другими словами, евродолларовый рынок реагирует быстрее и в большей мере на изменения на внутреннем рынке, чем внутренний на изменения на евродолларовом рынке. С точки зрения национальной политики, внутренний рынок США не является независимым от внешнего влияния, но его реакция на это влияние менее значительна и осуществляется медленнее, чем реакция внешних рынков на изменения на внутренних.

Между евровалютным и внешним валютным рынками существует взаимосвязь. Потеря стабильности на одном из рынков окажет дестабилизирующее влияние на другой. Считается, что евровалютный рынок может оказать сильное влияние на внешний валютный рынок, особенно во время финансового кризиса. Например, после краха Херштатт Банк (Herstatt Bank) и Фрэнклин нейшнл бэнк (Franklin National Bank) в 1974—1975 гг. инвесторы получали займы на евровалютном рынке и проводили спекуляции и арбитраж, используя важнейшие валюты, такие как американский доллар и немецкая марка. В 1978 г. властям США пришлось мобилизовать 30 млрд. долл. на международных валютных рынках с целью защиты доллара.

ЕВРОВАЛЮТНЫЕ ДЕПОЗИТНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Начальными целями евробанков, действующих на евровалютном рынке, являются прием вкладов, приведение своих ликвидных позиций в соответствие с ситуацией на межбанковском рынке и выдача кредитов первичным заемщикам с целью получить прибыль. Постоянно меняющиеся процентные ставки и обменные курсы валют делают операции на рынке более рискованными. На рынке всегда существуют риски выдачи или получения избыточных займов и потерь от неверного выбора срока займа. Для того чтобы сбалансировать свои обязательства и управление активами, банки должны выделять значительные средства для осуществления прогнозирования рыночной ситуации и таких факторов, как изменение правительственной политики и законов.

Существует два вида евровалютных депозитных инструментов: срочные депозиты и евродепозитные сертификаты.

Срочные депозиты

Основным инструментом евровалютного рынка является непередаваемый срочный депозит. При использовании срочного депозита депонент вкладывает средства на определенный период времени под определенный процент. Депонент не может получить средства с вклада до оговоренного срока. По истечении этого срока депонент получает основную сумму вложенных средств и процентные начисления. Другие инструменты включают передаваемые депозитные сертификаты (NCDs или просто CDs). Евровалютный рынок является оптовым рынком, поэтому бессрочные вклады на нем не используются. По статистике Банка Англии (Bank of England), непокрытые "чистые" срочные депозиты составляют примерно 90% рынка, а депозитные сертификаты — 10%.

Срок по большинству евровалютных срочных депозитов составляет меньше 1 года. В табл. 6.3 показаны различные по срокам виды евровалютных срочных депозитов: депозиты до востребования, суточные, месячные, 3-месячные, 6-месячные и 12-месячные. Срочные депозиты на срок больше 1 года составляют незначительную часть рынка. Из табл. 6.3 также видно, что ставки по депозитам меняются в зависимости от их сроков и вида валюты. Ставки по депозитам на евровалютном рынке слабо связаны со ставками по депозитам в той же валюте на внутренних рынках. Большинство евровалют-

ных депозитов имеют фиксированные сроки. По истечении срока средства могут быть получены немедленно или в течение суток. Обычно депозит имеет силу в течение двух рабочих дней после окончания действия контракта, и его срок истекает, например, через 90 дней. По истечении срока платеж обычно осуществляется переводом средств в страну, где валюта депозита является внутренней (т. е. США для евродолларов). Минимальный реальный период поставки средств обычно два дня, как и для платежей на валютном рынке, где для поставки требуется два рабочих дня.

ТАБЛИЦА 6.3 ЕВРОВАЛЮТНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

10 июня	Краткосроч- ный период	С уведомлением об изъятии за				
		7 дней	1 месяц	3 месяца	6 месяцев	1 год
Бельгийский франк	$5_{16}^3 - 5_{16}^1$	$5_{16}^3 - 5_{16}^1$	$5_4^1 - 5_8^1$	$5_{16}^7 - 5_{16}^5$	$5_{16}^9 - 5_{16}^7$	$5_4^3 - 5_8^5$
Датская крона	$5_4^1 - 5$	$5_4^3 - 5_2^1$	$6 - 5_4^3$	$6_8^1 - 5_8^7$	$6_4^1 - 6$	$6_4^1 - 6$
Немецкая марка	$5_{16}^1 - 4_{16}^{15}$	$5_{16}^1 - 4_{16}^{15}$	$5_{16}^1 - 4_{16}^{15}$	$5_{16}^1 - 4_{16}^{15}$	$5_{16}^1 - 4_{16}^{15}$	$5_{16}^3 - 5_{16}^1$
Голландский гульден	$5_{16}^3 - 5_{16}^1$	$5_{16}^3 - 5_{16}^1$	$5_8^1 - 5_{32}^1$	$5_8^1 - 5_{32}^1$	$5_8^1 - 5_{16}^1$	$5_{16}^5 - 5_4^1$
Французский франк	$5_{16}^9 - 5_{16}^7$	$5_{16}^9 - 5_{16}^7$	$5_{16}^9 - 5_{16}^7$	$5_{16}^9 - 5_{16}^7$	$5_8^5 - 5_2^1$	$5_{16}^{13} - 5_{16}^{11}$
Португальское эскудо	$15_4^1 - 13_4^3$	$15_4^1 - 13_4^3$	$17 - 15_2^1$	$14_2^1 - 13$	$13_2^1 - 12_2^1$	$12 - 11$
Испанская песета	$7_2^1 - 7_{16}^5$	$7_8^5 - 7_2^1$	$7_8^5 - 7_2^1$	$7_8^5 - 7_2^1$	$7_4^3 - 7_8^5$	$7_{16}^{15} - 7_{16}^{13}$
Фунт стерлингов	$4_4^3 - 4_8^5$	$4_{16}^{13} - 4_{16}^{11}$	$5 - 4_{16}^{15}$	$5_8^1 - 5_{16}^1$	$5_8^3 - 5_{16}^5$	$6_{16}^1 - 5_{16}^{15}$
Швейцарский франк	$3_8^7 - 3_4^3$	$3_{16}^{15} - 3_{16}^{13}$	$4 - 3_8^7$	$4_4^1 - 4_8^1$	$4_8^3 - 4_4^1$	$4_2^1 - 4_8^3$
Канадский доллар	$5_8^5 - 5_8^3$	$5_4^3 - 5_2^1$	$5_4^3 - 5_8^5$	$6 - 5_8^7$	$6_8^3 - 6_4^1$	$7 - 6_8^7$
Доллар США	$4_{16}^3 - 4_{16}^1$	$4_4^1 - 4_8^1$	$4_8^3 - 4_4^1$	$4_{16}^9 - 4_{16}^7$	$4_8^7 - 4_4^3$	$5_2^1 - 5_8^3$
Итальянская лира	$8_2^1 - 7$	$7_4^3 - 7_2^1$	$7_4^3 - 7_8^5$	$7_4^3 - 7_8^5$	$7_8^7 - 7_4^3$	$8_{16}^5 - 8_{16}^3$
Иена	$2_{16}^1 - 2$	$2_{32}^3 - 2_{32}^1$	$2_{32}^3 - 2_{32}^1$	$2_8^1 - 2_{16}^1$	$2_4^1 - 2_{16}^3$	$2_2^1 - 2_{16}^7$
Сингапурский доллар	$3_8^7 - 3_4^3$	$3_8^7 - 3_4^3$	$4_{16}^7 - 4_{16}^5$	$4_4^3 - 4_8^5$	$5_{16}^3 - 5_{16}^1$	$5_{16}^{13} - 5_{16}^{11}$

Ставки по краткосрочным депозитам — это ставки по депозитам до востребования в долларах США и иенах и ставки по депозитам в других валютах с уведомлением об изъятии за два дня.

Депозитные сертификаты

Несмотря на то что большинство евродепозитов являются срочными, депозитные сертификаты играют важную роль из-за их ликвидности на вторичном рынке. Банки часто покупают и продают свои депозитные сертификаты на вторичном рынке для обеспечения ликвидности инвестора, делая их более привлекательными для краткосрочных вкладчиков. Когда евробанк выпускает новый депозитный сертификат, он указывает объем депозита, дату его истечения, процентную ставку и условия ее начисления. Например, если IBM помещает в филиал Ситибанка в Лондоне 5 млн. долл. для покупки депозитного сертификата со ставкой процента, равной 10%, то процентные начисления на этот сертификат могут быть подсчитаны следующим образом:

$$\text{Ставка процента} \times \frac{\text{Число дней до наступления срока платежа}}{\text{Число дней в году}} \times \text{Объем депозита} = \text{Полученные проценты}$$

$$\frac{10}{100} \times \frac{91}{360} \times 5\,000\,000 \text{ долл.} = 126\,388,80 \text{ долл.}$$

Процентная ставка по передаваемым депозитным сертификатам называется ставкой на первичном рынке. Она определяется рыночными факторами и обсуждается эмитентом и депонентом. Ставки по депозитным сертификатам, которые печатаются в газетах, обычно являются ставками на вторичном рынке. В Лондоне большинство депозитных сертификатов выпускаются в долларах США, но существуют сертификаты в британских фунтах стерлингов, японских иенах, гонконгских долларах и ЭКЮ. Западногерманские и швейцарские центральные банки выступают против введения депозитных сертификатов в немецких марках и швейцарских франках, так как такой эластичный и легко передаваемый инструмент, как депозитный сертификат, может стать средством валютных спекуляций. Их существование может также помешать попыткам властей вмешиваться в работу валютного и денежного рынков. Однако депозитные сертификаты стали популярными в Сингапуре, Нассау и Токио.

Существует три вида депозитных сертификатов: тэп (tap), транш (tranche) и ролловер (rollover). Депозитные сертификаты "тэп" имеют фиксированные сроки. Суммы по традиционным депозитным сертификатам "тэп" достигают 1 млн. долл. и выше. Они обычно используются крупными международными депонентами.

Термин "транш" означает, что депозитные сертификаты делятся на несколько частей и используются инвесторами, оперирующими небольшими суммами. Инвесторы покупают депозитные сертификаты "транш" через брокеров или инвестиционных банкиров.

Депозитные сертификаты "ролловер" являются контрактными депозитами, и их условия согласовываются эмитентом и депонентом. Инвестор покупает депозитный сертификат у эмитента на длительный срок с плавающими процентными ставками, определяемыми по рыночным условиям на момент, когда наступает срок платежа по депозитному сертификату и необходимо его продление.

Многие депозитные сертификаты, например в долларах и иенах, выпускаются в Лондоне. Согласно ежеквартальному бюллетеню Bank of England, объем нестерлинговых депозитных сертификатов и других краткосрочных векселей (не являющихся еврокоммерческими бумагами), выпущенных в Лондоне, возрос с 114 млрд. долл. в 1986 г. до 155 млрд. долл. в 1988 г. Из этого объема 50% было зарегистрировано в банках Великобритании, 24% — в японских банках, 8% — в американских и 18% — в

остальных иностранных банках¹. Евробанки в Лондоне, выпускающие евродолларовые депозитные сертификаты для увеличения средств международного кредитования, получают от этого множество преимуществ. Лондонские депозитные сертификаты, отвечающие обычным стандартам, и сертификаты со сроками более 7 дней не облагаются налогами и гербовым сбором.

Расчет по долларovým депозитным сертификатам осуществляется переводом средств в Нью-Йорк, обычно через ЧИПС (электронную систему межбанковских клиринговых расчетов), хотя некоторые платежи производятся и через Федвайе (Fedwire). Действительный платеж производится в тот день, когда депозитный сертификат в Лондоне представляется к оплате. Первый Чикагский клиринговый центр (First Chicago Clearing center) в настоящее время является главной организацией, осуществляющей расчеты и клиринг. Лишь небольшое число лондонских депозитных сертификатов, вероятно 5—10%, обслуживаются через евроклиринг (Euroclear) или через систему клиринга по еврооблигациям (CEDEL).

ЕВРОВАЛЮТНЫЙ МЕЖБАНКОВСКИЙ РЫНОК

Евровалютный межбанковский рынок играет ведущую роль в передвижении средств от кредиторов в одной стране к заемщикам в другой. Свыше 1000 банков более чем из 50 различных стран являются участниками этого рынка. Основные валюты, использующиеся в межбанковской торговле, — это доллары США, японские иены, немецкие марки, британские фунты стерлингов, швейцарские франки, французские франки и голландские гульденy.

Важную роль на межбанковском рынке играют евродолларовые фьючерсы и опционы. Они были введены в 1972 г. Международным денежным рынком (ИММ), подразделением Чикагской товарной биржи. В 1984 г. Сингапурская международная финансовая биржа (SIMEX) при содействии ИММ создала свой собственный рынок финансовых фьючерсов и опционов. Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE) открылась в сентябре 1982 г. и быстро стала самой крупной фьючерсной биржей за пределами США. Биржи США, Великобритании и Сингапура находятся в различных часовых поясах, способствуя межбанковской торговле в мировом масштабе.

Расчеты по всем сделкам на евродолларовом рынке производятся с помощью электронной системы межбанковских клиринговых расчетов, что позволяет регистрировать их в США. Международная межбанковская электронная система платежей (СВИФТ) обеспечивает необходимую поддержку при осуществлении межбанковских платежей и денежных переводов посредством работы своей высокоскоростной компьютеризованной системы передачи сообщений (описание см. в главе 4). Система СВИФТ объединяет несколько тысяч банков, расположенных по всему миру, обеспечивая быструю доставку сообщений. Эти сообщения включают платежные инструкции, подтверждения получения средств и указания о том, как осуществлять международные платежи.

Значение рынка

В табл. 6.4 представлены данные о международном межбанковском кредитовании по объему и в процентах от суммарного объема международного кредитования. В 1986 г. межбанковское кредитование составило 79% общего объема кредитования, а в 1990 г. —

¹ Bank of England, Quarterly Bulletin (August 1989): Table 3.1—3.6.

55%. Суммарный объем рынка международного межбанковского кредитования в 1991 г. составил почти 3,9 трлн. долл., или 52% полного объема невыбранной части кредитов.

Исходя из ежегодного отчета BIS, быстрое расширение межбанковского рынка в 1986 г. было обусловлено в основном повышением активности банков в отчетной зоне. Считается, что это необычное оживление на межбанковском рынке было вызвано несколькими факторами: возрастающей ролью банков на рынке ценных бумаг, ожиданиями изменений процентных ставок и арбитражем, увеличивающимся значением японских банков с традиционно высокой долей межбанковских сделок и открытием японского оффшорного рынка (он рассматривается ниже). В 1987 г. межбанковская деятельность все еще составляла почти три четверти полного объема сделок по международному кредитованию. Часть этого увеличения связана со сделками между банками в Японии и в центрах Дальнего Востока, в частности в Гонконге.

Как следует из табл. 6.4, в 1989 г. доля межбанковского рынка в международном рынке кредитования составляла 70%. Однако объем кредитования снизился. Арбитраж между внутренним рынком и рынком евроиены периодически стимулировал межбанковскую активность в рассматриваемом году. Частично снижение активности в 1990—1991 гг. на международном и межбанковском рынках кредитования было вызвано экономическим спадом в США, Японии и Европе.

ТАБЛИЦА 6.4 МЕЖБАНКОВСКОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В ОТЧЕТНОЙ ЗОНЕ BIS, МЛРД. ДОЛЛ.

	Движение капитала				Полный объем невыбранной части кредитов
	1986 г.	1987 г.	1989 г.	1990 г.	1991 г.
Суммарное международное кредитование	654	760	807	714	7497
Международное межбанковское кредитование	520	558	564	396	3887
Межбанковское кредитование, % от суммарного	79	73	70	55	52

Источник. Bank of England Quarterly Bulletin (May 1992):191.

Определение межбанковского рынка

Межбанковская евровалютная торговля осуществляется как в евровалютных центрах, так и между ними. Эта торговля включает вложения капитала в главных конторах и филиалах банков в других странах, так как эти банки финансируют займы небанковским учреждениям. Межбанковская торговля в основном осуществляется банками промышленно развитых стран, а именно стран группы десяти и Швейцарии. По данным BIS, более 50% межбанковских сделок было осуществлено американскими банками совместно с банками "Большой пятерки": Канады, Франции, Германии, Японии и Великобритании.

Структура и функции рынка

Участники рынка — это банки, денежные брокеры, центральные банки или руководящие денежно-кредитные учреждения и крупнейшие корпорации. В периоды, когда

цены на нефть достигали высокого уровня, руководящие денежно-кредитные учреждения стран — членов ОПЕК становились важнейшими поставщиками средств банкам. Иногда некоторые из этих учреждений становились заемщиками. ТНК являлись основными поставщиками и заемщиками краткосрочного капитала банкам. Часто банки пользуются услугами международных денежных брокеров, имеющих связи по всему миру, что обеспечивает быстрое осуществление сделок в постоянно меняющихся условиях финансового мира. Такие сделки осуществляются, когда банкам необходимо немедленно проводить межбанковские сделки, особенно если от скорости их проведения зависит размер вознаграждения.

Евровалютный межбанковский рынок имеет по крайней мере четыре взаимосвязанные функции¹. Первая из них — распределительная. Банки в одной стране, получающие средства от депонентов, могут перемещать их ликвидность другим банкам для окончательного предоставления займов или инвестиций. Вторая функция — это хеджирование, с помощью которого банки могут продавать и покупать активы и обязательства в иностранной валюте с различными сроками действия. Эта функция позволяет им страховать свои открытые позиции от риска неблагоприятных изменений процентных ставок и курсов валют. Третья функция заключается в том, что рынок обеспечивает удобный механизм осуществления займов средств для корректировки статей баланса. Четвертая функция обеспечивает движение средств через межбанковский рынок, что позволяет избежать выполнения таких правил, как резервные требования и депозитные страховые сборы, минимизируя при этом стоимость средств. Международные банки находятся в сильной зависимости от международного межбанковского рынка при предоставлении займов небанковским учреждениям за границей. Например, банк собирается минимизировать налоги на прибыль. При предоставлении займа в стране с высоким уровнем налогов (например, в Великобритании) банк регистрирует его в таком центре, как Каймановы острова, где уровень налогов низок. Эта функция позволяет банкам увеличивать разницу между ставками получения и предоставления кредитов для получения более высокой прибыли.

Как работает рынок

Евровалютный рынок работает через сеть телекоммуникационных линий. Банки в евровалютных центрах по всему миру, особенно в Лондоне, Токио, Гонконге, Сингапуре, Нью-Йорке, Париже и Цюрихе, принимают участие в торгах и предлагают средства другим банкам.

Межбанковские депозиты обычно являются краткосрочными вложениями с фиксированными ставками. Банковские денежные торговцы, или брокеры, обычно размещают эти депозиты на 5—10 млн. долл. Иногда объем такого депозита достигает 50 млн. долл. Торговля ограничивается учреждениями с высокой кредитоспособностью. Сделки заключаются без соблюдения формальностей, и заключения предварительного контракта не требуется. Сделки совершаются в течение нескольких минут или в пределах часа и подтверждаются с помощью телекса всеми участвующими сторонами. Большинство депозитных вложений являются краткосрочными, т. е. производятся на 3 месяца и менее. Депозиты на 6 месяцев или на год встречаются реже. Сделки обычно совершаются под руководством финансового отдела банка.

¹ Подробнее см.: A. Saunders, "The Eurocurrency Interbank Market: Potential for International Crisis?" // Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review* (January/February 1988).

Процентные ставки на евровалютном межбанковском рынке являются конкурентными. Различия в ставках процента между центрами и внутренним и оффшорным рынками устраняются посредством арбитража за короткий период времени, так как торговцы быстро получают информацию друг от друга о неблагоприятных событиях и изменениях спроса и предложения на рынке. По этой причине межбанковские маржи являются очень низкими или вообще не существуют.

В нормальных условиях рынок не только помогает полностью распределить средства, но и обеспечивает ликвидность. Для выполнения таких требований банки обычно сохраняют достаточное количество краткосрочных депозитов для предоставления займов и обеспечения последнего резерва ликвидных средств (включая депозитные сертификаты других банков и межбанковские вложения на различные сроки).

Однако трудности могут появиться во время финансового кризиса. Во время мирового финансового кризиса 1974—1975 гг. на рынке обращалось большое количество депозитов до востребования, которые могли быть отозваны депонентами с уведомлением за один день. После краха Херштатт Банк (Herstatt Bank) в 1974 г. на евровалютном межбанковском рынке была введена практика "ярусных" депозитных ставок. Это значило, что разные евробанки должны были выплачивать различные "ярусы" ставок, определяемые в зависимости от решения участников рынка об их кредитоспособности. В то время межбанковские депозитные ставки отражали существование шести и более различных уровней евробанков в зависимости от этой классификации.

Международные банки, которым для различных целей нужна иностранная валюта, обычно проводят своповую сделку на валютном рынке, которая является наиболее удобным способом получения необходимых средств. Банки получают средства, и при нехватке небанковских заемщиков они могут использовать их на других рынках, таких как своповые. Арбитраж на своповом рынке, использующий депозиты в двух валютах, может быть проиллюстрирован следующим примером.

Лондонский банк получил предложение о размещении стерлингового депозита с процентной ставкой, равной 10%, но в настоящее время он не располагает для этого достаточными кредитными ресурсами. Тем не менее банк может принять вклад, обменивать фунты стерлингов на доллары, вложить полученные средства на американском денежном рынке и расплатиться по форвардному контракту. Банк получит информацию о валютном и денежном рынках. Он может купить фунт стерлингов по курсу "spot", равному 1,5675 долл., и продать его по 90-дневному форвардному контракту по цене 1,5760 долл. При этой сделке банк получит премию в размере 0,0085 долл. (1,5760—5675) за 1 фунт стерлингов. В то же время банк может предоставить 3-месячный долларовый заем в США со ставкой процента, равной 12,5%.

Издержки этой сделки подсчитываются следующим образом:

$$\frac{\text{Курс "форвард"} - \text{Курс "spot"}}{\text{Курс "spot"}} \times \frac{365}{90} \times 100 = \frac{0,0085}{1,5675} \times$$

$$\times \frac{365}{90} \times 100 = 2,199\%.$$

Банк должен выплачивать 10% по вкладу и 2,199% за своп, т. е. всего 12,199%.

Так как банк может предоставить заем под 12,5%, он получит прибыль, которая в данной сделке составит приблизительно 0,30% (12,5%—12,199%). Если размер стерлингового депозита составляет 1 000 000 фунтов стерлингов, то при осуществлении этой сделки банк получит прибыль в размере 3000 фунтов стерлингов.

Осуществляемый на международном межбанковском рынке евродолларовый арбитраж может быть классифицирован как внешний или внутренний в зависимости от направления движения средств. Примером внешнего арбитража может служить деятельность банка, который приобретает внутренние средства посредством выпуска крупных депозитных сертификатов и редепонирует их в своих оффшорных филиалах. Если затем филиалы редепонируют эти средства на межбанковском еврорынке или предоставляют ссуды небанковским заемщикам, внешний арбитраж увеличивает размер мирового сводного баланса банка. Несмотря на то что внешний арбитраж связан с издержками на внутреннем рынке депозитных сертификатов, американский банк может использовать и другие источники, например коммерческие бумаги холдинг-компаний, владеющих акциями банка.

Внутренний арбитраж осуществляется, когда американские банки перемещают свои средства из внутренних источников во внешние. Когда на внутреннем рынке существует устойчивый спрос и ставки по депозитным сертификатам высоки, активные международные банки США быстро переключают свое внимание на евродолларовый межбанковский рынок, где стоимость средств ниже. Эта техника управления обязательствами типична для внутреннего арбитража и способствует достижению тесной связи между внешней и внутренней стоимостью средств, приобретаемых американскими банками (см. дополнение 6.1).

Риски, связанные с операциями на рынке, и последний кредитор в критической ситуации

Банки — участники межбанковского рынка несут некоторые риски, которые включают риск неплатежеспособности; рыночный риск; риск, связанный с деятельностью в данной стране; валютный риск; риск возникновения кризиса; риск ликвидности и политический риск. Эти риски описываются и иллюстрируются ниже в дополнении 6.2.

Для снижения этих рисков банки, действующие на межбанковском рынке, часто создают комитет "пассивов и активов" ("Asset-Liability" Committee), куда входят их главные конторы. Этот комитет работает при содействии экспертов в различных сферах деятельности: экономистов, бухгалтеров, юристов и т. д. Очень важно, чтобы банк собирал информацию обо всех изменениях, происходящих в мире, для того чтобы вырабатывать и осуществлять правильную антирисковую политику. Способность банка урегулировать кризисные ситуации усиливается, если он сотрудничает с другими банками и центральным банком.

Так как межбанковский кризис может воздействовать на национальную банковскую систему, роль центрального банка как последнего кредитора в критической ситуации становится жизненно важной. В качестве последнего кредитора к критической ситуации центральные банки предоставляют краткосрочные кредиты неликвидным банкам. Посредством этого они оказывают содействие банкам, находящимся в сложных ситуациях, и укрепляют доверие к себе банковского сообщества. Например, после краха Банка Херштатта (Herstatt Bank) в 1974 г. Базельский комитет (действующий при Банке международных расчетов), в состав которого входили центральные банки группы десяти промышленно развитых стран, установил принципы надзора за банками, проводимого центральными банками, и надзора за ликвидностью, проводимого соответствующими руководящими денежно-кредитными учреждениями.

Дополнение 6.1 ВНЕШНИЙ И ВНУТРЕННИЙ АРБИТРАЖ

Стимулы к осуществлению внешнего или внутреннего банковского арбитража лучше проиллюстрировать несколькими примерами с числовыми данными.

Внешний арбитраж

Имеется следующая информация:

Трехмесячная ставка процента вторичного рынка по депозитным сертификатам	= 10,00% (CD_{us})
Трехмесячная ставка предложения по евродолларовым вложениям	= 12,00% (ED_{BID}).
Страховая премия Федеральной корпорации по страхованию депозитов (FDIC)	= 0,037% (P_{FDIC}).
Резервные требования к депозитным сертификатам	= 8% = 0,08 (R_{CD}).

Чтобы определить, существует ли стимул к внешнему арбитражу, подсчитаем фактическую стоимость внутренних средств:

$$\text{Фактическая стоимость внутренних средств} = \frac{CD_{us} + P_{FDIC}}{1 - R_{CD}},$$

$$\frac{10,00\% + 0,037\%}{(1 - 0,08)} = 10,91\%.$$

Эти расчеты показывают, что банк может получить прибыль в размере 109 базовых пунктов.

Прибыль от осуществления внешнего арбитража = Ставка предложения по евродолларовым вложениям — Фактическая стоимость внутренних средств = 12,00% — 10,91%. Если банки захотят устранить эту возможность арбитража, они будут назначать по депозитным сертификатам повышенные ставки и снижать ставки по евродолларовым вложениям до тех пор, пока стимул к арбитражу не исчезнет. Например:

Трехмесячная ставка процента вторичного рынка по депозитным сертификатам	= 10,50%.
Трехмесячная ставка предложения по евродолларовым вложениям	= 11,45%.

При этих данных фактическая стоимость внутренних средств составляет:

$$\text{Фактическая стоимость} = \frac{CD_{us} + P_{FDIC}}{1 - R_{CD}}.$$

$(10,50\% + 0,037\%) / (1 - 0,08) = 11,45\%$. Фактическая стоимость внутренних средств теперь равна внешней стоимости этих средств, и стимула к внешнему арбитражу не существует. Заметьте, что в результате банковского арбитража разница между ставками по внутренним и евродолларовым вложениям уменьшилась с 200 до 95 базовых пунктов. При прочих равных условиях это может выражать понижение стимулов американских депонентов размещать средства в оффшорных центрах и повышение стимулов американских заемщиков приобретать средства в оффшорных центрах.

Дополнение 6.1 ВНЕШНИЙ И ВНУТРЕННИЙ АРБИТРАЖ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)**Внутренний арбитраж**

Предположим, имеется следующая информация:

Трехмесячная ставка процента вторичного рынка по депозитным сертификатам	= 10,0%.
Трехмесячная ставка предложения по евродолларовым вложениям	= 10,30%.
Страховая премия FDIC	= 0,037%.
Резервные требования к депозитным сертификатам	= 12% = 0,12.
Резервные требования к евродолларовым вложениям	= 6% = 0,06 (ED _{RR}).

Чтобы определить, существует ли стимул к внутреннему арбитражу, нужно подсчитать фактическую стоимость внутренних и внешних средств:

$$\text{Фактическая стоимость внутренних средств} = 10,00\% + \frac{0,037\%}{(1 - 0,12)} = 11,40\%,$$

$$\text{Фактическая стоимость внешних средств} = \frac{10,30\%}{(1 - 0,06)} = 10,96\%.$$

Несмотря на то что номинальная стоимость евродолларовых средств на 30 базовых пунктов выше номинальной стоимости внутренних средств, **фактическая** стоимость евродолларовых средств на 44 базовых пункта **ниже** фактической стоимости внутренних средств. У американских банков будет стимул к приобретению евродолларов в своих оффшорных филиалах вместо выпуска новых депозитных сертификатов. Эта деятельность будет оказывать повышающее воздействие на евродолларовую ставку и понижающее воздействие на ставку по депозитным сертификатам до тех пор, пока фактические стоимости средств не станут равными. Например:

Трехмесячная ставка процента вторичного рынка по депозитным сертификатам	= 9,90%.
Трехмесячная ставка предложения по евродолларовым вложениям	= 10,61%.

$$\text{Фактическая стоимость внутренних средств} = \frac{CD_{US} + P_{FDIC}}{1 - R_{CD}}.$$

$$\text{Фактическая стоимость евродолларовых средств} = \frac{ED_{bid}}{1 - ED_{RR}}.$$

Фактическая стоимость внутренних средств сейчас равняется $(9,90\% + 0,037\%) / (1 - 0,12) = 11,29\%$, а фактическая стоимость евродолларовых средств — $(10,61\%) / (1 - 0,06) = 11,29\%$. Так как они равны, стимула к внутреннему арбитражу не существует. Заметьте, что в результате банковского арбитража разница между ставками по евродолларовым и внутренним вложениям увеличилась от 30 до 71 базового пункта. При прочих равных условиях это может выражать повышение стимулов американских депонентов размещать средства в оффшорных центрах и понижение стимулов американских заемщиков приобретать средства в оффшорных центрах.

Источник. Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review (Summer 1982): 12.

Дополнение 6.2 РИСКИ, КОТОРЫЕ НЕСУТ БАНКИ — УЧАСТНИКИ МЕЖБАНКОВСКОГО РЫНКА

Банки — участники межбанковского рынка несут следующие риски:

1. *Риск неплатежеспособности.* Существует возможность того, что банк или корпорация-заемщик не сможет выплатить заем и проценты по нему. Займы и депозиты на этом рынке не требуют обеспечения.
2. *Рыночный риск.* Неожиданные колебания процентных ставок могут неблагоприятно сказаться на источниках средств банка. У заемщиков могут возникнуть затруднения при выплате кредита, так как межбанковский рынок базируется на плавающих процентных ставках (лондонской ставке предложения по межбанковским депозитам или первичной ставке, которые нестабильны, особенно при существовании инфляции).
3. *Риск, связанный с деятельностью в данной стране.* Страна может запретить своим банкам выплачивать займы или депозиты, полученные в банках других стран (например, это случилось в России в 1919 г., когда произошла революция, и на Кубе в 1961 г.). Ухудшение национального платежного баланса и радикальное уменьшение международных резервов могут помешать дебиторам (включая правительственных заемщиков) выплатить проценты или основные суммы синдицированных займов.
4. *Валютный риск.* Коренные изменения обменных курсов валют могут затруднить банку управление своими активами и пассивами. Например, снижение стоимости американского доллара и повышение стоимости японской иены в 1985—1987 гг. неблагоприятно повлияли на структуру балансов и прибыль многих международных коммерческих банков.
5. *Риск ликвидности.* Неожиданное изъятие банками межбанковских депозитов может заставить банк с целью выполнения своих обязательств распродать активы и понести при этом убытки.
6. *Риск возникновения кризиса.* Когда бы ни возникал мировой финансовый кризис — в 1974 г. (Херштатт Банк и Фрэнклин Нейшнл Бэнк), или долговой кризис слаборазвитых стран в 1982 г. (Мексика и Бразилия), или крахи местных банков в 1984 г. (Континентальный Иллинойс), — всегда существует страх эффекта "домино".
7. *Политический риск.* В 1979 г. власти США заморозили долларové активы Ирана, а 1985 г. — долларové активы Ливии.

ЕВРОВАЛЮТНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ

За последние два десятилетия в кредитовании на евровалютном рынке произошли фундаментальные изменения. В 1960-х годах основными поставщиками средств на рынок были центральные банки и финансовые учреждения Европы, а основными заемщиками — американские коммерческие банки и ТНК, осуществляющие финансирование прямых зарубежных инвестиций. Другие страны, такие как Япония, также получали займы на евровалютном рынке для финансирования торговли. В 1970—1981 гг. основными поставщиками средств на рынок стали страны — члены ОПЕК и небанковские учреждения, а основными заемщиками — импортеры нефти из развитых и разви-

вающихся стран. Канада и Япония в этот период являлись крупными заемщиками средств. Евровалютное кредитование переживало спад в 1982—1983 гг. из-за долгового кризиса, который охватил слаборазвитые страны. В 1984—1985 гг. основными поставщиками и заемщиками средств на рынке были кредитоспособные развитые страны, такие как Швеция, и финансовые учреждения США. В 1986—1987 гг. в структуре международных кредитных потоков снизилась роль рынков долгосрочных ценных бумаг и большее значение приобрели посредничество коммерческих банков и краткосрочные ценные бумаги. В этот период основными источниками средств были небанковские организации Великобритании и США, а основными заемщиками — японские корпорации и банки США. Исходя из табл. 6.5 суммарный объем кредитования на евровалютном рынке увеличивается, особенно за счет синдицированных займов, программ выпуска краткосрочных коммерческих векселей и среднесрочных простых векселей. Эти инструменты рассматриваются в следующих разделах.

ТАБЛИЦА 6.5 ЗАЙМЫ НА ЕВРОВАЛЮТНОМ РЫНКЕ, МЛРД. ДОЛЛ.

Инструменты	1985 г.	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1990 г.	1991 г.	1992 г.
Синдицированные займы	43,0	52,4	91,7	127,1	124,5	116,0	117,9
Программа выпуска евроноут (NIFs)	34,4	24,8	29,0	13,2	4,3	1,9	1,7
Другие обязательства	8,5	4,5	2,2	2,3	2,7	5,8	5,0
Программа выпуска краткосрочных коммерческих векселей	12,6	59,0	55,8	57,3	48,3	35,9	28,9
Программа выпуска среднесрочных простых векселей (MTN)	10,6	8,6	15,2	19,5	17,9	44,3	99,0
Всего	109,1	149,3	193,9	219,4	197,7	203,9	252,5

Источник: OECD Financial Market Trends (February 1991, February 1993).

Синдицированные банковские займы

Возникновение и суть

В конце 60-х годов Банкирский траст (Bankers Trust) организовал первый синдицированный заем для предоставления кредита Австрии. До этого единственным способом для заемщиков получить крупные кредиты был выпуск еврооблигаций. Банки предоставляют синдицированные займы для того, чтобы снизить риск, связанный с ссуживанием денег в общественном секторе. Синдикация позволяет банкам участвовать в предоставлении займов независимо от своего размера, все банки — участники такой сделки несут риски и получают прибыль. Синдикация позволяет заемщику получить крупный кредит, который не может быть предоставлен одним кредитором. Это имело повышенное значение в 70-х годах, когда значительно повысились потребности финансирования дефицитов платежных балансов стран-заемщиков.

Синдицированный заем обычно предоставляется на 3—8 лет. Синдицированные займы составляют 40—58% евровалютных займов, как показано в табл. 6.5. Заемщики стран — членов ОЭСР в 1987—1992 гг. были основными потребителями синдицированных займов (табл. 6.6). Вторым по величине суммы займов заемщиком были слаборазвитые страны, имеющие приемлемую кредитоспособность. Займы, не производимые в форме синдицированных кредитов, предоставляются на более короткие сроки. Несиндицированные займы обычно получают заемщики из частного сектора для финансирования торговли или международных сделок.

ТАБЛИЦА 6.6 ВИДЫ ЗАЕМЩИКОВ СИНДИЦИРОВАННЫХ БАНКОВСКИХ ЗАЙМОВ

Заемщики	1985 г.	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1990 г.	1991 г.	1992 г.
Страны — члены ОЭСР	19,8	36,3	66,8	105,5	101,0	87,8	99,1
Восточная Европа	4,6	2,7	2,9	2,7	3,0	0,1	0,2
ОПЕК	3,0	3,5	2,2	1,3	6,9	15,6	5,0
Другие слаборазвитые страны	13,4	8,4	17,9	14,0	12,9	11,1	11,5
Международные организации развития	1,8	-	1,6	2,5	0,4	0,6	1,0
Другие заемщики	0,4	1,5	0,3	1,1	0,3	0,8	1,1
Всего	43,0	52,4	91,7	127,1	124,5	116,0	117,9

Источник. OECD Financial Market Trends (February 1991, February 1993).

Рост и развитие

Согласно ежегодным отчетам BIS (BIS Annual Reports), рынок синдицированных займов вырос с 4,7 млрд. долл. в 1970 г. до 76 млрд. долл. в 1980 г. благодаря высокой активности заемщиков развивающихся стран, не занимающихся экспортом нефти. После долгового кризиса 1982 г. объем синдицированных банковских займов в 1983—1985 гг. снизился. После 1986 г. он опять повысился, а в 1988 г. достиг 127 млрд. долл. Это был самый высокий показатель за всю историю существования рынка синдицированных займов, и он был обусловлен необычно высоким спросом небанковских учреждений на средства для финансирования слияний и поглощений компаний в Европе и США.

Процедура синдикации

Несмотря на то что рынок еврозаймов имеет комплексную природу, его действие можно объяснить довольно просто. Обзор процедуры синдикации представлен на рис. 6.2.

1. Заемщик должен найти банк-организатор синдицированного займа и согласовать размер займа, валюты и срок, на которое он будет предоставлен.
2. Банк, выступающий главой синдиката, занимается его организацией. Синдикат состоит из банка-организатора, банков-соорганизаторов и банков-участников. После получения от заемщика мандата (поручения банку организовать синдицированный заем) банк — глава синдиката выпускает специальный меморандум, приглашающий к участию в займе банки-соорганизаторы. Эти банки в свою очередь привлекают к участию в займе банки-участники. Организация синдикации может занять от 15 дней до 3 месяцев.
3. После организации займа банк — глава синдиката обычно рассчитывает размер причитающихся каждому банку процентных ставок по займу, которые выплачиваются в соответствии с графиком погашения кредита, устанавливаемом для каждого конкретного займа. Основной валютой синдицированных займов является американский доллар, но некоторые займы могут предоставляться и в других свободно конвертируемых валютах, таких как немецкая марка, японская иена и швейцарский франк. Синдицированные займы могут быть и мультивалютными.

Легальные соглашения

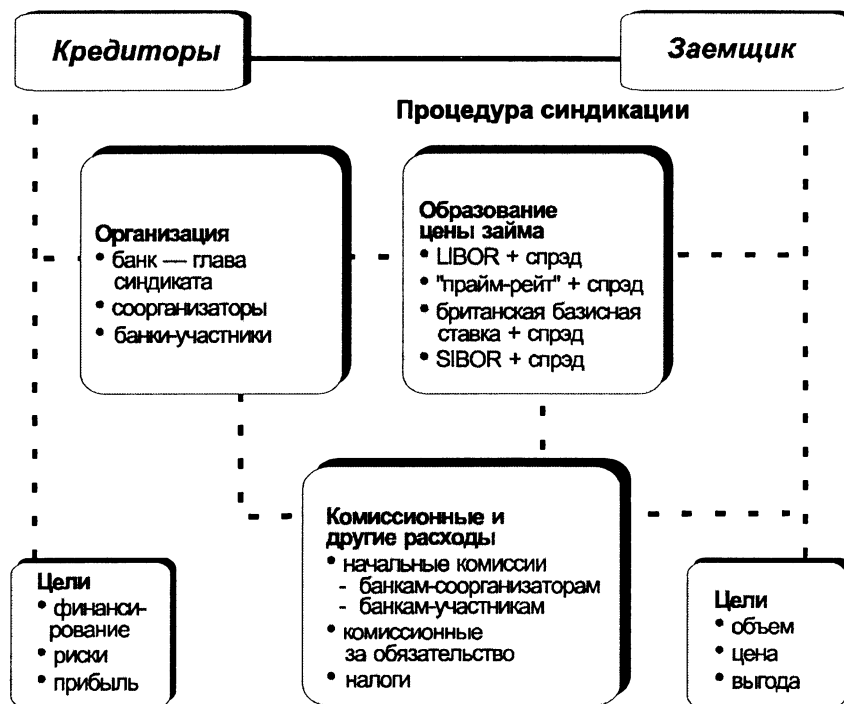


РИС. 6.2. ОРГАНИЗАЦИЯ СИНДИЦИРОВАННОГО ЗАЙМА: ОБЗОР

Образование цены синдицированных займов

Процентные ставки по синдицированным займам обычно вычисляются путем прибавления спреда (различия между ставками, по которым банк получает средства и по которым выдает их) к лондонской ставке предложения по межбанковским депозитам (LIBOR) или к другой стандартной ставке (американской "прайм-рейт", сингапурской ставке предложения по межбанковским депозитам (SIBOR) или британской базисной ставке). Кредиторы обычно предлагают заемщикам широкий выбор относительно структуры цены займов и их размещения. Спред определяется исходя из следующих факторов: 1) является ли этот рынок рынком заемщика или рынком кредитора? 2) какова кредитоспособность заемщика? 3) какова взаимосвязь между процентной ставкой, сроком предоставления займа и размером комиссий? Например, чем дольше срок, на который предоставляется заем, тем выше должна быть процентная ставка из-за неопределенности будущего. Некоторые заемщики предпочитают платить большие комиссии, но меньшие спреды, с тем чтобы убедить кредиторов в своей кредитоспособности. При таком методе образования цены займа заемщикам обычно предоставляется выбор между 3- или 6-месячным периодами регулирования процентной ставки. Обычно величина спреда составляет от 0,50 до 2,50% в зависимости от вышеупомянутых факторов.

В дополнение к проценту по синдицированному займу заемщик должен платить комиссионные вознаграждения банкам — соорганизаторам займа, банкам — участникам займа, комиссионные за обязательство (за невыбранную часть кредита) и налоги. Комис-

сионные вознаграждения банкам — соорганизаторам займа определяются на стадии подписания соглашения о предоставлении займа. Комиссионное вознаграждение банкам-участникам разделяются между всеми банками-участниками в зависимости от их вклада в заем. Комиссионные за обязательства начисляются в процентах от невыбранной части кредита и обычно составляют от 0,25 до 0,50% ежегодно. Другие издержки заемщика включают налоги, которые составляют часть общей стоимости займа.

Цели займов

Банки, действующие на евровалютном рынке кредитования, должны поддерживать свои ликвидные позиции в сбалансированном состоянии и контролировать цены на свои средства. Банку необходимо контролировать доходы от спрэдов и комиссионных. Эти доходы должны компенсировать риски, которые кредиторы несут на рынке (дополнении 6.3). Заемщики, стремясь получить синдицированный евровалютный заем, руководствуются соотношением его цены и капиталоотдачи. Если заемщик не в состоянии производить платежи в соответствии с графиком, определенным соглашением о предоставлении займа, единственным выходом для него является реконструирование долга (пересмотр условий и изменение структуры долга). Заемщик стремится получить кредит по минимально возможной процентной ставке и цене займа.

Дополнение 6.3 МЕТОДЫ СНИЖЕНИЯ РИСКОВ ПРИ ПРЕДОСТАВЛЕНИИ СИНДИЦИРОВАННЫХ ЕВРОКРЕДИТОВ

Финансовые учреждения, действующие на евровалютном рынке, обычно несут определенные риски. Методы снижения рисков при предоставлении синдицированных еврокредитов имеют некоторые особенности по сравнению с мерами снижения рисков при предоставлении займа по фиксированной ставке одним банком. Эти особенности описаны ниже.

РИСКИ ПРИ КРЕДИТОВАНИИ

Вид риска	Источник риска	Стратегия снижения риска
Риск, связанный с деятельностью в данной стране	Способность или желание заемщиков данной страны выполнять свои обязательства	Синдикация кредита и диверсификация общей суммы дебиторской задолженности
Риск, связанный с возможностью неплатежа по ссуде	Способность организации выплачивать свои долги	Синдикация кредита и диверсификация общей суммы дебиторской задолженности
Риск изменения процентных ставок	Несовпадение требований и обязательств по срокам и изменения процентных ставок, которые невозможно спрогнозировать	Приведение в соответствие активов пассивам путем определения цены кредита на ролловерной основе (основе пролонгации)
Риск регулирования ¹	Введение резервных требований или налогов на деятельность банков	Пункт контракта, обязывающий заемщика нести этот риск

¹ Риск изменения практики государственного регулирования (Прим. ред.)
 Источник. Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review (Summer 1980): 47.

Программа выпуска евронот (NIF) и источники возобновляемого кредита (RUF)

Евроноты — это краткосрочные долговые ценные бумаги, выпущенные и гарантированные банками или их резервными соглашениями. В 1985 г. многие корпоративные заемщики испытывали трудности при получении займов на синдицированном рынке из-за существования долгового кризиса слаборазвитых стран. Евроноты привлекали заемщиков, так как они обеспечивали большую ликвидность, достигаемую путем использования активного вторичного рынка, большие гарантии предоставления кредита банка, возможность получения резервных кредитов и более высокую прибыль. Основными организаторами таких сделок были американские банки и инвестиционные банковские дома, доход которых понизился из-за долгового кризиса на синдицированном рынке. Другим нововведением, аналогичным евронотам, стали источники возобновляемого кредита. При их использовании банк — глава синдиката является монопольным агентом по размещению средств. В этом случае заемщик размещает его бумагу в одном банке по фиксированной цене. Все эти евроноты предполагают уплату большого количества комиссионных вознаграждений за обязательства, управление средствами и другие услуги.

Краткосрочные коммерческие евровекселя¹

Краткосрочные коммерческие векселя стали важнейшей частью денежного рынка США около столетия назад и впервые появились на евторынке в начале 80-х годов. В табл. 6.5 представлен объем заимствования средств с использованием простых векселей, выпускаемых международными компаниями (ЕСР), который вырос с 12 млрд. долл. в 1985 г. до 57 млрд. долл. в 1988 г. и снова снизился в 1992 г. из-за увеличения использования среднесрочных евронот, которые рассматриваются в следующем разделе. Этот рост использования краткосрочных коммерческих евровекселей до 1988 г. происходил за счет уменьшения популярности краткосрочных евронот (NIF) и источников возобновляемого кредита (RUF) (других обязательств). Для повышения популярности ЕСР существовало несколько причин. Прежде всего использование ЕСР было выгодно для заемщиков, корпораций и правительств, которые могли получать крупные суммы средств на выгодные им сроки. Стоимость средств обычно была ниже, чем стоимость банковских займов, и гораздо ниже, чем стоимость синдицированных займов. ЕСР в отличие от NIF не требовали специального обеспечения. Большая часть ЕСР выпускалась в американских долларах, и некоторые из этих бумаг предназначались для своповых сделок. Другой причиной увеличения популярности ЕСР было то, что в отличие от более сложных инструментов евторынка (синдицированных займов) их можно было получить быстрее и легче. Повышению популярности рынка ЕСР также способствовала постоянная публикация их курсов Банком Англии (Bank of England), начиная с 1987 г. Качество рынка улучшилось из-за того, что котировки всех ЕСР рассчитывались рейтинговыми компаниями Moody и Standard & Poors. Несмотря на то что нет данных о структуре использования ЕСР инвесторами, известно, что ЕСР использовались крупнейшими объединениями инвесторов в Японии, Европе и Северной Америке.

Краткосрочные коммерческие евровекселя несколько отличаются от внутренних краткосрочных коммерческих векселей. Внутренние краткосрочные коммерческие векселя выпускаются крупными корпорациями, а ЕСР — корпорациями и правительствами. Минимальный размер ЕСР составляет 500 000 долл., а внутренних СР —

¹ Простые векселя, выпускаемые международными компаниями (Прим. перев.).

50 000 долл. Ставки по внутренним СР близки к ставкам по депозитным сертификатам, в то время как ставки по ЕСР ближе к межбанковским ставкам. ЕСР могут выпускаться в любой валюте, а внутренние СР — только во внутренней.

Согласно отчету BIS (BIS Annual Report) за 1992 г., объем использования как внутренних, так и европейских краткосрочных коммерческих векселей значительно увеличился в 1986—1991 гг. Например, в США объем использования СР возрос с 325 млрд. до 528 млрд. долл. За тот же период в Японии объем использования СР вырос с 0 до 99 млрд. долл., а ЕСР — с 13 млрд. до 79 млрд. долл.

Среднесрочные простые векселя (MTN)

MTN были введены акцептной корпорацией "Дженерал моторс" (General Motors Acceptance Corporation) на внутреннем рынке США в 1978 г. Программа выпуска среднесрочных простых векселей в Европе началась в 1986 г., а объем их использования возрос с 8,6 млрд. долл. в 1986 г. до 99 млрд. долл. в 1992 г. (см. табл. 6.5).

Эмитент MTN получает от их выпуска множество преимуществ. MTN имеют высокую ликвидность, приспособляемость и легкость использования. Их сроки варьируются от 9 месяцев до 30 лет, но наиболее часто используются 2- и 3-летние MTN. MTN обычно выпускаются с нулевым купоном (с выплатой процента путем дисконта) или с плавающими или фиксированными ставками и заранее определенными сроками. MTN могут выпускаться в различных валютах, приемлемых для своповых сделок. Они ликвидны, так как внесены в курсовой бюллетень Люксембургской биржи (Luxembourg exchange) и частично — в бюллетени лондонских бирж. Выпуск MTN легко осуществить, так как их можно размещать через международных банковских дилеров. Эмитентами MTN являются корпорации и предприятия общественного пользования США, Великобритании, Франции, Швеции, Японии, Австралии и Канады. Объемы выпуска колеблются от 100 млн. до 1000 млн. долл.

Большинство инвесторов (управляющие финансами и трастовые компании) предпочитают производить 2- и 3-летние вклады и использовать анонимные инструменты на предъявителя. Финансовые учреждения и центральные банки (включая японские организации) также вкладывают средства в MTN из-за их ликвидности и эластичности.

ЕВРОВАЛЮТНЫЕ И ОФФШОРНЫЕ БАНКОВСКИЕ ЦЕНТРЫ

Евровалютный рынок является частью мирового финансового рынка. Оффшорные банковские центры тесно связаны с евровалютным рынком. Однако оффшорные банковские центры можно рассматривать и как отдельную категорию международных финансовых центров, которые выполняют посреднические функции для заемщиков и депонентов. Основной причиной привлекательности оффшорных банковских центров является минимальное официальное регулирование, в том числе практическое отсутствие налогов и контроля за управлением портфелями ценных бумаг банков.

Общие характеристики и географическое месторасположение

Появление оффшорных банковских центров стало самым необычным явлением с 1960 г., когда резко увеличился объем евровалютного рынка. Многие страны, особенно небольшие, обнаружили, что при создании оффшорных банковских центров, обладающих преимуществами, привлекающими иностранные банки, может увели-

читься занятость местного населения. Также выяснилось, что посредством накопления средств от выдачи лицензий, расходов банков и других платежей эти страны могут повысить свой уровень жизни.

Увеличению количества оффшорных банковских центров для евровалютных сделок способствовали их некоторые свойства. Во-первых, отток и приток средств вообще или почти не регулировались. Во-вторых, сделки имели чисто международную основу и не затрагивались внутренней экономической или финансовой политикой. В-третьих, эти центры предлагали высокоэффективные местные и международные средства связи и транспортную инфраструктуру. В-четвертых, оффшорные центры имели хорошие отношения с финансовыми властями промышленно развитых стран. В-пятых, они существовали в условиях внутренней политической стабильности и обеспечивали тайну сделок. В-шестых, они поддерживали политическую стабильность и имели эффективно функционирующие центральные банки. В-седьмых, основным (или альтернативным) языком в оффшорных центрах являлся английский. В-восьмых, оффшорные центры были легко доступны и расположены в часовых поясах, которые часто находились между поясами, где располагались важнейшие рынки. Наконец, эти центры имели высококвалифицированную рабочую силу.

Три основных типа оффшорных рынков

Существует три основных типа оффшорных рынков. Первый предполагает наличие специальных формально установленных договоренностей с такими авторитетными финансовыми центрами, как Токио, Нью-Йорк и Сингапур. Эти рынки обеспечивают международные банковские услуги, что является признаком оффшорных рынков (табл. 6.7). На этих рынках устанавливаются специальные счета отдельно от внутренних, и эти счета являются свободными от ограничений, относящихся к внутреннему финансовому рынку (например, резервные требования).

Второй тип оффшорного рынка — это лондонская модель. В Лондоне, Гонконге и других местах финансовые сделки свободны от ограничений независимо от того, совершаются ли они резидентскими или нерезидентскими участниками рынка. В этих местах оффшорный рынок — это просто оффшорные сделки между нерезидентами, так как внутренние и внешние сделки объединены.

ТАБЛИЦА 6.7 СРАВНЕНИЕ ТИПОВ ОФФШОРНЫХ РЫНКОВ

	Тип Нью-Йорской IBF (внутренние и внешние сделки разделены)			Лондонский тип (внутренние и внешние сделки объединены)		Тип "налоговое убежище"
	Токио, дек. 1986 г.	Нью-Йорк, дек. 1981 г.	Сингапур, нояб. 1968 г.	Лондон, конец 1950-х гг.	Гонконг 1957—1958 гг.	Багамские и Каймановы острова, конец 1960-х годов
Установленное налогообложение	да	да	да	да	да	нет
Корпоративное	да	да	да	да	да	нет
Другое	местный и гербовый сбор					регистрационные взносы и плата за лицензии
Допускается налогообложение деловых ценных бумаг	нет	нет	да	да	да	нет

Источник. Отрывок из *Economist* (February 21, 1987): 83.

Третий тип оффшорного рынка — "налоговое убежище". К этой категории относятся рынки Багамских и Каймановых островов. На этих рынках сделки, совершаемые нерезидентами, вообще не облагаются налогами.

Главные оффшорные банковские центры

Оффшорные банковские центры значительно выросли за период с конца 60-х до 80-х годов за счет роста евровалютного рынка, преимуществ от создания оффшорных банковских единиц в некоторых странах и усилий некоторых стран по привлечению оффшорного банковского бизнеса для развития национальной экономики. Вслед за возникновением в 60-х годах оффшорных рынков в Сингапуре и на Багамских островах они появились в 70-х в Маниле, Бахрейне и на Нормандских островах. Затем, в 1980-х годах, появились оффшорные рынки в Нью-Йорке, Токио и Тайбэе (Тайвань). В табл. 6.8 приведены евровалютные и оффшорные банковские центры, расположенные в Европе, Северной и Южной Америке и Азии. Эти центры играют важную роль в обеспечении движения капитала по всему миру с целью получения прибылей.

В табл. 6.9 показаны объем и доля каждого евровалютного и оффшорного центра в общем объеме. Доля Великобритании снизилась с 21,8% в 1986 г. до 16,3% в 1991 г., а доля Японии возросла с 10,5 до 15,1%. Одновременно доля США, занимающих третье место, снизилась с 14,4 до 9,4% за тот же период. Доля других оффшорных банковских центров возросла от 21,7 до 23,3%. Эти центры включают Сингапур, Гонконг и Тайвань, которые считаются новыми индустриальными странами и осуществляют активную оффшорную банковскую деятельность.

Так как объем этой главы ограничен, следующие разделы мы посвятим рассмотрению только нескольких главных оффшорных банковских центров.

ТАБЛИЦА 6.8 РАСПОЛОЖЕНИЕ ОФФШОРНЫХ БАНКОВСКИХ ЦЕНТРОВ

В конце 1989 г. упомянутые евровалютные и оффшорные банковские центры располагались следующим образом:

Европа

- | | |
|--------------|-----------------------|
| • Лондон | • Франкфурт |
| • Париж | • Брюссель |
| • Швейцария | • Амстердам |
| • Люксембург | • Нормандские острова |

Западное полушарие

- | | |
|--|------------------------------------|
| • Нью-Йорк, Майами, Лос-Анджелес, Сан-Франциско, | |
| • Торонто | • Бермудские острова |
| • Нассау | • Барбадос |
| • Панама | • Антигуа |
| • Каймановы острова | • Нидерландские Антильские острова |

Азия

- | | |
|------------|-----------|
| • Токио | • Манила |
| • Сингапур | • Вануату |
| • Гонконг | • Бахрейн |
| • Тайпэй | |
-

ТАБЛИЦА 6.9 ВНЕШНЕЕ КРЕДИТОВАНИЕ

Млрд. долл., доли в процентах даны курсивом							
	Объем средств 1986 г.	Движение капитала в перерасчете в доллары по обменным курсам					Объем средств 1991 г.
		1987 г.	1988 г.	1989 г.	1990 г.	1991 г.	
По центрам							
Великобритания	21,8	90	33	55	86	-52	16,3
Япония	10,5	167	163	153	73	-36	15,1
США	14,4	32	50	47	-28	7	9,4
Франция	6,2	38	23	55	65	-15	6,6
Швейцария	3,3	17	-	-6	46	-7	6,3
Германия	4,4	17	17	54	73	10	6,1
Люксембург	4,3	19	19	37	42	18	5,0
Бельгия	3,6	17	1	20	23	2	3,2
Нидерланды	2,7	9	8	22	22	7	2,9
Италия	1,8	-2	3	19	2	5	1,5
Оффшорные	21,7	182	121	211	183	-1	23,3
Другие	5,4	11	-3	19	23	6	4,2
Всего	3278	597	436	685	608	-56	6240
<i>В том числе:</i>							
оффшорные	710	182	121	211	183	-1	1456
промышленная сфера	2568	415	315	474	425	-55	4784
По валютам							
Доллар США	58,3	198	123	181	140	-78	45,2
Немецкая марка	12,8	35	43	64	67	-17	14,2
Иена	8,7	128	71	113	43	-23	13,7
Швейцарский франк	6,6	2	-6	-4	19	-7	5,1
Фунт стерлингов	3,2	14	30	24	34	-29	4,2
ЭКЮ	2,1	8	16	21	21	16	3,6
Французский франк	2,1	9	5	16	38	20	3,6
Другие	6,2	24	33	60	64	63	10,4

Источник. Bank of England, *Quarterly Bulletin* (May 1992):193.

Примечание. Первый и последний столбцы показывают объем невыбранной части кредитов. Пять столбцов в середине показывают ежегодный объем кредитования.

Лондон

Лондон является главным международным финансовым центром с хорошо развитыми денежным, валютным рынками и рынком долгосрочного ссудного капитала. Лондонский евровалютный и оффшорный банковский рынок является самым крупным в мире. Лондон имеет все признаки оффшорного банковского центра, в том числе деятельность валютного рынка, поставляющего средства на мировые финансовые рынки и играющего посредническую роль при осуществлении международных займов. Укреплению выдающегося статуса Лондона как оффшорного рынка способствовала политика Банка Англии (Bank of England), направленная на усиление международной роли Лондона. Его либеральная международная банковская политика привлекла большое количество иностранных банков и международных заемщиков, о чем свидетельствует величина активов в иностранной валюте в банковском секторе Великобритании. Исходя из данных табл. 6.10 в июне 1989 г. она составила 54% суммы всех банковских активов, в то время как объем стерлинговых активов составил только 46%.

ТАБЛИЦА 6.10 ВЫБОРОЧНЫЕ ДАННЫЕ О БАЛАНСЕ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА ВЕЛИКОБРИТАНИИ ПО ВИДАМ БАНКОВ, ИЮНЬ 1989 Г., МЛН. ФУНТОВ СТЕРЛИНГОВ

	Общий объем средств	Доля ино- странной валюты, %	Активы в иностранной валюте		
			Ссуды банкам и небанков- ским учрежде- ниям в Вели- кобритании	Внешние займы	Активы в ино- странной валюте
Лондонские клиринговые банки	336857	20	25355	43532	68897
Коммерческие банки Великобритании ¹	48204	33	6219	9486	15705
Другие британские банки	71618	28	6699	13354	20053
Иностранные банки:					
банки США	116762	76	27094	62002	89096
банки Японии	272392	82	39408	183644	223052
другие	317926	67	62250	152053	214303
Всего	1163759		167025	464081	631106
Доля в общем объеме средств, %	100 ²		14	40	54

Источник. Bank of England, Quarterly Bulletin.

¹ Включают учреждения валютного сектора, являющиеся членами Организации британских коммерческих банков (British Merchant Banking) и Ассоциации ценных бумаг (Securities Houses Association) — бывшего Комитета ценных бумаг (Accepting Houses Committee).

² Из 100% общего объема средств активы в иностранной валюте составляют 54%, а в фунтах стерлингов — 46%.

Иностранные банки держат большую долю своих средств в Лондоне в иностранных валютах. Для японских и американских банков эти доли составляют соответственно 82 и 76%. Эти иностранные банки играют значительную роль в финансировании и кредитовании на оффшорном рынке.

Иностранные займы составляют 40% всех средств банковского сектора Великобритании, что является большой величиной по всем стандартам. Большую роль здесь играют японские банки. Объем займов, полученных от них, составляет 183 млрд. долл. при общем объеме активов британских банков, равном 464 млрд. долл. Для сравнения, объем займов, полученных от банков США, составляет примерно одну треть объема займов, полученных от японских банков.

За последние годы положение лондонского оффшорного рынка сильно колебалось из-за развития оффшорного рынка в Токио. В будущем ожидается дальнейшее уменьшение его роли из-за усиления развития европейского континентального оффшорного рынка, который имеет развитые коммуникации и низкую стоимость сделок, что дает преимущество в конкурентной борьбе.

Люксембург

Люксембург не обладает такими размерами и численностью населения, как его европейские соседи. Однако он играет значительную роль на финансовой арене. Являясь одним из главных оффшорных банковских центров, Люксембург к тому же является одним из основателей ЕС и руководителем CEDEL (системы клиринга по еврооблигациям (Eurobond Clearing)) и Европейского инвестиционного банка (EIB).

Несмотря на то что основу его экономики составляло производство, Люксембург начал развивать финансовую сферу. Имея удачное расположение между Францией, Германией и Бельгией и обладая развитыми коммуникациями, населением, говоря-

щим на разных языках, низкой стоимостью жизни, Люксембург привлек множество иностранных банков, инвестиционных фондов и компаний. Значительную роль в этом сыграли возможность заключать финансовые сделки в условиях строгой секретности и низкий уровень налогообложения. Сделки нерезидентов не облагаются подоходным налогом на прибыль от инвестиций и облигационные купоны, налогом на добавленную стоимость при сделках с золотом, гербовым сбором, налогом на увеличение рыночной стоимости капитала, налогом на дивиденды, налогом на имущество; не существует валютного контроля и других ограничений на движение средств. Никакая другая страна ЕЭС, за исключением Голландии, не обладает такими преимуществами. Многие холдинговые компании, управляющие финансами иностранных фирм, создают в Люксембурге свои филиалы. В 1989 г. в Люксембурге действовало 150 банков.

По данным табл. 6.9, суммарное кредитование нерезидентов в Люксембурге за 1987—1990 гг. возросло с 19 млрд. до 42 млрд. долл. В той же таблице показано, что доля Люксембурга в общем объеме международного валютного кредитования (6240 млрд. долл.) составила в 1991 г. 5%, уступая лишь Великобритании, Японии, США, Франции, Швейцарии и Германии. Банки в Люксембурге действуют в основном на евровалютном рынке с большей частью активов и пассивов в немецких марках. Самым крупным из 150 внутренних и иностранных банков является Государственная сберегательная касса (Caisse d'Epargne de L'Etat), которая осуществляет большую часть своей активности, взаимодействуя с небанковским резидентским сектором. Она также оказывает содействие Кредитному институту (Institute Monetaire) при проведении правительственной политики процентных ставок.

В 1989 г. множество иностранных управляющих финансами стремилось в Люксембург с целью попасть на рынок ЕС в 1992 г. Однако Люксембург мог потерять некоторые свои преимущества, если бы ЕС стандартизировало налоговые ставки в регионе.

Другие европейские оффшорные банковские рынки

Франция и Швейцария являются одними из важнейших международных банковских центров в Европе. Согласно табл. 6.9, доля Франции на рынке международного кредитования в 1991 г. составляла 6,6%, а Швейцарии — 6,3%. В Париже расположено большое количество французских и иностранных банков, которые имеют значительную часть своих активов в иностранной валюте и активно осуществляют кредитование нерезидентов. Во Франции нет благоприятной налоговой среды для иностранных банков, и курс французского франка в значительной мере поддерживается и контролируется.

Швейцария является ведущим международным банковским центром с либеральным валютным и налоговым регулированием. Ее рынок облигаций является самым крупным в мире (второе и третье места занимают США и Япония). Швейцарские рынки акций и золота также очень активны. Швейцарский рынок капитала является выгодной альтернативой для евровалютных заемщиков. Наиболее важными международными банковскими операциями Швейцарии являются доверительные счета, защищенные законом о секретности вкладов посредством нумерованных банковских счетов. Своим международным банковским статусом Швейцария в значительной мере обязана "большой тройке" коммерческих банков — Швейцарской банковской корпорации (Swiss Bank Corporation), Швейцарскому кредитному банку (Swiss Credit Bank) и Союзу банков Швейцарии (Union Bank of Switzerland), — которая играет ведущую роль в управлении балансом притока и оттока международных денежных средств. В этих условиях управляющие международными портфельными инвести-

циями могут легко инвестировать средства на рынке капитала или депонировать свои ликвидные средства на евровалютном рынке.

Швейцария является ведущим международным банковским центром, но ее роль как банковского центра возрастала медленнее, чем роль Люксембурга. Причинами этого более низкого роста были более строгое регулирование банковской деятельности и лицензирование банков. В последнее время некоторые швейцарские банки выбросили специальные средства на денежный рынок Люксембурга для укрепления своей оффшорной банковской деятельности. Приложение к главе 7 содержит дополнительную информацию относительно международной финансовой роли Швейцарии.

Токио

Роль Японии в мировой финансовой среде начала увеличиваться в 1970 г. из-за стабильности курса иены, быстрого роста экспорта и поступлений иностранной валюты, сильной конкуренции между японскими банками с целью занять ведущие позиции в мировой финансовой сфере и расширения японских финансовых рынков. В 90-х годах Япония будет по-прежнему играть ведущую роль в международной банковской сфере из-за своей хорошо развитой экономики, большого размера активного сальдо по текущим операциям (в платежном балансе), огромной величины международных банковских активов и всемирного распространения своих банков.

Япония является участником евровалютного рынка с 1960 г., когда она получила большой заем в евровалюте для финансирования внутренней экономики и внешне-экономической деятельности. Интернационализация японской иены в 80-х годах усилила роль Японии в мировой финансовой сфере. Данные табл. 6.9 свидетельствуют, что доля японской иены в 1991 г. в международном кредитовании составляла 13,7%, уступая только доллару США (45,2%) и немецкой марке (14,2%).

Японский оффшорный рынок (JOM) был создан 1 декабря 1986 г. для стимулирования интернационализации иены и либерализации и интернационализации японских финансовых рынков по образцу нью-йоркской системы международных банковских "зон" (подразделений банков) с льготным режимом (IBF). Быстрый рост JOM иллюстрируется данными табл. 6.11. За 1986—1991 гг. объем японского международного кредитования возрос с 434 млрд. до 924,4 млрд. долл., а доля в международном кредитовании JOM увеличилась с 26 до 52,3%.

В июне 1989 г. суммарные активы JOM составили 461,8 млрд. долл. (табл. 6.12), из них межофисное кредитование составило 53,1%, межбанковские депозиты и онкольные ссуды — 44,3%, займы — 2,7%. По категориям заемщиков займы нерезидентов составили 77,8% от общего объема активов, а резидентов — 22,2%. Что касается валют, то доля иены в суммарных активах JOM в июне 1989 г. составляла 45,7%, а других валют — 54,4%.

ТАБЛИЦА 6.11 ЯПОНСКОЕ МЕЖДУНАРОДНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ

	1986—1991 гг., млрд. долл. США			
	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1991 г.
Общий объем международного кредитования	434,0	768,8	1155,0	942,4
Оффшорный рынок	88,7	191,9	372,0	493,0
% от общего объема	26,0	33,0	48,0	52,3
Другие	345,3	576,9	783,0	449,4
% от общего объема	74,0	67,0	52,0	47,7

Источники. Bank of England, Quarterly Bulletin, Bank for International Settlements, various issues.

ТАБЛИЦА 6.12 ЯПОНСКИЕ ОФФШОРНЫЕ БАНКОВСКИЕ АКТИВЫ, ИЮНЬ 1989 Г.,
МЛРД. ДОЛЛ. США

1) Виды активов:

Межофисные счета	Общий объем активов	Межбанковское кредитование онкольные ссуды	займы
245,1 (53,1%)	461,8 (100%)	204,4 (44,3%)	12,3 (2,7%)

2) Виды активов: по видам партнеров

Резиденты	Нерезиденты
102,4 (22,2%)	359,4 (77,8%)
Иена	Другие валюты
211,2 (45,7%)	250,6 (54,3%)

Источник. Bank of Tokyo, Tokyo Financial Review (October 1989): 7—8.

Примечание. Нерезиденты включают иностранные правительства, зарубежные компании, международные учреждения, иностранные банки и зарубежные филиалы японских банков, осуществляющих операции по обмену иностранной валюты.

Вкратце можно описать специфические характеристики JOM следующим образом:

- Как и нью-йоркской IBF, JOM позволяет оффшорным банкам открывать специальные счета отдельно от внутренних.
- Большинство сделок на JOM (97,3%) — это межбанковские сделки, а не сделки с небанковскими клиентами. Причиной малого объема займов являются международные долговые проблемы.
- JOM функционирует как отделение внутреннего межбанковского рынка, отчего выигрывают японские региональные банки, не имеющие иностранных филиалов. Они могут получать средства по более низкой цене, чем на внутреннем рынке, из-за незначительного регулирования банковской деятельности.
- Доля активов в иенах постепенно возрастает, особенно за счет депозитов и онкольных ссуд. Это значит, что на JOM совершается все больше сделок с участием японских резидентов (например, займы в евроиенах и их перевод на внутренний рынок).
- С апреля 1988 г. суммарный обмен средств между JOM и внутренними рынками возрос с 5 до 10% от среднего объема активов нерезидентов по сравнению с предыдущим месяцем. Это увеличение позволило банкам малых и средних размеров принимать участие в сделках на JOM, что оказало стимулирующее воздействие на рост JOM.

Японские банки выигрывают от быстрого роста JOM, который обеспечивает им большую приспособленность деятельности к часовым поясам. Иностранные банки в Японии играют незначительную роль на JOM, из-за того что стоимость средств на оффшорных рынках Гонконга и Сингапура ниже. Дополнительное снижение местных налогов и гербовых сборов сделало бы JOM более привлекательным как для японских, так и для иностранных банков.

Сингапур

Сингапур — это небольшой остров с населением 2,7 млн. человек. Из-за нехватки природных ресурсов его экономика специализируется на финансовых и деловых услугах, обрабатывающей промышленности и строительстве. Экспорт Сингапура (включая реэкспорт) примерно равен величине его валового внутреннего продукта, что делает эту страну самой открытой в мире. Сингапур также выигрывает от своего выгодного расположения на пересечении транспортных путей в Юго-Восточной Азии.

Правительство Сингапура играло ключевую роль в его экономической экспансии в начале 1980-х годов. В 1985—1986 гг. экономика Сингапура переживала спад из-за

вялости судостроения, переработки нефти и строительства. Однако в 1987—1989 гг. в экономике Сингапура наступил подъем, средний реальный рост ВВП достиг 9%. В 1988 г. доход на душу населения составил 8020 долл., обеспечивая Сингапuru статус новой индустриальной страны.

Для укрепления статуса Сингапура как международного финансового центра его правительство предприняло следующие шаги:

- При содействии Банка Америки (Bank of America) в 1968 г. Сингапур создал рынок азиатских долларов¹. Лицензии были выданы примерно 170 внутренним и иностранным банковским учреждениям для создания и обеспечения деятельности оффшорных банков как азиатских валютных единиц (ACUs).
- Руководящее денежно-кредитное учреждение Сингапура (Monetary Authority of Singapore (MAS), созданное в 1971 г., занимается стимулированием финансовых рынков и усилением финансовой инфраструктуры.
- Система налогообложения Сингапура обеспечивает низкую стоимость банковских средств.
- Валютный контроль был отменен, что позволило банкам и другим учреждениям заниматься широким спектром деятельности, включая займы, выпуски азиатских облигаций и арбитраж.

В результате правительственной политики, направленной на стимулирование финансовой сферы, в Сингапуре действует около 120 иностранных банков, из которых 80 являются оффшорными. Деятельность иностранных банков и их участие в межбанковской системе платежей, которая называется SHIFT (System for Handling Interbank Transfer — система осуществления межбанковских переводов), стимулируют оффшорную банковскую деятельность Сингапура.

Данные табл. 6.13 свидетельствуют о значительном росте рынка азиатских долларов. В 1968 г. его объем составлял только 30 млн. долл., а в 1991 г. — 357 млрд. долл.

Согласно данным Руководящего денежно-кредитного учреждения Сингапура, большую долю финансовой деятельности занимает межбанковская активность, межбанковские депозиты и кредитование составляют 75% общего объема активов/пассивов. Приток средств осуществляется из Лондона, с Ближнего Востока, из Нью-Йорка и Японии. Эти средства направляются в Азиатский регион с целью инвестирования. Такие японские фирмы, как Сони, переместили в Сингапур значительные средства для осуществления инвестиций в конце 80-х годов из-за повышения курса иены и высокой стоимости рабочей силы в Японии.

ТАБЛИЦА 6.13 РОСТ АКТИВОВ РЫНКА АЗИАТСКИХ ДОЛЛАРОВ В АЗИАТСКИХ ВАЛЮТНЫХ ЕДИНИЦАХ В СИНГАПУРЕ (МЛН. ДОЛЛ. США)

1968 г.	30
1973 г.	6277
1981 г.	85775
1985 г.	135696
1986 г.	177979
1987 г.	225410
1988 г.	263529
1989 г.	336581
1990 г.	399395
1991 г.	357725

Источник. Monetary Authovity of Singapore.

¹ Азиатские доллары — банковские депозиты, размещенные в Сингапуре и используемые за пределами США. (Прим. ред.)

Сингапур специализируется на оптовых оффшорных банковских операциях, в то время как Гонконг — на розничном кредитовании (например, финансировании торговли). Приток внешнего капитала способствует снижению цены кредитов в Сингапуре. В Сингапуре также существуют возможности для свопового арбитража между секторами денежного рынка сингапурского доллара и азиатского доллара, 95% которых составляют активы в долларах США.

Сингапурский оффшорный банковский рынок успешно действует, чему способствуют внутреннее благополучие и процветание в соседних странах. Появление оффшорного банковского рынка в Токио не поколебало положения сингапурского оффшорного рынка из-за его ориентации на другие рыночные сегменты.

Гонконг

Гонконг является британской колонией, примыкающей к китайской провинции Гуандун, находящейся на юго-востоке Китая. Население Гонконга составляет 5,5 млн. человек, 98% из которых китайцы. Колония принадлежит к системе свободного предпринимательства, где отсутствуют налоги на импорт, подоходный налог на доходы по депозитам, а также валютный контроль и контроль за движением капитала. Из-за своего особого статуса в составе Великобритании, близости к Китаю и Юго-Восточной Азии, Австралии, Тайваню и Японии Гонконг имеет тесные торговые и инвестиционные связи с США. Гонконг является уникальным явлением среди мировых финансовых центров. За последние 30 лет экономика Гонконга перешла от реэкспортной торговли в 1950—1960 гг. к обрабатывающему производству в 1960—1970 гг. и к финансовым услугам в 80-х годах. Реальный среднегодовой экономический рост за 1980—1988 гг. составил примерно 8%, а доход на душу населения в 1988 г. — 7000 долл. С 1988 г. рост экономики Гонконга продолжается благодаря увеличивающемуся объему торговли и укреплению инвестиционных связей с Китаем.

Процветание экономики Гонконга базируется на недвижимости, обрабатывающей промышленности, международной торговле и разнообразии его банковских и финансовых учреждений. Руководитель банковского департамента, отчитывающийся перед министром финансов, осуществляет надзор за неофициальным центральным банком, Банковской корпорацией Гонконга и Шанхая (Hong Kong and Shanghai Banking Corporation), 44 местными и иностранными банками и 339 компаниями, принимающими вклады (DTC).

Либеральное регулирование банковской деятельности, наличие иностранных банков из Великобритании, США, Японии, Канады, Франции и Сингапура позволяют Гонконгу осуществлять множество банковских услуг. Надежность гонконгских финансовых рынков дополнительно увеличилась из-за тесной связи стоимости гонконгского доллара со стоимостью доллара США (1 доллар США равен 7,8 гонконгского доллара). На гонконгском оффшорном банковском рынке осуществляются активная деятельность по предоставлению синдицированных банковских займов, операции с коммерческими бумагами и депозитными сертификатами.

По данным табл. 6.14, с 1982 г. рынок займов в Гонконге значительно изменился. За 1982—1992 гг. доля займов для внутреннего использования снизилась с 56,5 до 26,7%, а доля внешнего кредитования возросла с 43,5 до 73,3%. Возрастание кредитования иностранных заемщиков свидетельствует об активной оффшорной банковской деятельности Гонконга.

Данные табл. 6.15 свидетельствуют, что большинство оффшорных займов в Гонконге осуществляется в иностранной валюте. В 1991—1992 гг. примерно 70% общего объема оффшорного кредитования производилось в иностранной валюте, а 30% — в гонконгских долларах.

ТАБЛИЦА 6.14 РЫНОК ЗАЙМОВ В ГОНКОНГЕ, МЛН. ГОНКОНГСКИХ ДОЛЛАРОВ

Год	Общий объем займов и ссуд	Займы для использования в Гонконге	Доля гонконгских займов, %	Доля внешнего кредитования, %
1982	331234	187321	56,5	43,5
1983	391352	208931	53,4	46,6
1984	421049	220906	52,4	47,6
1985	439964	234943	53,4	46,6
1986	500596	270729	54,0	46,0
1987	778782	352685	45,2	54,8
1988	962177	456487	47,4	52,6
1991	2243773	816767	26,7	73,3
1992	3369466	899908	26,7	73,3

Источник. Asian Finance (August 1989):58 and Hong Kong Monthly Digest of Statistics (March 1993): 72—76.

ТАБЛИЦА 6.15 ОБЩИЙ ОБЪЕМ ОФФШОРНЫХ ЗАЙМОВ В БАНКОВСКОМ СЕКТОРЕ ГОНКОНГА, МЛРД. ГОНКОНГСКИХ ДОЛЛАРОВ

Год	В гонконгских долларах	В % от общего объема	В иностранной валюте	В % от общего объема	Общий объем оффшорных займов
1991	719,571	30	1524,12	70	2243,695
1992	812,088	33	1657,470	67	2469,558

Источник: Hong Kong Monthly Digest of Statistics (March 1993): 72—76.

В настоящее время Гонконг имеет статус международного финансового центра. Однако мировое сообщество обеспокоено существованием Китайско-Британского соглашения 1984 г. о том, что в 1997 г. Гонконг должен перейти под юрисдикцию правительства Китая. Эта обеспокоенность существует несмотря на то, что Китайская Народная Республика позволила Гонконгу сохранить существующую капиталистическую систему в течение 50 лет (1997—2047 гг.) как особому административному региону.

Большинство участников финансового рынка в Гонконге полагает, что китайское правительство сохранит свою приверженность соглашению 1984 г., так как Гонконг может быть полезен для китайской торговли, финансовой сферы и активизации валютных поступлений.

Нью-йоркская система международных банковских "зон" (подразделений банков) с льготным режимом (IBF)

IBF появилась в конце 60-х годов в ответ на введение ограничений на внешнее кредитование американскими банками как следствие программы контроля за движением капитала. Обычно IBF — это совокупность счетов активов и обязательств оффшорной банковской единицы. Федеральная резервная система выступала против введения IBF, так как, по ее мнению, они могли помешать осуществлению внутренней денежной политики (существовала возможность утечки денежных средств из кругооборота капитала между внутренним и оффшорными рынками).

Контроль за движением капитала в США был снят в 1974 г., и иностранный капитал (нефтедоллары) продолжал регистрироваться в карибских оффшорных банковских центрах. При этих обстоятельствах Ассоциация клиринговых палат Нью-Йорка (New York House Association) выступила в поддержку концепции IBF. Кроме того, законодательный орган Нью-Йорка освободил IBF от налогов штатов и местных налогов, поскольку ожидалось, что использование IBF окажется выгодным и доходным.

Наконец, Федеральный резервный банк внес изменения в правила "D"¹ и "Q"², с тем чтобы ввести международные банковские услуги в США 3 декабря 1981 г. Итак, первые структурные единицы IBF ("зоны") были введены в Нью-Йорке в декабре 1981 г. во время снижения темпов инфляции во всем мире. После того как "зоны" начали использовать в США, их активы/обязательства быстро росли. В 1991 г. доля США в оффшорном кредитовании составила 9,4% от общего объема международного кредитования, уступая лишь Великобритании и Японии (см. табл. 6.9). Депозиты, принимаемые от иностранных резидентов или других "зон", а также предоставляемые им кредиты обычно не подчинялись резервным требованиям и ограничениям процентных ставок. Согласно условиям Федеральной резервной системы, "зоны" могли создаваться американскими учреждениями-депозитариями, корпорациями, созданными по закону Эджа³, а также филиалами и агентствами иностранных банков в США. По закону Эджа (рассматриваемому в главе 9) могли быть организованы привилегированные инвестиционные банковские корпорации. Эти корпорации осуществляли инвестиционную банковскую активность общего характера и являлись держателями акций иностранных банков и финансовых компаний. Несмотря на то что доходы от "зон" не облагались налогами штатов и местными подоходными налогами, с них взимался федеральный подоходный налог.

Как и услуги евробанков, деятельность "зон" заключается в хранении только срочных депозитов. Срочные депозиты небанковских учреждений имеют минимальный срок хранения — два рабочих дня и минимальный размер — 100 000 долл. Срочные депозиты иностранных банков, иностранных центральных банков, официальных учреждений, других "зон" и американских головных банков имеют сроки хранения один день и более. Операции IBF осуществляются в долларах США и иностранных валютах. "Зоны" работают только с депозитами, необходимыми для операций за пределами США, и только с кредитами, предназначенными для финансирования операций за пределами США (это значит, что невозможны никакие тайные операции). Средства, перемещаемые назад по внутренним банковским каналам, подчиняются обычным правилам, установленным Федеральной резервной системой. Федеральная корпорация по страхованию депозитов (FDIC) не страхует депозиты IBF.

Со времени создания IBF в США их активы возросли с 55 млрд. долл. в 1981 г. до 152 млрд. долл. в 1982 г., т. е. рост за 1 год составлял 175%. Однако рост активов IBF был ниже в 1983 г. (189 млрд. долл.) и в 1984 г. (172 млрд. долл.) из-за международных долговых проблем. Рост активов IBF снова увеличился в 1985—1991 гг. и составил в среднем 20% в год.

¹ Правило "D" — регулирует операции банков — членов Федеральной резервной системы.

² Правило "Q" — запрещает банкам платить процент по вкладам до востребования и со сроком менее 30 дней.

³ Закон о порядке учреждения иностранных филиалов американских банков, 1919 г.

ТАБЛИЦА 6.16 АКТИВЫ/ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ФИЛИАЛОВ И АГЕНТСТВ ИНОСТРАННЫХ БАНКОВ В США

(1985—1991 гг.), млрд. долл.

Год	Количество представленных отчетов	Все штаты		Нью-Йорк		Калифорния		Иллинойс	
		Общий объем, включая "зоны"	Только "зоны"	Общий объем, включая "зоны"	Только "зоны"	Общий объем, включая "зоны"	Только "зоны"	Общий объем, включая "зоны"	Только "зоны"
1985	466	311	182	231	119	40	21	16	6
1986	487	396	198	293	154	55	25	21	9
1987	502	460	233	339	185	69	30	29	10
1988	517	513	247	376	194	74	33	36	12
1991	581	704	307	523	237	88	41	54	20
В % от активов "зон" (1991 г.)			100		77		13		6
Количество отчетов (1991 г.)				237		125		54	
В % от всех отчетов	100			46		24		10	

Источник. Federal Reserve Bulletin, various issues.

Примечание. При сложении компонентов сумма может не совпадать с общим объемом из-за округления.

По данным табл. 6.16, доля трех штатов (Нью-Йорка, Калифорнии и Иллинойса) в 1991 г. составила 80% в общем объеме "зон", по которым были получены отчеты, а их доля в общем объеме активов/обязательств всех штатов равнялась 96%. Очевидно, что Нью-Йорку принадлежит здесь львиная доля: 46% общего количества "зон" и 77% всех активов "зон" в США. В то время как Нью-Йорк, Лос-Анджелес, Сан-Франциско и Чикаго являются основными центрами "зон" в США, другие города, такие как Майами, Хьюстон, Атланта, Бостон и Филадельфия, также имеют финансовые учреждения, принимающие участие в "зонах".

Согласно данным Федерального резервного банка на 30 сентября 1989 г., около 70% общего объема активов "зон" принадлежало агентствам и филиалам иностранных банков, а около 30% — привилегированным банкам США. "Зоны" позволяют деятельности, связанной с евродолларовыми операциями, осуществляться в США. Оффшорная банковская деятельность в США обеспечивает стимулирование дальнейшего развития евровалютного рынка. Кроме того, доминирующая роль нью-йоркских "зон" на мировых финансовых рынках повышает влияние ведущих денежно-кредитных учреждений США в международных финансовых отношениях, например в регулировании оффшорного рынка, надзоре за евровалютным рынком и управлении международной банковской деятельностью. Это происходит из-за того, что все большая и большая часть оффшорных средств концентрируется в оффшорных банковских офисах в США.

В настоящее время Нью-Йорк, Лондон и Токио являются тремя "столпами" мировой оффшорной банковской деятельности. Преимущества и недостатки "зон" можно описать так:

Преимущества:

- Одно и то же месторасположение "зоны" и головного банка США (банка, контролирующего другие кредитные институты) позволяет лучше управлять ими.
- Политическая стабильность и устойчивость доллара США понижают риски иностранных депонентов, размещающих средства на оффшорном рынке США.

Недостатки:

- В отличие от лондонских "зон" нью-йоркские и другие американские "зоны" не принимают депозитов и не предоставляют кредитов американским резидентам.
- Американские "зоны" не принимают вкладов до востребования и не выпускают депозитных сертификатов.
- Американские "зоны" облагаются федеральным подоходным налогом, а оффшорная деятельность на Багамских и Каймановых островах освобождена от этого налога.
- "Зоны" не открывают секретных доверительных счетов, в отличие от Швейцарии.

Карибские оффшорные рынки

Карибские оффшорные банковские центры всегда играли важную роль в международном кредитовании, особенно для латиноамериканских стран во время рециклирования нефтедолларов в 70-х годах. Карибские оффшорные рынки включают Багамы, Каймановы острова, Нидерландские Антильские острова и Панаму. Оффшорные центры Нидерландских Антильских островов специализируются на сделках с еврооблигациями. В 80-х годах на деятельность многих карибских оффшорных банковских центров влияли изменения экономической и политической ситуации в этом регионе. Долговой кризис и медленный экономический рост значительно снизили темпы роста оффшорных рынков. Существовали также политические проблемы, возникшие из-за обвинения некоторых официальных лиц правительств карибского региона в осуществлении торговли наркотиками.

В настоящее время Каймановы острова продолжают привлекать банкиров со всего мира. Как и Гонконг, Каймановы острова находятся под юрисдикцией британской короны и несут ответственность за введение своих собственных законов. Каймановы острова привлекают иностранные банки по многим причинам, включая политическую стабильность региона, отсутствие налогообложения, неразглашение сведений о банковских сделках и налаженные транспортные связи островов с США. Международные телекоммуникации также жизненно необходимы для оффшорных рынков. Американские банки являются основными силами, действующими на карибских оффшорных рынках.

Согласно The Federal Reserve Bulletin (табл. 6.17), общий объем активов филиалов американских банков на Багамах (столица — Нассау) и Каймановых островах составил в 1991 г. 168 млрд. долл. В 1982—1986 гг. рост активов отсутствовал. Предельный рост активов, равный 5%, наблюдался в 1987 г. и в 1991 г. В рассматриваемых двух центрах американские банки хранят свои активы в американских долларах. Возможной причиной

отсутствия роста оффшорных рынков в этом регионе является конкуренция нью-йоркских "зон", которые отвлекают оффшорные сделки с Багамских и Каймановых островов. Кроме того, долговой кризис во многих латиноамериканских странах снизил возможность осуществления кредитования американскими банками на карибских рынках.

Сотрудничество в области политики на финансовых рынках

Быстрый рост евровалютного рынка и оффшорных банков за последние 30 лет может быть объяснен различиями национального регулирования и появлением новых международных финансовых учреждений. К интеграции, происходящей в мировой экономике и на международном финансовом рынке, прибавился рост евровалютного рынка. С другой стороны, возникли некоторые проблемы. Во-первых, на евровалютном рынке отсутствуют резервные требования. Каждый евробанк может выдавать огромные кредиты. Создание депозитных "пирамид" опасно в случае банкротства некоторых евробанков. Другой проблемой является отсутствие регулирования структуры сроков кредитов и вкладов: несовпадения сроков кредитования и финансирования могут вызвать проблемы с ликвидностью. Отсутствие контроля центрального банка и регулирования банковской деятельности может привести к увеличению рисков, которые банки несут на еврорынке.

Ведущие денежно-кредитные учреждения США и Великобритании осознают преимущества и возможные проблемы, связанные с ростом евровалютного рынка. Первая коллективная акция была предпринята после банковского кризиса 1974 г. Этот кризис включал крах Херштатт Банк (Herstatt Bank) в Западной Германии и Фрэнклин нейшнл бэнк (Franklin National Bank) в США. В результате в 1975 г., руководствуясь общими интересами, 10 ведущих промышленных стран создали Комитет регулирования и надзора за банковской деятельностью (Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices), известный как Комитет Кука (Cooke Committee) — по имени своего бывшего председателя. При содействии Банка международных расчетов (BIS) этот Комитет осуществил введение совместной ответственности властей стран, где осуществляется евровалютная и оффшорная деятельность, и стран, банки которых участвуют в этой деятельности, за надзор за иностранными банковскими учреждениями, их ликвидностью и кредитоспособностью. Это международное соглашение известно как Базельский договор (Basle Concordat).

ТАБЛИЦА 6.17 ФИЛИАЛЫ АМЕРИКАНСКИХ БАНКОВ НА БАГАМСКИХ И КАЙМАНОВЫХ ОСТРОВАХ, МЛРД. ДОЛЛ. США

	1982 г.	1984 г.	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1991 г.
Общий объем активов, все валюты	145	146	142	160	170	168
Объем активов в долларах США	141	143	136	151	163	163
Доля активов в долларах США в общем объеме, %	97	97	96	94	95	97

Источник. Federal Reserve Bulletin, various issues.

В 1982 г. во время долгового кризиса в развивающихся странах в Комитете состоялись прения по поводу мер по защите евродолларового рынка¹. В этот период никаких мер предпринято не было из-за сложности и потенциальной опасности ситуации, так как Польша, Мексика, Бразилия и Аргентина не могли рассчитаться по своим долговым обязательствам перед государственными и частными международными кредиторами. Распространение этих трудностей привело к понижению ликвидности и прибыли многих крупных международных коммерческих банков.

В условиях продолжающегося долгового кризиса развивающихся стран и трудностей банков-кредиторов, вызванных высокими соотношениями сумм банковских ссуд и капитала, в 1986 г. Базельский комитет предложил план стабилизации стандартов капитала главным банкам стран — членам группы десяти. В марте 1987 г. США и Великобритания пришли к соглашению по требованиям о размере капитала своих банков. К июлю 1988 г. все страны — участницы Базельского комитета достигли консенсуса на аналогичной основе и ввели новые требования о размере капиталов коммерческих банков, действующих в международном масштабе под их юрисдикцией. Общее требование заключалось в том, что к 1992 г. банки должны были хранить минимальные капитальные базы, равные 8% средств, находящихся в обороте. К 1988 г. соотношение капитала и этих средств в банках Швейцарии уже достигло 8%, а в США — 8,1%². Требования к размеру капитала банков рассматриваются в главе 9.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мировые финансовые рынки состоят из пяти различных секторов, из которых мировой характер носят евторынки и оффшорные банковские центры. Их всемирное распространение, участники из различных стран мира, крупномасштабные операции, сложные финансовые инструменты, восприимчивость к нововведениям, воздействие на мировую экономику и финансы имеют в истории финансового рынка беспрецедентный характер.

Евровалютный рынок появился на международной финансовой сцене только после второй мировой войны, но его стремительный рост и огромный размер отражают интенсивную и экстенсивную рыночную деятельность во всем мире. Деятельность евровалютного рынка концентрируется на долгосрочных и краткосрочных международных валютных депозитах, крупномасштабном международном кредитовании (синдицированных займах) и межбанковских рыночных операциях. Эти виды деятельности осуществляются международными финансовыми учреждениями, которые рационально и выгодно размещают денежные средства в мировом масштабе. Однако на таком неустойчивом и нерегулируемом рынке, как евровалютный, банки должны действовать осторожно и разумно, с тем чтобы избежать кризисов и проблем (например, долговые проблемы развивающихся стран в 80-х годах).

Оффшорные банковские центры являются результатом возникновения евровалютного рынка. Они действуют параллельно национальным финансовым рынкам, но почти не подчиняются национальному регулированию с целью привлечь международных заемщиков и кредиторов. Свобода от местных налогов является характерной чертой почти всех оффшорных банковских центров. Это объясняет, почему даже такие крупные финансовые рынки, как Лондон, Нью-Йорк и Токио, используют оффшорные банки для укрепления своих международных конкурентных позиций. Малые страны, такие как Сингапур, Люксембург и Багамы, получают выгоду от создания на своих территориях оффшорных банков.

¹ Edward J. Frydl. The Eurodollar Conundrum // Federal Reserve bank of New York, *Quarterly Review* (Spring 1982).

² Louis Pouly, "Changing International Financial Markets", *Finance & Development* (December 1989).

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Каковы компоненты мировых финансовых рынков? Перечислите их характеристики.
2. Какая связь существует между национальными финансовыми рынками и евро-рынками? Как они влияют друг на друга?
3. Каковы основные различия между "бумажными" и "функциональными" центрами оффшорного банковского дела? Приведите пример каждого центра.
4. Опишите:
 - а) возникновение валютного рынка;
 - б) основные причины роста евровалютного рынка в 60-х и в 70-х годах и
 - в) основные причины медленного роста евровалютного рынка в первой половине 80-х годов.
5. Почему евровалютный рынок так важен для развитых и развивающихся стран? Объясните.
6. Влияет ли евровалютный рынок на национальную денежную политику? Объясните свой ответ.
7. Объясните разницу между внутренними краткосрочными коммерческими векселями и краткосрочными коммерческими евровекселями.
8. Каковы основные причины расширения евровалютного межбанковского рынка во второй половине 1980-х годов. Кратко объясните.
9. Опишите основные этапы предоставления синдицированных банковских займов. Каковы решающие факторы, определяющие стоимость синдицированных займов?
10. Каковы основные риски при предоставлении синдицированных еврокредитов? Каким образом финансовые учреждения могут минимизировать эти риски?
11. Проанализируйте три основных вида оффшорных рынков. Приведите пример каждого рынка.
12. Опишите специфические характеристики
 - а) лондонского оффшорного банковского рынка;
 - б) японского оффшорного рынка (JOM);
 - в) нью-йоркской системы международных банковских "зон" с льготным режимом (IBF).
13. Лондонский банк получил предложение о размещении 3-месячного стерлингового депозита с процентной ставкой, равной 8%. В настоящее время у банка нет кредитных возможностей. Он может произвести обмен фунтов стерлингов на доллары. Курс "спот" фунта стерлингов составляет 1,5075 долл., а курс "форвард" с поставкой через 90 дней — 1,5160 долл. Банк может предоставить кредит в долларах на 3 месяца под 10,5%. Подсчитайте прибыль в процентах и сумму прибыли при получении банком 10 млн. фунтов стерлингов.
14. Лондонский банк получил предложение о размещении 6-месячного стерлингового депозита с процентной ставкой, равной 9%. В настоящее время у банка нет кредитных возможностей. Он может обменять фунты стерлингов на доллары. Курс "спот" фунта стерлингов составляет 1,5250 долл., а курс "форвард" с поставкой через 90 дней — 1,5460 долл. Банк может предоставить кредит в долларах на 3 месяца под 12%. Подсчитайте прибыль в процентах и сумму прибыли при получении банком 10 млн. фунтов стерлингов.

15. Американский банк находится в следующих условиях: ставка по 3-месячным депозитным сертификатам составляет 9,0%, ставка предложения по евродолларовым 3-месячным вложениям — 11,0%, страховая премия FDIC — 0,037%, резервные требования к депозитным сертификатам — 6%.

А. Определите, существует ли стимул к внешнему или внутреннему арбитражу?
Б. Какую прибыль банк может получить от арбитража?

Краткая библиография

- Angelini, Anthony, Maximo Eng and Francis A. Lees // *International Lending, Risk and Euromarkets*. London: MacMillan, 1979.
- Bank of England. The Market in Currency Options // *Quarterly Bulletin*. May 1989.
- Bank for International Settlements // *Banking Innovations*. Basle: 1985.
- Clarke, Stephen V.O. *American Banks in the International Interbank Market*. A monograph published by the Graduate School of Business // New York: New York University, 1984.
- Dufey, Gunter and Ian H. Giddy. *The International Money Market* // Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1978.
- Einzig, Paul. *The Eurodollar System* // London: MacMillan, 1970.
- Eng, Maximo and Francis A. Lees. Eurocurrency Centers // *International Financial Handbook* (ed. by Abraham George and Ian Giddy). New York: John Wiley & Son, 1983.
- Federal Reserve Bank of New York, Research Paper. *The international Money Markets in London and First Chicago's Role in Clearing & Settling for Dollar Instrument* // May 1989.
- Federal Reserve Bank of New York, Research Paper. *Clearing and Settling Euro-Securities Market: Euro-Clear and Cedel*. March 1989.
- Federal Reserve Bank of New York, A Staff Study // *International Competitiveness of U.S. Financial Firms*. May 1991.
- International Monetary Fund // *International Capital Markets*. September 1992.
- Mill, Rodney H. Foreign Lending By Banks: A Guide to International and U.S. Statistics // *Federal Reserve Bulletin*. October 1986.
- Organization for Economic Cooperation and Development // *Financial Market Trends*. February 1991.
- Ross, Stephen A. Institutional Markets, Financial Marketing and Financial Innovations // *The Journal of Finance*, July 1989.
- Rowley, Anthony. Offshore Market: Convenience Store for Banks // *Far Eastern Economic Review*. Feb. 18, 1993.
- Saunders, Anthony. The Eurocurrency Interbank Market: Potential for International Crisis? // Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review*. Jan-Feb. 1988.
- Sarver, Eugene. *The Eurocurrency Handbook* // New York: New York Institute of Finance. 1988.
- Swanson, P. Interrelationships Among Domestic and Eurocurrency Deposit Yields: A Focus on the U.S. Dollar // *Financial Review*. February 1988.
- Terrell, Henry S., Robert S. Dohner, and Barbara R. Lowrey. The Activities of Japanese Banks in the United Kingdom and in the United States, 1980—1988 // *Federal Reserve Bulletin*. February 1990.
- Tucker, Alan, Jeff Madura, & Thomas Chang // *International Financial Markets*. New York: West, 1991.
- Walmsley, Julian. *The New Financial Instrument* // New York: John Wiley, 1988.

Рынок международных облигаций

ВВЕДЕНИЕ

До начала 1960-х годов выпуск международных облигаций был ограничен центрами рынков заграничных облигаций ведущих рынков долгосрочного ссудного капитала. Эти центры включали США, Швейцарию, Западную Германию и Великобританию. В 1960-х годах появился новый компонент международного рынка облигаций. Так как основным местом проведения его операций была Европа, этот новый рынок получил название рынка еврооблигаций. С 1960 г. рынок международных облигаций быстро рос и изменялся. В этой главе мы рассмотрим структуру и состав рынков международных облигаций, их роль и значение, а также проанализируем аспекты, связанные с операциями на этих рынках.

Большое внимание мы уделим новому выпуску или процессу андеррайтинга¹, валовым прибылям андеррайтеров² и валютному фактору. Мы проанализируем и сравним основные инструменты, использующиеся при выпуске международных облигаций. Мы также рассмотрим вторичную торговлю еврооблигациями, особое внимание уделив при этом образованию цены облигации с еще не выплаченным процентным доходом и средством для клиринга и погашения по сделкам с облигациями. Мы проанализируем процентные ставки и валютные свопы как движущие силы при новых выпусках еврооблигаций. Мы также опишем выпуски мировых облигаций и развивающиеся долги.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Выявить сходства и различия между международными облигациями, отечественными облигациями, еврооблигациями и заграничными облигациями.
2. Оценить значение и роль международного рынка облигаций как источника средств для заемщиков, инвестиционного канала для кредиторов и источника прибыли банковских учреждений, обслуживающих эти рынки.

¹ Андеррайтинг — гарантированное размещение ценных бумаг.

² Андеррайтер — гарант размещения (займа, ценных бумаг).

3. Понять специфическую роль, которую играют рынки заграничных облигаций, тип заемщиков, которые используют эти рынки и механизм выпуска облигаций.
4. Понять основную природу рынка еврооблигаций, причины его быстрого роста и специфические черты этого рынка.
5. Оценить значение валюты выпуска международных облигаций.
6. Проанализировать роль процентных и валютных свопов, их связь с рынками международных облигаций и характеристики основных видов свопов.
7. Рассмотреть растущую роль и значение развивающихся рынков ссудного капитала (долгосрочного кредита).

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> • валовая прибыль андеррайтеров¹ • валютный своп • внебиржевой • глобальная облигация • евроклиринг • еврооблигация • заграничная облигация • конвертируемая облигация² • краткосрочные обязательства с изменяющимся процентом (FRN) • международная облигация • облигация Брейди 	<ul style="list-style-type: none"> • премия за досрочное погашения займа • простой процентный своп • процентный своп • развивающийся рыночный долг • рейтинг, показатель кредитоспособности заемщика • синдикат • система клиринга по еврооблигациям (CEDEL) • способность разместить выпускаемые ценные бумаги

СОКРАЩЕНИЯ	
AIBD — Ассоциация дилеров по международным облигациям	ISDA — Ассоциация международных своповых дилеров (International Swap Dealers Association)
ISMA — Ассоциация рынков международных ценных бумаг (International Securities Market Association)	JGB — Японские государственные облигации

ОПРЕДЕЛЕНИЕ И ЗНАЧЕНИЕ

Три определения

В этом небольшом разделе мы дадим определения рынкам заграничных, международных облигаций и еврооблигаций. Заграничные облигации выпускаются на внутреннем рынке облигаций нерезидентским³ заемщиком в местной валюте этого рынка облигаций. Обычно на внутреннем рынке облигаций действует синдикат (или инвестиционный банк), осуществляющий размещение ценных бумаг на условиях “андеррайтинг”, однако могут привлекаться и инвестиционные банки из страны заемщика.

¹ Разница между ценой, выплачиваемой андеррайтерами эмитенту и ценой предложения ценных бумаг инвестору.

² Облигации, которые могут быть обменены на акции.

³ Иностранном, с точки зрения валютных правил.

Местные инвесторы, заинтересованные в покупке облигаций в местной валюте, являются основными покупателями заграничных облигаций. Например, американская корпорация может продавать облигации в швейцарских франках на швейцарском рынке заграничных облигаций. Размещение этих облигаций будет гарантировано главным образом швейцарским синдикатом, и они будут куплены кредитно-финансовыми учреждениями, расположенными в Швейцарии. Основные отличительные черты данного выпуска облигации: 1) выпуск облигаций осуществляется нерезидентским заемщиком; 2) валютой их выпуска является швейцарский франк; и 3) размещение этих облигаций гарантируется, главным образом, швейцарским банковским синдикатом.

В отличие от заграничных облигаций, еврооблигации не выпускаются на каком-либо одном национальном рынке облигаций. Еврооблигации уникальны по двум причинам. Во-первых, для распространения облигаций в нескольких секторах национального рынка требуется транснациональный синдикат. Во-вторых, валюта, в которой выражены эти облигации и которая определяется заемщиком и управляющим банком, не является местной для большинства инвесторов, приобретающих облигации.

Впервые Международный рынок еврооблигаций получил развитие, когда правительство США в 1963 г. ввело налог, уравнивающий ставки процента (Interest Equalization Tax — IET), на американских резидентов, покупающих заграничные ценные бумаги. В результате введения этого налога иностранные заимствования переместились на европейские рынки, и появился устойчивый спрос на еврооблигации. К тому времени когда IET был отменен (1974 г.), объем выпусков новых облигаций на рынке еврооблигаций достиг 5 млрд. долл. в год.

Заемщик, хорошо известный потенциальным инвесторам в нескольких странах, выпускает еврооблигации. Так как еврооблигации должны быть одновременно распределены по нескольким странам, заемщики обычно действуют через крупный банковский синдикат, способный продавать акции во многих странах. Обычно доходы, полученные по еврооблигациям, освобождены от налогов. Позднее в этой главе мы вернемся к налоговому статусу еврооблигаций, стратегиям эмитентов и инвесторов на рынке еврооблигаций и к тому, каким образом валютная природа облигаций соответствует этим стратегиям.

Международные облигации включают обе категории облигаций: заграничные облигации и еврооблигации. В начале 1960-х годов объем выпуска заграничных облигаций мешал росту рынка еврооблигаций. Затем эта тенденция приняла обратное направление, и сейчас объем ежегодных выпусков еврооблигаций в несколько раз больше, чем заграничных.

Размер рынка и его значение

В течение нескольких последних десятилетий на международном рынке облигаций наблюдался рост объема выпусков новых облигаций и вторичной торговли. Рост выпусков новых облигаций был вызван повышающимся спросом на средства, предназначенные для финансирования увеличивающегося объема инвестиций и международных сделок. Потребности в этих средствах испытывали правительства, корпорации, такие международные финансовые учреждения, как Международный банк реконструкции и развития (МБРР), и другие заемщики. Однако для полного понимания причин роста рынка нельзя пренебрегать фактором предложения. В различные периоды, особенно во время повышений цен на нефть в 1974 г. и в 1978—1979 гг., мировые финансовые рынки были заполнены ликвидными средствами и отчаянно искали сферы их применения. Ниже мы рассмотрим причины роста рынка еврооблигаций.

ТАБЛИЦА 7.1 ВЫПУСКИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, 1982—1991 ГГ., МЛРД. ДОЛЛ. США

1982	78,0	1986	226,4
1983	76,3	1987	180,8
1984	107,4	1988	177,0
1985	167,7	1989	226,0
		1990	262,8
		1991	341,4
			316,7

Источники. Ежегодные отчеты Банка международных расчетов (Базель) за 1987—1991 гг.; Морган Гаранти траст Компани (Morgan Guarantee Trust Company), *World Financial Markets* (1982—1987).

Данные, описывающие размер и рост международного рынка облигаций, представлены в табл. 7.1. В 1981—1991 гг. объем выпусков международных облигаций возрос с 78 млрд. до 316 млрд. долл. За этот период объем выпусков еврооблигаций увеличивался быстрее, чем объем выпусков заграничных облигаций. В середине 80-х годов ежегодный прирост капитала на этих рынках составлял 8% объема мирового экспорта.

Около 75% международных облигаций являются облигациями с фиксированными процентными ставками (дохода) (табл. 7.2). В 1991 г. около 74 млрд. долл. выпущенных облигаций с фиксированными процентными ставками было выражено в долларах. Другие 39 млрд. долл. были выражены в японских иенах. Объем выпуска простых облигаций с плавающими процентными ставками значительно возрос в 1986—1989 гг. и в 1989 г. превысил объем долларовой стоимости облигаций 1986 г. в 3 раза. Основная часть этих облигаций выражается в долларах. Третья категория международных облигаций (главным образом еврооблигаций) — это краткосрочные обязательства с изменяющимся процентом¹ (FRN). В 1990 г. было выпущено 42 млрд. долл. FRN. Заметьте, что в 1988—1989 гг. объем выпусков стерлинговых FRN превышал объем выпусков долларовых FRN.

Международный рынок облигаций играет важную роль в мировых финансах как источник средне- и долгосрочного капитала. Однако роли рынков еврооблигаций и заграничных облигаций несколько различны. Прежде всего, доступ заемщиков к рынкам заграничных облигаций затруднен по сравнению с доступом к рынку еврооблигаций. Компании, осуществляющие страхование жизни, сберегательные банки и пенсионные фонды являются наиболее важными покупателями облигаций на рынках заграничных облигаций, в то время как вкладчики — индивидуалы и учреждения, готовые на то, чтобы нести некоторые кредитные и валютные риски, составляют основную часть инвесторов, действующих на рынке еврооблигаций. В результате многие неамериканские корпорации заимствуют средства на рынке еврооблигаций, но могут найти использование нью-йоркского или швейцарского рынков облигаций невозможным или невыгодным из-за трудностей доступа к этим рынкам и коэффициентов стоимости.

Специфические характеристики

Рынок еврооблигаций обладает меньшей привлекательностью для институциональных инвесторов, деятельность которых не облагается налогами (страховые компании, пенсионные фонды), в то же время он привлекает инвесторов, которые должны платить относительно высокие налоги на свои объявляемые доходы.

¹ Долевые обязательства со сроком погашения 5—7 лет, ставка по которым изменяется в зависимости от условий на рынке. (Прим. ред.)

ТАБЛИЦА 7.2 ВИДЫ И ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ВЫПУСКОВ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Виды и валютная структура выпусков международных облигаций, в млрд. долл. США									
Секторы и валюты	Объявленный валовой выпуск облигаций				Суммарный выпуск новых облигаций				Общий объем облигаций к концу 1991 г.
	1988 г.	1989 г.	1990 г.	1991 г.	1988 г.	1989 г.	1990 г.	1991 г.	
Облигации с фиксированными процентными ставками дохода	160,8	150,2	165,9	255,2	99,0	89,7	80,5	142,7	1158,5
доллар США	47,3	54,6	52,2	74,3	26,7	26,0	15,9	27,9	349,7
японская иена	18,8	23,1	30,2	39,1	11,7	15,3	24,7	21,2	193,4
швейцарский франк	18,2	5,7	15,5	13,5	0,9	-3,9	3,5	3,5	117,7
немецкая марка	21,2	9,4	7,3	12,1	14,0	6,2	1,3	4,7	114,1
ЭКЮ	10,7	11,7	15,1	30,2	9,4	7,5	9,6	24,4	92,8
фунт стерлингов	11,8	11,9	9,5	17,2	10,5	10,9	7,8	14,8	78,2
канадский доллар	13,2	10,9	6,3	22,5	11,8	10,0	1,7	14,0	60,1
французский франк	2,3	4,6	7,8	16,4	2,0	4,2	6,0	14,7	38,9
другие	17,3	18,2	21,9	30,1	12,0	13,5	10,1	17,6	113,5
Краткосрочные обязательства с изменяющимся процентом	24,4	27,3	42,5	19,1	5,9	11,0	28,3	3,2	210,5
доллар США	7,0	10,2	15,0	4,5	-9,2	-0,4	7,6	-4,9	110,8
фунт стерлингов	11,5	9,3	10,8	7,6	9,9	7,3	7,0	4,6	48,2
немецкая марка	1,4	2,6	8,2	2,8	1,4	2,2	7,3	2,7	23,7
другие	4,5	5,3	8,4	4,2	3,8	1,8	6,4	0,8	27,9
Простые облигации с плавающими процентными ставками	42,0	85,2	33,1	42,4	34,1	74,8	23,1	25,2	282,4
доллар США	29,0	65,1	19,5	24,8	26,2	60,4	15,9	15,3	184,8
швейцарский франк	8,3	13,6	8,2	7,0	4,3	8,8	4,0	2,1	54,3
другие	4,7	6,5	5,4	10,6	3,6	5,5	3,1	7,7	43,2

Источник. Банк международных расчетов, Ежегодный отчет (1992), 76.

Рынок еврооблигаций является расширением оффшорных финансовых рынков, на котором заимствование средств и кредитование осуществляются на более длительные сроки, чем на евровалютном рынке. В этом смысле рынок еврооблигаций является специфической формой международного финансового посредничества. Действуя таким образом, он осуществлял рециклирование нефтедолларов и посредничество при размещении на международных рынках облигаций других средств. Рынок же заграничных облигаций позволяет странам, имеющим активное сальдо платежного баланса по текущим расчетам или эффективно действующие рынки капитала, экспортировать капитал в различные районы мира.

Еврооблигации обладают специфическими характеристиками, для рассмотрения которых необходимо понять роль рынка еврооблигаций в мировых финансах. Во-первых, они предоставляют право выбора валюты выражения. Кроме того, синдикат андеррайтеров должен состоять из банков, которые в конечном счете смогут выгодно разместить выпускаемые облигации на нескольких национальных рынках.

Во-вторых, еврооблигации обладают высокой степенью валютной эластичности. Исторически сложилось, что доллар США и немецкая марка были основными валютами выпуска еврооблигаций. Исходя из данных табл. 7.3, за 1987—1991 гг. выпуск долларовых облигаций составил от 33 до 52% международного предложения облигаций. За этот же период выпуск облигаций, выраженных в немецких марках, составил от 5 до 10%. С 1987 г. второе место по объему выпуска занимают облигации, выраженные в иенах. В табл. 7.3 представлены данные о выпусках облигаций в швейцарских франках, которые являются заграничными облигациями, распространяемыми в Швейцарии.

В-третьих, рынок еврооблигаций обеспечивает большую мобильность капитала в международном масштабе, так как привлекает большее количество заемщиков и инвесторов, чем другие международно-ориентированные финансовые рынки. В-четвертых, еврооблигации обеспечивают инвесторам большую диверсификацию портфелей, более высокие доходы за вычетом налогов (глава 20), чем те, которые бы они получили при вложении денег в отечественные облигации. В-пятых, существует тесная связь между международным еврорыночным рынком и рынком еврооблигаций. Например, дилеры и андеррайтеры еврооблигаций могут получать займы в еврорыночных валютах для финансирования своих операций. Наконец, доход по еврооблигациям не облагается подоходным налогом. Этот факт, а также возможность инвестора действовать анонимно являются важнейшими факторами, привлекающими инвесторов на рынок еврооблигаций.

ТАБЛИЦА 7.3 ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ВЫПУСКОВ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, %

	1987	1988	1989	1990	1991
Доллар США	38,8	41,2	52,0	36,4	32,8
Швейцарский франк	12,91	11,1	7,5	10,0	6,9
Немецкая марка	8,0	10,1	6,3	6,8	5,2
Фунт стерлингов	7,8	9,4	7,1	8,6	8,2
Иена	13,7	8,4	8,3	13,2	13,7
Канадский доллар	3,4	5,7	4,4	2,8	7,7
ЭКЮ	4,0	4,9	4,9	7,3	10,1
Австралийский доллар	4,9	3,4	2,2	14,9 ¹	15,2 ¹
Французский франк	1,3	1,3	2,1		
Голландский гульден	1,1	1,2	0,9		
Другие	4,1	3,3	4,3		
Всего:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Примечания. В 1987—1989 гг. все валюты конвертировались в доллары США по постоянному курсу (конец 1986 г.).

¹ Из которых доля швейцарских франков в 1990 г. составляла 3,4%, а в 1991 г. — 5,3%.

Источник. ОЭСР, *Тенденции развития финансового рынка (1990, октябрь)*: 66; Банк международных расчетов, 62-й ежегодный отчет (1992):176

МЕХАНИЗМ ДЕЙСТВИЯ ЗАГРАНИЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Срок долговых обязательств и процентный купон

Выпуски заграничных облигаций в Нью-Йорке, Франкфурте, Цюрихе, Лондоне и Токио реализуются с помощью механизма андеррайтинга. Ведущий или управляющий банк работает в тесном сотрудничестве с заемщиком, планируя продажу выпуска облигаций на наиболее выгодных условиях. На этой стадии рассматриваются многие детали выпуска, в том числе срок погашения, купонная доходность, возможность досрочного отзыва, премия за досрочный отзыв и условия погашения.

Обычно заграничные облигации имеют относительно длительные сроки погашения (20—30 лет). Частично это объясняется большим значением институциональных инвесторов на рынках облигаций Нью-Йорка, Франкфурта и других центров выпуска заграничных облигаций. Процентные купоны по облигациям с длительными сроками погашения соответствуют уровню процентных ставок, преобладающих на рынках, и кредитоспособности заемщика. Большинство государственных заемщиков и многосторонних кредитных учреждений, выпускающих облигации в Нью-Йорке, имеют высший рейтинг "AAA". Процент по облигациям будет незначительно превышать ставку, которую Министерство финансов США платит при размещении займа на том же рынке. Напротив, рейтинг кредитоспособности облигаций канадских провинций и органов, управляющих гидроэнергетикой, будет немного ниже этого уровня, и им, следовательно, придется заплатить за получение займов в Нью-Йорке больше. Корпоративные заемщики обладают различной кредитоспособностью в зависимости от их финансового статуса и регионального риска, которые влияют на их международную кредитоспособность.

Облигации с длительными сроками погашения обычно предусматривают условие, согласно которому они не могут быть выкуплены эмитентами раньше определенного срока. Это условие было введено из-за того, что часто заемщики имеют право объявить о досрочном погашении облигаций, т. е. в тот момент, когда им это выгодно. Заемщики объявляют о погашении облигаций при снижении процентных ставок, когда новый заем может быть получен по более низкой стоимости, чем та, которую нужно уплатить для погашения оставшегося долга. Для защиты от этого и компенсации доходов, которые при этом потеряет инвестор, выпуск облигаций может проводиться при условии, согласно которому их нельзя погасить раньше установленного срока (в течение 5 лет и более с момента выпуска). Кроме того, при раннем погашении (на 6-й год) сверх номинала предусматривается премия. Размер премии за досрочное погашение займа определяется исходя из размера процентной ставки на данный выпуск и возможных убытков при раннем погашении. Премия может уменьшаться по мере истечения срока погашения облигации.

Андеррайтинг

После того как управляющий банк согласует с заемщиком все детали выпуска облигаций, создается группа, осуществляющая андеррайтинг. Эта группа включает инвестиционные банки, обладающие следующими качествами:

1. Способность к андеррайтингу, а именно размер (включая собственные средства) и опыт андеррайтинга аналогичных выпусков облигаций;
2. Способность разместить выпускаемые облигации среди местных институциональных инвесторов;
3. Способность разместить выпускаемые облигации среди инвесторов страны заемщика.

Группа, занимающаяся андеррайтингом выпуска облигаций, состоит из нескольких внутренних банков и большого количества банков страны заемщика и других стран, где могут находиться потенциальные инвесторы.

Управляющий банк и группа, осуществляющая андеррайтинг, получают вознаграждение в виде валовой прибыли андеррайтеров. Это значит, что, если выпуск облигаций продается инвесторам по номиналу (1000 долл. за облигацию), андеррайтеры уплатят заемщику цену предложения за вычетом этой разницы. Если разница между ценой, выплачиваемой андеррайтерами эмитенту, и ценой предложения инвестору равна $3/4$, это составляет 7,50 долл. за облигацию, а если разница равна $7/8$, то 8,75 долл. за облигацию. Интересен способ распределения этой разницы. Управляющий банк обычно получает $1/4$ общей величины разницы. Эта сумма является его вознаграждением за подготовку и организацию выпуска облигаций.

Вознаграждение за осуществление андеррайтинга уплачивается участникам группы андеррайтеров и составляет приблизительно $1/4$ разницы. Эта сумма вознаграждает банки за риски, которые они несли при покупке и хранении облигаций для перепродажи. Во время хранения облигаций для перепродажи процентные ставки могут повыситься, а цены на облигации понизиться, и банки-андеррайтеры могут понести убытки. Наконец, остаток разницы (более половины) пойдет на комиссионные сборы за продажу. Эта сумма уплачивается продавцам облигаций. Как мы отметим ниже в этом разделе, разница при продаже еврооблигаций распределяется несколько иначе, чем при продаже заграничных облигаций.

Процентные ставки по заграничным облигациям

Заграничные облигации выпускаются на отдельных национальных рынках долгосрочного ссудного капитала. Поэтому процентные ставки по выпускам заграничных облигаций обычно определяются уровнем ставок, преобладающих на соответствующих рынках. Основное правило заключается в том, что ставки по облигациям в более стабильных валютах ниже, а ставки по облигациям в неустойчивых валютах выше. По-другому это можно объяснить, задав вопрос: "Удовлетворяют ли мирового инвестора процентные ставки по государственным облигациям в местной валюте?" (при приобретении этих ценных бумаг местный инвестор почти не несет рисков). Ставки по процентным купонам и процентный доход по базисным правительственным облигациям на 12 ведущих рынках облигаций представлены на рис. 7.1. Они отражают местные валютные процентные ставки.

В 1970-х годах стало возможно говорить о том, что процентные ставки на рынках облигаций в Нью-Йорке, Франкфурте, Цюрихе, Токио и Париже устанавливаются местным спросом и предложением. Иностранные заемщики не определяют цены на этих рынках. Однако в 1980-х годах приток средств заграничных инвесторов стал более важен при установлении на этих рынках процентных ставок. Например, в первой половине 1987 г. американские власти были обеспокоены тем, что понижение доллара приведет к уменьшению интереса иностранных инвесторов к покупке ценных бумаг Министерства финансов США. В свою очередь, это уменьшение приведет к повышению уровня процентных ставок на рынке облигаций США, что повлечет за собой возникновение трудностей у стран-дебиторов в осуществлении процентных платежей по внешнему долгу.

	Ставка по процент- ным купонам	Дата погашения	Цена	Изменение цены	Доход	Неделю назад	Месяц назад
АВСТРАЛИЯ	12,000	11/01	114,5651	+2,259	9,70	10,04	10,31
БЕЛЬГИЯ	9,000	06/01	99,5500	+0,120	9,06	9,08	9,12
КАНАДА *	9,750	12/01	106,6500	+0,450	8,74	9,08	9,13
ДАНИЯ	9,000	11/00	100,5750	+0,100	8,90	8,94	9,06
ФРАНЦИЯ ВТАН	8,500	11/96	98,3194	-0,018	8,92	8,94	9,02
ОАТ	9,500	01/01	104,5500	-0,070	8,75	8,78	8,83
ГЕРМАНИЯ	8,25	09/01	99,4500	-0,040	8,33	8,22	8,28
ИТАЛИЯ	12,000	06/01	97,6600	+0,200	2,42	12,40	12,53
ЯПОНИЯ № 119	4,800	06/99	92,5475	-0,287	6,24	6,17	6,33
№ 129	6,400	03/00	102,7742	-0,351	5,91	5,85	5,98
НИДЕРЛАНДЫ	8,500	03/01	98,2300	+0,010	8,78	8,76	8,78
ИСПАНИЯ	11,900	07/96	100,9000	-0,100	1,59	11,55	11,41
БРИТАНСКИЕ ОБЛИГАЦИИ	10,000 10,000	11/96 12/01	101—06 101—31	+3/32 +6/32	9,70 9,67	9,84 9,84	9,66 9,60
С ЗОЛОТЫМ ОБРЕЗОМ	9,000	10/08	96—02	+2/32	9,47	9,60	9,36
ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ МИНИСТЕРСТ- ВА ФИНАНСОВ США*	8,125	08/21	102—20	+2/32	7,89	8,08	7,83
Данные на момент закрытия Лондонской биржи, *означает утреннюю торговлю на Нью-Йоркской бирже.				Доходы: стандарт местного рынка.			
Цены на облигации США и Великобритании даны в 32-х долях, остальные — в 10-х.				Technical Data/ATLAS Price Sources.			

Источник. Financial Times, October 31, 1991.

РИС. 7.1. БАЗИСНЫЕ ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Доступ к рынкам заграничных облигаций

К рынкам заграничных облигаций в Нью-Йорке, Франкфурте, Цюрихе и Токио прямой доступ имеют не все заемщики. Многие заемщики хотели бы занимать средства на таких выгодных условиях, но немногие способны осуществить это. Для заемщиков доступ к рынкам заграничных облигаций затруднен. По трудности доступа международных заемщиков рынок еврооблигаций стоит на втором месте после рынков заграничных облигаций (рис. 7.2). Рынок синдицированных еврозаймов более доступен для международных заемщиков (он рассматривается в главе 12). Наиболее легкий доступ международные заемщики имеют к краткосрочным банковским займам. В Нью-Йорке такие канадские экономические единицы, как провинции и органы управления гидроэнергетикой, а также правительства Франции, Австралии и Швеции являются важнейшими заемщиками. В Цюрихе круг заемщиков более разнообразен. В него входят европейские региональные учреждения (Европейское экономическое сообщество, Европейский инвестиционный банк), корпорации с высоким рейтингом кредитоспособности и правительства. В Токио наибольшее предпочтение отдается международным организациям и региональным банкам развития, хотя низкие ставки на рынке в Токио привлекают и других заемщиков.

Высший уровень¹	Рынки заграничных облигаций (Нью-Йорк, Швейцария, Франкфурт, Лондон, Токио)	Очень трудный доступ
Второй уровень²	Рынок еврооблигаций	Относительно трудный доступ
Третий уровень³	Рынок синдицированных еврозаймов	Умеренно легкий доступ
Четвертый уровень⁴	Краткосрочные банковские займы	Самый легкий доступ

¹ Доступ имеют только учреждения с высшей кредитоспособностью, частично из-за ограничений, действующих в этом секторе рынка в отношении институциональных инвесторов.

² Доступ на этот рынок некоторых корпоративных заемщиков и большинства развивающихся стран затруднен.

³ Доступ на этот рынок многих развивающихся стран затруднен.

⁴ Большинство заемщиков имеют доступ к этому источнику средств.

РИС. 7.2. СЕКТОРЫ РЫНКА МЕЖДУНАРОДНЫХ КРЕДИТОВ В ПОРЯДКЕ УБЫВАНИЯ ИХ ДОСТУПНОСТИ

Итак, доступ к рынкам заграничных облигаций затруднен для всех международных инвесторов, не обладающих достаточно высоким рейтингом кредитоспособности. Развивающиеся страны имеют лишь ограниченный доступ к этим рынкам. Только в редких случаях развивающиеся страны действительно имеют доступ к этим секторам рынка капитала (см. рис. 7.2). В большинстве случаев невидимый отбор приводит к предотвращению деятельности заемщиков с низким рейтингом кредитоспособности на рынках Нью-Йорка, Франкфурта и Цюриха. Довольно интересно то, что некоторые заемщики, которые не могут использовать рынки заграничных облигаций, вполне могут занимать средства на рынке еврооблигаций.

ДИНАМИКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Рынок еврооблигаций появился в начале 1960-х годов, когда высокий уровень затрат на инвестирование в Западной Европе уже не мог финансироваться местными рынками капитала из-за их ограниченной емкости. В 1964 г. введение правительством США контроля за движением капитала и налога, уравнивающего ставки процента, стимулировало потребность в новых источниках международного капитала.

Рынок еврооблигаций не имеет конкретного географического местоположения, хотя новые выпуски облигаций обычно осуществляются в Лондоне и Люксембурге. Реализация еврооблигаций предполагает участие нескольких стран. Не имея конкретного местонахождения, этот рынок большей частью остается нерегулируемым, хотя вслед за “большим шоком” в Лондоне в октябре 1986 г. (реорганизацией лондонской фондовой биржи и рынка ценных бумаг) британские власти начали искать способы осуществления контроля за процессом вторичной торговли еврооблигациями. Рынок еврооблигаций является многовалютным, и заемщики имеют возможность выбрать одну из нескольких валют (или корзину валют) для выпуска облигаций. Рынок обеспечивает инвестору высокую степень анонимности.

Анонимная деятельность возможна потому, что еврооблигации выпускаются в форме “на предъявителя”. Владение облигацией означает, что облигация находится в чем-то распоряжении. Облигации на предъявителя противоположны именованным облигациям: владеец именных облигаций фиксируется посредством серийного номера, и передача именной облигации осуществляется путем формализованной процедуры. Так как облигации на предъявителя не являются именованными, они привлекательны для инвесторов, желающих оставаться анонимными.

Ставки процента и срок погашения

Ставки процента по еврооблигациям имеют тенденцию определяться ставками по той же валюте на внутреннем рынке капитала. То есть доходность по долларovým еврооблигациям соответствуют доходности, получаемой на нью-йоркском рынке облигаций, а доходность по еврооблигациям в немецких марках — доходности, получаемой на германском рынке облигаций. При том что доходность по еврооблигациям соответствует доходности на соответствующих внутренних рынках капитала, она не находится в строгом соответствии с процентными ставками на этих рынках. Доходность по еврооблигациям часто может быть ниже, чем на соответствующих внутренних рынках капитала, из-за более высокой эффективности этих рынков. Кроме того, разница между процентными ставками по еврооблигациям и ставками на соответствующих внутренних рынках время от времени изменяется.

Сроки погашения еврооблигаций обычно короче, чем заграничных облигаций. Они составляют 5, 10 или даже 15 лет. В некоторых случаях выпускаются трехлетние ноты. Большинство же иностранных облигаций имеют сроки погашения от 20 до 30 лет.

Более короткие сроки погашения еврооблигаций отражают специфическую роль рынка, интересы инвесторов и потребность контролировать риски. Большую долю еврооблигаций могут приобретать индивидуальные инвесторы. При этом они имеют следующие преимущества:

- 1) налоговую анонимность, которая означает, что полученный купон на оплату процентов соответствует полной величине текущего дохода;
- 2) возможность получения спекулятивной прибыли в виде наличных денег при увеличении стоимости облигации.

Второе преимущество существует потому, что большинство еврооблигаций выражается в иностранной валюте. Бельгийский инвестор, имеющий еврооблигацию, выраженную в долларах, надеется, что курс доллара повысится относительно стоимости бельгийского франка и еврооблигацию можно будет продать с целью получения спекулятивной прибыли. На эту прибыль может повлиять один фактор — повышение долларовых процентных ставок, что приведет к снижению стоимости еврооблигаций (процентный риск изменения ставок). Одним из способов минимизировать эту "потерю ликвидности" еврооблигации является выпуск еврооблигаций с относительно короткими сроками погашения, с тем чтобы резкие изменения процентных ставок не могли привести к резким изменениям цены облигации. В описанном выше примере бельгийские инвесторы могут следовать стратегии поиска возможности получения прибыли от увеличения валютной стоимости облигации.

Причины роста рынка

Данные, приведенные в этой главе, демонстрируют быстрый рост еврооблигаций. За 1982—1986 гг. объем предложения возрос с 51 млрд. долл. до 187 млрд. Резкое падение краткосрочных процентных ставок и чрезмерное повышение цен облигаций с 1982 г. способствовали росту рынка облигаций. В 1987 г. объем рынка снизился до 140 млрд. долл., но опять возрос в 1988—1989 гг. Этот рост был также характерен для более ранних периодов. Этот устойчивый рост объясняется несколькими факторами:

- 1) устойчивым ростом спроса на средства со стороны транснациональных корпораций, правительств и международных организаций;
- 2) возникновением новых источников средств, ищущих сферу их сбыта, включая доходы от нефтяной промышленности стран — членов ОПЕК, накопления развивающихся стран и эпизодическую утечку капитала;

- 3) способностью этого рынка действовать более эффективно, чем рынки зарубежных облигаций. Эта способность, а также возможность анонимной деятельности инвесторов и отсутствие прямого налогообложения их доходов обеспечивают лучшие результаты деятельности на рынке как инвесторов, так и заемщиков;
- 4) высокой степенью гибкости рынка, которая обеспечивает заемщикам и инвесторам возможность выбора валюты облигаций. Кроме того, рынок также обеспечивает возможность выпуска новых видов ценных бумаг, включая простые облигации акционерных компаний, свободно конвертируемые облигации, облигации с купонами и краткосрочные обязательства с изменяющимся процентом.

Процесс андеррайтинга и валовые доходы андеррайтеров

При андеррайтинге еврооблигаций банк, выступающий главой синдиката андеррайтеров, обсуждает все необходимые вопросы с эмитентом, и затем организует группу андеррайтеров (синдикат). Кроме того, организуется синдикат по продаже облигаций для их международного распространения, который может быть очень большим (рис. 7.3).



¹ Специальное агентство, определяющее кредитоспособность заемщика, качество ценных бумаг.

РИС. 7.3. УЧАСТНИКИ АНДЕРРАЙТИНГА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

В 1980-х годах операции по дисконту облигаций, осуществляемые синдикатами по продаже облигаций, привели к резкому снижению доходности на рынке новых выпусков. Это снижение повлекло за собой введение в 1990-х годах метода синдикации с фиксированными ценами при повторном предложении. Этот метод, впервые появившийся в США, сейчас доминирует на рынке. В обмен на более низкую комиссию за выпуск облигаций банки — главы синдикатов андеррайтеров обязуются не снижать цены при предложении облигаций конечным инвесторам. Этот метод используется при осуществлении большинства выпусков еврооблигаций и обеспечивает банкам получение прибыли при каждой сделке.

Андеррайтинг еврооблигаций — это международное предприятие с участием банковских домов из многих стран в синдикатах по андеррайтингу и продаже. Очень редко в каком-то конкретном выпуске облигаций принимает участие банковский сектор лишь одной страны. Риски распределяются между участниками группы андеррайтинга. Кроме того, удачная реализация еврооблигаций требует использования нескольких национальных рынков. Это возможно, когда в андеррайтинге участвует несколько банков из каждой страны.

Валовые прибыли андеррайтеров на рынке еврооблигаций значительно больше, чем на рынках заграничных облигаций. Основной причиной этого различия является больший риск при андеррайтинге еврооблигаций по сравнению с заграничными облигациями. При андеррайтинге местных или заграничных облигаций основными риском является повышение уровней процентных ставок на местном рынке капитала в момент, когда группа андеррайтеров покупает выпуск облигаций у заемщика. В результате этого повышения цены на облигации снизятся, и андеррайтерам придется продавать облигации, неся при этом убытки. В этом случае риск одномерный (возможное повышение процентных ставок на местном рынке капитала).

Часто валовые прибыли андеррайтеров на рынке еврооблигаций в 2 раза выше, чем на рынках заграничных облигаций. Этим компенсируются более высокие риски и издержки при организации продажи облигаций на международной основе. Если валовая прибыль андеррайтеров на рынке еврооблигаций составляет от 1,75 до 2,0%, то комиссия за управление и андеррайтинг составит 15—20% этой величины, а комиссия за продажу — оставшиеся 60—70%. Нужно заметить, что в то время как размер комиссии за продажу кажется достаточно большим, ее доля может быть преувеличена, из-за того что члены синдиката по продаже часто по-разному оценивают стоимость андеррайтинга еврооблигаций.

Рынок еврооблигаций организован немного по-другому, чем рынок заграничных облигаций. Новые выпуски облигаций могут быть выражены в любой из нескольких валют. На цену облигации, выраженной в долларах, может повлиять изменение цен облигаций, выраженных в фунтах стерлингов или немецких марках. Инвесторы на рынке еврооблигаций стремятся покупать облигации в том секторе рынка (или валюте), который обеспечит им большую прибыльность. В случае если заемщик планирует продать еврооблигации, выраженные в фунтах стерлингов, инвесторы могут затребовать процентный доход в размере 10,0%, но также сочтут приемлемыми процентные доходы в размере 9% по облигациям, выраженным в долларах, и 7,0% по облигациям, выраженным в немецких марках (табл. 7.4). Короче говоря, такое установление процентных доходов по еврооблигациям, выраженным в соответствующих валютах, обеспечивает некоторую равновесную систему, в которой инвесторы удовлетворены своими новыми портфелями облигаций.

ТАБЛИЦА 7.4 УРОВЕНЬ ДОХОДНОСТИ ПО ЕВРООБЛИГАЦИЯМ ДО И ПОСЛЕ ВОЗРАСТАНИЯ УРОВНЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК В СЕКТОРЕ НЕМЕЦКОЙ МАРКИ, %

	До	Изменение	После
Доходность			
Облигации, выраженные в долларах	9,00	9,00	9,30
Облигации, выраженные в немецких марках	7,00	7,30	7,30
Облигации, выраженные в фунтах стерлингов	10,00	10,00	10,30

Если заемщик возобновит выпуск стерлинговых еврооблигаций, андеррайтеры купят стерлинговые еврооблигации с уровнем доходности, равным 10%, например, за 98,5 (985 ф. ст.) для перепродажи инвесторам по 100 (1000 ф. ст.). Группа андеррайтеров может получить валовую прибыль в размере 15 ф. ст. за облигацию. Однако существуют некоторые риски. Процентные ставки в любом из трех валютных секторов могут начать возрастать, например из-за увеличения ставок в соответствующих секторах внутреннего рынка долгосрочного ссудного капитала. Увеличение процентных ставок в Нью-Йорке приведет к повышению ставок по долларovým еврооблигациям, а увеличение ставок на германском рынке долгосрочного ссудного капитала повлечет за собой увеличение ставок по еврооблигациям, выраженным в немецких марках, изменяя относительную привлекательность еврооблигаций, выраженных в этих трех валютах (см. табл. 7.4). Поэтому в случае андеррайтинга стерлинговых еврооблигаций увеличение процентных ставок в Лондоне, Нью-Йорке или Франкфурте представляет собой серьезный риск.

Снижение или повышение курса валюты также является риском при андеррайтинге еврооблигаций. Если во время осуществления андеррайтинга стерлинговых еврооблигаций обнаружится, что ожидается ослабление позиций фунта стерлингов или усиление позиций немецкой марки или доллара, инвесторы соответственно изменят направленность своих покупок и вкладов. Это изменение повлияет на успех или неудачу нового выпуска облигаций с позиций андеррайтеров облигаций. Итак, существует несколько источников риска, связанных с изменениями процентных ставок и относительным укреплением стабильности или, напротив, ослаблением положения валюты.

Валютный фактор

Со временем относительная роль и значение ведущих валют, в которых выражаются еврооблигации, изменяется. Это ежегодное изменение долей валют видно в табл. 7.3. Обычно наибольшая часть еврооблигаций выражается в долларах. Второе место занимает немецкая марка (8—10% всех облигаций). За период, рассматриваемый в табл. 7.3, следующее место после марки занимает иена. За ней следует британский фунт. Доля каждой валюты выражения выпусков еврооблигаций определяется следующими факторами.

1. Чтобы подходить для выражения еврооблигаций, валюта должна иметь свободное хождение как стандарт стоимости и единица счета, в которой могут без риска выражаться отложенные платежи.
2. Слишком устойчивые валюты нежелательны с точки зрения заемщика, а неустойчивые — с точки зрения кредитора.

3. При выборе между двумя валютами выражения еврооблигаций существует компромисс между процентной ставкой и устойчивостью валюты.

Что касается 1-го пункта, то для выражения еврооблигаций используются только те валюты, которые принимаются в международных сделках и используются в международном инвестировании. Все четыре ведущие валюты выражения еврооблигаций, перечисленные выше (доллар, немецкая марка, фунт стерлингов, иена), отвечают этому требованию. Швейцарский франк также отвечает этому требованию, но использование швейцарского франка при выпусках еврооблигаций ограничено, что обусловлено стремлением швейцарских властей избежать воздействия на швейцарский франк, которое бы на него оказывалось, если бы он был валютой выражения еврооблигаций. Эта взаимосвязь рассматривается подробнее в приложении к этой главе, которое называется "Швейцария — финансовый пакгауз".

Валюта, которой оказывается предпочтение при выпуске международных облигаций (и особенно еврооблигаций), зависит от страны расположения эмитента облигаций. Это колебание описывается данными табл. 7.5 за 1988—1989 гг.

Четыре наиболее предпочтительные валюты выражения облигаций определяются для каждой из 9 стран, являющихся важнейшими заемщиками на рынках международных облигаций. "1" означает, что заемщики данной страны считают наиболее предпочтительной данную валюту.

Результаты удивительны. В пяти случаях доллар занимает первое место, в четырех — второе. Швейцарский франк и иена имеют 2-й и 3-й ранги.

ТАБЛИЦА 7.5 ИЕРАРХИЯ ЗНАЧЕНИЯ ВАЛЮТ ВЫРАЖЕНИЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, ПО СТРАНАМ ЗАЕМЩИКОВ (1988—1989 гг.)

Страна заемщика	\$	SF	Иена	DM	Фунт стерлингов	Другие ¹
Австралия	2		3		4	1(1)
Канада	1	4	3			2(2)
Франция	2	4	3			1(3)
Германия	2	3		1		4(1)
Италия	1	4	3			2(4)
Япония	1	2	4	3		
Швеция	1	3	2		4	
Великобритания	2	4	3		1	
США	1	4			3	2(4)
Резюме						EAu ECU FF Cdn
Ранг 1	5	-	-	1	1	1 - 1 -
Ранг 2	4	1	1	-	-	- 2 - 1
Ранг 3	-	2	5	1	1	- - - -
Ранг 4	-	5	1	-	2	1 - - -

SF означает швейцарский франк.

EAu означает евроавстралийский доллар.

ECU означает ЭКЮ (единая европейская валюта).

FF означает швейцарский франк.

Cdn евроканадский доллар.

¹ Первая цифра означает значение ранга. Вторая (в скобках) означает следующее: (1) = евроавстралийский доллар, (2) = евроканадский доллар, (3) = французский франк, (4) = ЭКЮ.

Источник. ОЭСР, Тенденции развития финансового рынка (1990, октябрь): 67.

Табл. 7.5 содержит интересную информацию относительно предпочтений заемщиков при использовании в качестве валюты выражения облигаций немецкой марки и фунта стерлингов. Только две страны ставят немецкую марку на первый уровень с 4 ведущими валютами выражения облигаций, а фунт стерлингов — только четыре. Германские заемщики наибольшее предпочтение оказывают немецкой марке, а британские — фунту стерлингов. Такое предпочтение может частично объясняться стремлением избежать валютного риска. Кроме того, можно предположить, что потенциальное усиление позиций немецкой марки и потенциальное ослабление фунта стерлингов могут сделать их неприемлемыми для заемщиков (в случае немецкой марки) или инвесторов (в случае фунта стерлингов), тем самым ограничив использование этих валют в качестве валют выражения облигаций.

В последнее время увеличилось значение ЭКЮ (европейской валютной единицы) как валюты выражения еврооблигаций. Первые облигации, выраженные в ЭКЮ, были выпущены в 1981 г. К концу 1990 г. в обращении на рынке международных облигаций находилось на 60 млрд. долл. облигаций, выраженных в ЭКЮ, что поставило ЭКЮ на пятое место по выражению обращающихся на рынке облигаций. В 1991 г. объем облигаций, выраженных в ЭКЮ, достиг 92 млрд. долл. (табл. 7.2.).

ЭКЮ имеет значение не только как валюта выражения выпусков международных облигаций и нот. Как видно из табл. 7.6, составленной по данным Ежегодного отчета Банка международных расчетов, ЭКЮ является важнейшей валютой выражения банковских займов, особенно в Европе. ЭКЮ все шире используется для выражения выпусков внутренних облигаций (9,9 млрд. долл. в 1991 г.), а также казначейских векселей и нот (18,7 млрд. долл. в 1991 г.).

В 1991 г. валовая стоимость выпусков облигаций, выраженных в ЭКЮ, достигла 32,6 млрд. долл., что сделало ЭКЮ четвертой (после доллара, фунта стерлингов и иены) по популярности валютой среди международных инвесторов. В 1990 г. объем выпущенных на международном рынке облигаций, выраженных в ЭКЮ, впервые превысил объем облигаций, выраженных в немецких марках. Средний размер выпуска облигаций, выраженных в ЭКЮ, возрос с 12 млн. ЭКЮ в 1982 г. до 80 млн. ЭКЮ в 1986 г. и достиг 175 млн. ЭКЮ в 1990 г.

Облигации в ЭКЮ привлекают международных инвесторов своими относительно высокими доходами и низким валютным риском (дополнение 7.1 "Начинается бум ЭКЮ"). В начале 1991 г. 10-летняя облигация, выраженная в ЭКЮ, при покупке у заемщика с высшим рейтингом кредитоспособности имела доходность в размере 10%, а облигация, выраженная в немецких марках, — 8,8%. Тем не менее германская валюта составляет 30% корзины ЭКЮ. Для поддержки использования ЭКЮ быстро развиваются финансовые механизмы хеджирования. Матиф (Matif, Французская биржа финансовых фьючерсов) выпустила первый фьючерсный контракт на облигации в ЭКЮ в конце 1990 г., а LIFFE (Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов) отстала от нее всего на несколько месяцев.

Правительства суверенных государств и наднациональные организации быстро оценили преимущества от средств заимствования в ЭКЮ при хеджировании против валютного риска. Для корпораций частного сектора выгода от использования облигаций в ЭКЮ зависела от возможности обмена средств, полученных от размещения займа, на нужную валюту. Если существует возможность валютных и процентных свопов (они описываются позже в этой главе), британские компании "Бритиш Телеком" (British Telecom), "Максвелл Коммуникейшнз" (Maxwell Communications) — могут получать стерлинговые средства под процент, который гораздо ниже LIBOR. Возможность обмена ЭКЮ на другую валюту зависит от наличия партнера, желающего в результате свопа получить ЭКЮ. К сожалению, возможности свопа не существуют постоянно. В результате некоторые облигационные займы компаний зависят от наличия взаимных возможностей для свопа.

ТАБЛИЦА 7.6 ЧАСТНЫЙ РЫНОК ЭКЮ

Частный рынок ЭКЮ, млрд. долл. США							
Инструменты	1986	1987	1988	1989	1990	1991	Объем облигаций в конце 1991 г.
Общий объем банковского кредитования ¹							
Валовой	6,2	11,1	23,4	24,6	24,9	35,6	239,5
Чистый ²	5,0	8,0	12,0	10,0	18,0	20,0	85,0
Выпуски международных облигаций							
Всего	6,3	8,4	10,9	12,0	17,6	32,6	
Чистый объем выпуска	5,9	7,5	9,8	6,7	11,2	26,3	100,6
Чистые размещения евроног					4,9	3,9	12,3
Внутренние облигационные займы							
Всего	1,7	2,1	8,4	10,3	15,0	9,9	
Чистый объем выпуска	1,7	2,1	8,4	8,7	13,8	6,2	54,0
Краткосрочные внутренние казначейские векселя и ноты							
Всего	0,0	2,0	8,3	19,5	20,2	18,7	
Чистый доход	0,0	2,0	6,5	3,7	-2,4	-2,0	9,2
Мемориальная статья: облигации в ЭКЮ, находящиеся в официальном владении	1,1	1,4	8,1	7,3	13,7	2,3	38,6

¹ Меняется в зависимости от постоянных обменных курсов на конец периода.

² Минус двойной счет, возникающий из-за редепозитирования средств между банками.

Источники. ISMA, Евроклиринг (Euroclear) и национальные власти.

Для заемщика выбор валюты выражения облигаций, скорее всего, определяется следующими рассуждениями. Прежде всего, какова ожидаемая стоимость выпуска облигаций? Она состоит из процентной ставки и размера изменения курса валюты за период нахождения выпуска облигаций в обращении. Французская корпорация, осуществляющая заем на рынке еврооблигаций, имеет следующие альтернативы:

- еврооблигационный заем в долларах США — доход 8,50%;
- еврооблигационный заем в немецких марках — доход 6,75%;
- еврооблигационный заем во французских франках — доход 9,50%.

При предположении, что срок всех трех займов составляет 10 лет, основной вопрос будет следующим: каковы будут средние изменения валютных курсов в следующие 10 лет? Это сложный, но необходимый вопрос. Предположим, что должностное лицо французской корпорации, занимающийся финансами, должно принять решение на основании следующих прогнозов об изменении курсов валют.

1. Доллар опустится по отношению к французскому франку на 2,0% в год.
2. Французский франк опустится по отношению к немецкой марке на 2,8% в год.

Приблизительная стоимость займа с учетом изменения валютных курсов будет следующая:

- заем в долларах США — 6,50%;
- заем в немецких марках — 9,55%;
- заем во французских франках — 9,50%;

Очевидно, что с точки зрения стоимости наиболее привлекательным является заем в долларах. В то же время могут иметь значение другие факторы, а именно степень и образ воздействия выбора валюты выражения облигаций на общую валютную позицию французской корпорации. Управление валютной позицией подробнее описывается ниже. Здесь же мы рассмотрим контроль за валютной позицией в упрощенном виде.

Дополнение 7.1 ВОЗРАСТАНИЕ ЗНАЧЕНИЯ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ В ЭКЮ

За 1981—1991 гг. доля облигаций в ЭКЮ на рынке еврооблигаций значительно увеличилась. В начале 1981 г. прозвучала мысль, что «ЭКЮ — это нечто вроде приманки, "бесплатного завтрака" перед созданием европейского экономического и валютного союза». Ожидалось, что после интеграции европейских экономик доходность по облигациям в ЭКЮ упадет (она была выше, чем, например, ставки по облигациям в немецких марках). В октябре 1991 г. выяснилось, что это предположение оказалось неверным.

Противоречивые сведения о планах подготовить ЭКЮ к общеевропейскому использованию привели в октябре 1991 г. к панической продаже облигаций в ЭКЮ. Распродажи облигаций начались после того, как некоторые официальные лица государственных казначейств и центральных банков европейских стран заявили о поддержке "замораживания" ЭКЮ.

Это "замораживание" означало, что валютная корзина ЭКЮ не будет изменяться в течение 5 лет. Фактически существовала возможность того, что стоимость ЭКЮ снизится по сравнению со стоимостью валют — компонентов корзины ЭКЮ.

Облигационные дилеры активно продавали облигации в ЭКЮ, исходя из предположения о последующем повышении стоимости ЭКЮ. Эта точка зрения предполагала, что если стоимость ЭКЮ действительно возрастет, то европейским странам придется присоединить свои экономики к сильнейшей, в то время как, если бы ЭКЮ просто была заморожена, они бы объединились на равных. Стабилизация ЭКЮ означала бы стремительное снижение процентных ставок по облигациям в ЭКЮ, что обеспечило бы значительную прибыль владельцам существующих облигаций.

Увеличение количества облигационных займов в ЭКЮ и выпусков других международных облигаций привело к стремительному притоку на рынок банкиров. В октябре 1991 г. на рынке ЭКЮ действовало 40 лицензированных "маркет-мейкеров"¹, вдвое больше, чем 10 месяцев назад. Некоторым банкам, формально доминирующим на рынке, например Парибас (Paribas), пришлось бороться за сохранение своих позиций. Вытеснение спекулянтов и разорение инвесторов из-за падения прибылей при выходе на рынок новых участников рынка еврооблигаций ожидалось в 1992 г. В конце 1991 г. и 1992 г. дилерские палаты ЭКЮ терпеливо ожидали указаний от ЕС стабилизировать рынки.

Референдум по Маастрихтскому договору (Maastricht Treaty) оказал дополнительное дестабилизирующее влияние на рынок облигаций в ЭКЮ в 1992 г. Крах рынка произошел после июня 1992 г., когда Дания проголосовала против договора. Пересмотр этого решения в мае 1993 г. вместе с возрастающими надеждами на ратификацию договора привел к некоторому подъему на рынке ЭКЮ в 1993 г. Позднее в этом году Германский конституционный суд (German Constitutional Court) устранил последний барьер к осуществлению договора и тем самым способствовал стабилизации рынка облигаций в ЭКЮ.

Источник. The Economist, October 19, 1991, p. 95.

Управляющему финансами французской корпорации придется рассмотреть 2 основных вопроса: 1) определяет ли каким-то образом валютный состав движения наличности предпочитаемую валюту выражения займа в глобальном масштабе? 2) определяет ли каким-то образом валютный состав пассивов и активов компании предпочитаемую валюту выражения займа в глобальном масштабе?

¹ "Делатели рынка" — брокерские фирмы, постоянно котирующие ценные бумаги, товар.

Представим, например, что французская корпорация имеет большой положительный приток наличности в немецких марках через свой торговый филиал в Западной Германии и большую задолженность (пассив) в долларах США из-за больших заимствований долларовых средств. Такие валютные позиции означают предпочтительность заимствований немецких марок для увеличения их наличного запаса. Они также означают необходимость ограничить будущие заимствования в долларах США из-за существования большого долларового долга.

При сочетании информации об относительной стоимости займа и валютной позиции мы получим достаточно противоречивый ответ. Если исходить из стоимости займа, то долларовый заем предпочтительнее, а если исходить из валютной позиции компании, то предпочтительнее заем в немецких марках. Однако, если объединить информацию об ожидаемых изменениях валютных курсов и процентных ставок, окажется, что стоимость займа во французских франках меньше, чем в немецких марках. Поэтому возможным решением для французской корпорации является выпуск еврооблигаций, выраженных во французских франках.

Основные инструменты рынка еврооблигаций

Рост и эволюция рынка еврооблигаций сопровождались введением нескольких новых облигационных инструментов. Эти различные инструменты служат для удовлетворения специфических нужд заемщиков и кредиторов и увеличивают приспособляемость и гибкость рынка.

Табл. 7.7 описывает долларовый объем и процентную структуру международных облигационных займов за 1987—1990 гг. Простые облигационные займы с фиксированными ставками составляли около 60% объема предложения. В 1987—1989 гг. возросло значение облигаций с варрантами, дающими право на покупку акций, которые в 1989 г. составили 1/4 объема новых выпусков. В 1990 г. их доля упала ниже 9%. Основными заемщиками в этом секторе рынка являлись японские корпорации, но растущее беспокойство по поводу переоценности японского рынка акций привело к снижению активности в этом секторе (Дополнение 7.2).

Краткосрочные обязательства с изменяющимся процентом (FRNs) занимают на рынке еврооблигаций особо важное положение. FRN является сравнительно краткосрочной нотой с автоматической пролонгацией примерно дважды в год. Ставка пролонгации обычно базируется на LIBOR и премии. Размер премии зависит от качества выпуска облигаций или нот. FRNs обычно имеют минимальные ставки. Как правило, доход по ним не опускается ниже этого минимума.

Конвертируемые облигации долгое время были важнейшим компонентом рынка еврооблигаций. По данным табл. 7.7, их выпуски составляли 5—10% всех выпусков. Конвертируемая еврооблигация может рассматриваться как простая облигация с опционом. В этом случае опцион, заключающийся в конвертации облигации в акции той же компании, имеет потенциальную стоимость, в результате существования которой конвертируемая облигация имеет более низкую доходность. В первые годы существования рынка еврооблигаций (1960-е годы) американские компании ввели в использование конвертируемые облигации. За ними последовали европейские и позднее японские компании.

Наконец, облигации с нулевым купоном составляют очень малую долю (менее 1%) выпусков международных облигаций.

Конвертируемые еврооблигации предлагают выгодную валютную деятельность. Еврооблигации, выраженные в долларах, конвертируются в обыкновенные акции выпустивших их компаний. Конвертируемые облигации, выпущенные европейскими или японскими компаниями и выраженные в долларах, имеют двойственную валютную природу. Простая иллюстрация приведена в табл. 7.8. Французская компания может выпустить еврооблигации, выраженные в долларах, с номинальным доходом 4,5%.

Обычная же еврооблигация может иметь доход в размере 9,0%. Конверсионное отношение составляет 10 акций за одну облигацию. Заметьте, что премия по конвертации составляет 200 долл. Инвесторы платят 200 долл. сверх текущей стоимости акции за право конвертировать облигации в акции. Стоимость акций должна будет увеличиться на 200 долл. (1000 французских франков), чтобы рыночная стоимость соответствующего количества акций сравнялась со стоимостью облигаций.

Табл. 7.8 описывает предполагаемую ситуацию 2 года спустя, когда цена акции в местной валюте увеличивается на 65%. Однако стоимость французского франка снижается до 0,167 долл. В результате стоимость еврооблигации (которая сравнялась к этому моменту со стоимостью соответствующего количества акций) стала равной 1100 долл. Ориентированные на доллары инвесторы выиграли 10% за счет роста курсовой стоимости облигаций. Доходность для инвесторов, ориентированных на франк, составила 32%.

Конвертируемые еврооблигации обеспечивают корпорациям некоторые преимущества, в том числе возможность продавать акции с двойной премией. Двойная премия возникает из-за: 1) того что конверсионная премия включается в цену облигации данного выпуска; 2) перспектив получения валютной прибыли, ожидаемой инвесторами из-за стабильности валюты, в которой выражены данные акции во время выпуска.

ТАБЛИЦА 7.7 ПРЕДЛОЖЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ И ИНОСТРАННЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ВИДАМ ВЫПУСКА

				Январь-Август	
	1987 г.	1988 г.	1989 г.	1989 г.	1990 г.
Новые выпуски по основным инструментам, млрд. долл.					
Простые (без особых условий)	121,3	160,2	154,6	105,3	104,4
С плавающей ставкой	13,0	22,3	17,8	11,1	23,0
Обратимые	18,2	11,3	14,1	10,2	6,8
С варрантами, дающими право на покупку акций	24,8	29,7	66,2	50,1	13,1
С нулевым купоном	1,5	1,1	2,3	1,6	0,8
Другие	2,0	2,5	0,7	0,7	-
Всего	180,8	227,1	255,7	179,0	148,1
Структура рынка по видам основных инструментов, %					
Простые (без особых условий)	67,1	70,5	60,5	58,8	70,5
С плавающей ставкой	7,2	9,8	6,9	6,2	15,5
Обратимые	10,1	5,0	5,5	5,7	4,6
С варрантами, дающими право на покупку акций	13,7	13,1	25,9	28,0	8,9
С нулевым купоном	0,8	0,5	0,9	0,9	0,5
Другие	1,1	1,1	0,3	0,4	-
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

ТАБЛИЦА 7.8 КОНВЕРТИРУЕМАЯ ЕВРООБЛИГАЦИЯ, ВЫПУЩЕННАЯ ФРАНЦУЗСКОЙ КОРПОРАЦИЕЙ, ПОСЛЕДСТВИЯ ИЗМЕНЕНИЙ ЦЕНЫ ДОЛИ АКЦИИ И ОБМЕННОГО КУРСА

	КОГДА ОБЛИГАЦИЯ БЫЛА ВЫПУЩЕНА		2 ГОДА СПУСТЯ	
	\$	FF	\$	FF
Стоимость облигации (\$)	1000	5000	1100	6600
Стоимость 10 акций	800	4000	1100	6600
Премия по конвертации	200	1000		
Номинальный доход по облигации	45	-	45	-
Доход по облигации	4,50	-	4,09	-
Обменный курс (\$/FF)	\$ 0,20	FF 5,00	\$ 0,167	FF 6,00
Цена акции (FF)		400		660

Примечание. Облигация выпущена со ставкой конвертации, равной 10 акциям за облигацию.

Дополнение 7.2 ЯПОНСКИЕ КОМПАНИИ ДОЛЖНЫ ВЛОЖИТЬ ЕЩЕ 160 МЛРД. ДОЛЛ. В ВАРАНТЫ И КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ОБЛИГАЦИИ

За трехлетний период (1992—1993—1994 гг.) японские компании должны были рефинансировать крупные суммы выпущенных в конце 1980-х годов простых долговых обязательств. Предполагалось, что после выпуска эти облигации будут использоваться для обмена на акции выпустивших их компаний. Резкий спад на японском рынке обыкновенных акций (индекс Никкей был ниже 18000) привел к тому, что компаниям пришлось рефинансировать эти выпуски. Первоначально эти облигации имели низкие процентные ставки, так как они были связаны с растущими ценами акций.

Если не будут выпущены новые варранты или конвертируемые облигации, японским компаниям придется осуществлять рефинансирование посредством обычных займов у банков и на рынке облигаций. Кредитные возможности японских банков ограничены из-за уменьшения объема капитала. Поэтому компаниям придется искать другие источники рефинансирования.

В то время как японская экономика вступала в фазу спада (1992—1993 гг.), уменьшался приток наличности, и стало не хватать средств для погашения долгов. Кроме того, очевидно, что стоимость капитала для японских компаний возросла. Эти факторы оказали неблагоприятное влияние на японский рынок акций. Ценовая структура коммерческих корпораций претерпела фундаментальные изменения из-за повышения процентных расходов.

ЗАПЛАНИРОВАННЫЙ ОБЪЕМ ЯПОНСКИХ ОБЛИГАЦИЙ, СВЯЗАННЫХ С ОБЫКНОВЕННЫМИ АКЦИЯМИ С ИСТЕКАЮЩИМ СРОКОМ, ТРЕБУЮЩИХ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ, МЛРД. ДОЛЛ.

1992 г.	36,0
1993 г.	83,9
1994 г.	40,3
Всего	160,2

Источник. Адаптировано авторами из Financial Times (April 3, 1992):17.

Налогообложение

Еврооблигации обычно не облагаются большинством налогов. Управляющие синдикатами обычно принимают все возможные в рамках закона меры для избежания уплаты налогов с суммы дивидендов, распределяемых среди держателей облигаций. Так как значительная часть инвесторов является частными лицами, применимость налогов на недвижимое имущество и дарение минимизированы.

Многие корпоративные заемщики выпускают облигации через финансовые дочерние компании, зарегистрированные в "налоговом убежище", например, на Нидерландских Антильских островах (Netherlands Antilles). Такой выпуск не облагается подоходным налогом или налогом на прирост капитала. Эта процедура является важным требованием, если эмитент (финансовый филиал) перессуживает занятые средства. Вся начисляемая процентная разница или ее часть облагается всеми налогами на доход, тем самым снижая выгоду, получаемую при этом методе финансирования. Если американская материнская корпорация использует для выпуска еврооблигаций расположенное за границей финансовое дочернее предприятие, в ее налоговой отчетности в США могут возникнуть значительные суммы скидок на налоги, уплаченные за рубежом. Доход в виде процентов зарубежного финансового филиала может быть иностранным источником, позволяющим материнской компании в США использовать скидку на уплаченные за рубежом (филиалам) налоги.

Международные налоговые соглашения могут способствовать расширению потенциального рынка еврооблигационных займов. Такие соглашения снижают или устраняют налоговое бремя на доход, получаемый международными инвесторами за границей.

ВТОРИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

Вторичный рынок еврооблигаций действует как внебиржевой рынок ценных бумаг. Не существует ни организованной биржи, ни торгового зала; торговля осуществляется с помощью электронных коммуникаций и телефонов. Лондон стал центром торговли еврооблигациями благодаря своей финансовой инфраструктуре, доступности и наличию персонала для осуществления необходимых функций. Большое число маркет-мейкеров (брокерских фирм, постоянно котирующих ценные бумаги) вторичного рынка также проводит свои евровалютные и международные банковские операции в Лондоне.

Вторичный рынок еврооблигаций обеспечивает необходимый уровень ликвидности, позволяя инвесторам покупать и продавать облигации через маркетмейкера. При осуществлении своих функций маркет-мейкеры несут следующие расходы: 1) приобретение неоптимального с точки зрения ликвидности портфеля ценных бумаг; 2) необходимость осуществлять торговлю с инвесторами, часть которых имеет более качественную информацию (на рынке еврооблигаций возможна и внутренняя торговля без поддержки со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities Exchange Commission); 3) стоимость эксплуатации торгового помещения и системы расчетов. Если инвесторы не оплачивают эти расходы в форме валовой прибыли дилеров, маркет-мейкеры могут получить субнормальный (недостаточный) доход от инвестированного капитала. В прошлом многие маркет-мейкеры несли убытки при осуществлении операций на вторичном рынке еврооблигаций.

В 1968 г. в целях повышения профессионального статуса рынка и установления правил, регулирующих деятельность маркетмейкеров, была создана Ассоциация дилеров по международным облигациям (Association of International Bond Dealers, AIBD). Из-за того что рынок имеет определенное географическое расположение, инвесторам из стран, удаленных от торгового центра (Лондона), может быть, трудно сохранять тесную связь с изменяющимися рыночными условиями.

В 1991 г. AIBD была реорганизована в Ассоциацию рынков международных ценных бумаг (International Securities Market Association, ISMA). ISMA имеет около 500 членов, из которых лишь дюжина является маркет-мейкерами, обеспечивающими непрерывную двустороннюю котировку цен. Существование такого малого числа маркет-мейкеров объясняется многими причинами. Наиболее важной из этих причин является недостаточная доходность деятельности. Дилерские прибыли при сделках с еврооблигациями определяются:

- 1) валовой прибылью дилеров (разница между ценами спроса и предложения);
- 2) прибылью от изменения стоимости портфеля ценных бумаг, именуемого для держателя нетто-“коротким” пакетом, когда цены падают, и нетто-“длинным” пакетом, когда цены растут;
- 3) разницей между стоимостью капитала, направляемого на покупку облигаций, и доходностью облигаций. Основная часть портфеля ценных бумаг любого дилера финансируется кредитами, обеспечиваемыми клиринговыми системами Евроклиринг (Euroclear) или Система клиринга по еврооблигациям (Cedel). В свою очередь, прибыль является функцией формы кривой доходности облигаций. Повышательный наклон кривой доходности облигации означает получение прибыли от разницы между доходом по облигации и ее стоимостью.

Цены еврооблигаций назначаются в процентах от номинала. Котировка "bid/ask" ("спрос/предложение"), равная 92—92,5, означает, что курс, предлагаемый покупателем ценных бумаг, равен 920 долл., а курс, предлагаемый продавцом ценных бумаг, — 925 долл. для облигации с номинальной стоимостью, равной 1000 долл. Прибыль дилера по еврооблигациям составит 0,50%, но она может изменяться в соответствии с рыночной ситуацией.

После осуществления торговли расчет посредством обмена облигаций на деньги проводится в день зачисления денег на банковский счет (примерно через неделю). Стандартный размер сделки с еврооблигациями составляет 100 облигаций (номинальная стоимость 100 000 долл.). Котируемые цены относятся к сделкам стандартного размера. В тех случаях, когда сделка заключается на меньшее количество облигаций, цены пересматриваются и инвесторы несут несколько более высокие издержки в форме прибыли, выплачиваемой дилерам.

Купля-продажа на вторичном рынке осуществляется на "купонной" основе. Покупатель уплачивает продавцу согласованную цену и процентные начисления, накопившиеся со времени их последней уплаты. Для подсчета накопленных процентных начислений используется несколько альтернативных методов. Например, для большинства еврооблигаций и облигаций американских корпораций на рынке еврооблигаций обычно используется метод "30/360". Он предполагает, что каждый месяц состоит из 30 дней. Если в месяце 31 день, как между 15 мая и 15 июня 1996 г., процентные начисления распределяются на 30 дней. Накопленный за этот период доход для облигации с номинальным доходом, равным 8%, подсчитывается так:

$$0,08 \times 30/360 = 0,00667.$$

Подсчет накопленного дохода и полная цена покупки еврооблигации на вторичном рынке лучше объяснить с помощью примера.

15 октября 1996 г. трейдер на рынке еврооблигаций покупает 200 еврооблигаций, номинальная стоимость каждой из которых составляет 1000 долл. У облигации 9%-ный купон, а трейдер платит цену в размере 96. Ежегодная выплата по купону облигации — 15 марта. Каковы полные издержки торговца?

Расчет по сделке осуществляется 22 октября. По подсчету на основе "30/360" период 15 марта 1996 г. — 22 октября 1996 г. содержит 217 дней. Накопленный доход составляет

$$200 \times 1000 \text{ долл.} \times 0,09 \times 217/360 = 10,850 \text{ долл.}$$

Сумма, уплачиваемая за покупку облигаций, без учета накопленных процентов, составляет

$$200 \times 1000 \text{ долл.} \times 0,96 = 192\,000 \text{ долл.}$$

Всего уплачивается 192 000 долл. + 10 850 долл. = 202 850 долл.

В 1968 г. и 1970 г. были созданы две международные клиринговые системы расчетов по сделкам с ценными бумагами. В 1968 г. в Брюсселе компанией “Морган Гаранти траст компани” (Morgan Guaranty Trust Company) была создана система Евроклиринга (Euroclear). Два года спустя в Люксембурге была создана Система клиринга по еврооблигациям (Cedel). Эти клиринговые системы обеспечивают передачу ценных бумаг от продавца к покупателю в форме регистрационных записей. В то время как ценные бумаги (еврооблигации) могут храниться в депозитариях различных стран, их учет ведется в Брюсселе или Люксембурге. Система клиринга по еврооблигациям (Cedel) и Евроклиринг (Euroclear) служат как для расчетов, так и для финансирования. Финансирование базируется на облигационных позициях маркет-мейкеров. Оно может составлять до 90% стоимости обеспечения по процентным ставкам, основывающимся на межбанковских ставках по краткосрочным активам в валюте выражения облигаций.

Объем торговли на рынке еврооблигаций быстро рос (табл. 7.9). Данные табл. 7.9 предоставлены Евроклир (Euroclear) и Система клиринга по еврооблигациям (Cedel), двумя клиринговыми системами международного рынка облигаций. В 1990 г. валовой оборот составил 6,5 млрд. долл., что в 40 раз больше оценки объема вторичной торговли за 1979 г., сделанной Дарстом (156 млрд. долл.)¹. В то время как общий оборот в 1986—1990 гг. рос с высокой скоростью, оборот облигаций, выраженных в долларах, снижался. По стоимости только 38% оборота облигаций в 1990 г. было выражено в долларах, что гораздо ниже, чем в 1986—1987 гг.

Большой объем торговли означает значительные прибыли для дилеров (табл. 7.10). Если рассмотреть высокие прибыли от андеррайтинга новых выпусков и деятельности на вторичном рынке, нетрудно понять причины существования избыточного числа маркет-мейкеров на первичном и вторичном рынках. Данные вторичного рынка по международным облигациям, предоставленные ISMA, приведены в табл. 7.11.

ТАБЛИЦА 7.9 ОБОРОТ ЕВРООБЛИГАЦИЙ, МЛРД. ДОЛЛ.

	1986 г.	1987 г.	1988 г.	1989 г.	1990 г.
Евроклиринг и Система клиринга по еврооблигациям:					
Всего	3,5	4,6	4,7	5,3	6,5
% в американских долл.	72	55	44	45	38
Доля рынка Евроклиринга	65	67	63	67	63

Источник. Financial Times (Jan. 18, 1991): 21.

ТАБЛИЦА 7.10 ОСНОВНЫЕ ИЗМЕРЕНИЯ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ (1989—1990 гг.), МЛРД. ДОЛЛ.

1. Первичные выпуски	100—110
2. Доход от валовой прибыли андеррайтеров ¹	2
3. Вторичная торговля	6500
4. Доход от валовой прибыли дилеров при вторичной торговле ²	4—8

¹ Подсчитан по 2% новых выпусков.

² Подсчитан по 1/16—1/18% объема торговли.

Источник. Financial Times, различные выпуски, и авторские оценки.

¹ David Darst, The Handbook of the Bond and Money Markets (New York: McGraw-Hill, 1981), 375.

ТАБЛИЦА 7.11 ЦЕНЫ ВТОРИЧНОГО РЫНКА: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ СЕРВИС, 3 ДЕКАБРЯ 1993 г.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ СЕРВИС FT/ISMA

Перечислены международные облигации последних выпусков, для которых есть соответствующий вторичный рынок. Цены даны на 18⁵⁵ 22 декабря.

Выпуск	Цена спроса	Цена предложения	Изм. на	Доходность	Выпуск	Цена спроса	Цена предложения	Изм. на	Доходность	Выпуск	Цена спроса	Цена предложения	Изм. на	Доходность		
ПРОСТЫЕ ОБЛИГАЦИИ В ДОЛЛАРАХ США					ПРОСТЫЕ ОБЛИГАЦИИ В ШВЕЙЦАРСКИХ ФРАНКАХ					НОТЫ С ПЛАВАЮЩИМИ СТАВКАМИ						
Эбби нейшнл трежари (Abbey Nat Treasury) 6'03	1000	100'	100'	6,46	Мировой банк 0 15	2000	27'	28	+1	6,02	Галифакс (Halifax) 10'97 £	100	112'	113'	5,83	
Альберта провинс (Alberta Province) 9'95	600	108'	108'	4,52	Мировой банк 5'96	300	102'	102'	+1	4,65	Хансон (Hanson) 10'97 £	500	113'	113'	6,35	
Австрия 8'00	400	113'	114	5,78	Мировой банк 8'00	1250	117'	117'	+1	5,42	HSBC Holdings 11,69 £	153	125'	125'	7,59	
Банк Токио (Bank of Tokyo) 8'96	100	107'	108	4,85	Азиян Дев Банк 6 10	100	115'	115'	+1	4,67	Италия 10' 14 £	400	130'	130'	7,53	
Бельгия 9'98	250	116'	116'	5,51	Каунсел Европ	250	103'	103'	3,88	Land Secs 9'07 £	200	104'	105'	6,10		
BFCE 7'97	150	107'	108	5,02	(Council Europe) 4'98	250	103'	103'	3,88	Онтарио (Ontario) 11'01 £	100	123'	123'	6,85		
Бритиш ГЭС (British Gas) 0 21	1500	13	13	7,60	EIB 6'04	300	114'	114'	4,98	Powergen 8'03 £	250	113'	113'	6,86		
Канада 96	1000	109	109	4,56	Елек де Франс (Elec de France) 7'06	100	116'	117'	-1	5,33	Северн трент (Severn Trent) 11'99 £	150	122'	122'	6,60	
СССР 9'95	300	105'	106'	4,07	Финляндия 7'99	300	114'	114'	4,40	Токуо Елек Павер 11 01 £	150	125'	125'	6,61		
Чунг конг фин (Cheung Kong Fin) 5'98	500	97'	97'	6,21	Хуэй Коб (Kobe) 6'01	240	112'	112'	4,47	Мировой банк 11' 95 £	100	107'	108'	5,30		
"Каунсел Европ" (Council Europe) 8 96	100	107'	108	4,91	Испания 6'03	400	110'	110'	4,76	Эбби Нейшнл (Abbey National) 0 96 NZ\$	100	84'	85'	6,29		
"Кредит фонсиер" (Credit Foncier) 9'99	300	116'	117'	5,64	Мировой банк 5 03	150	103'	103	-2	4,60	ТСН2 Фин 9' 02 NZ\$	75	115'	116'	6,78	
Дания 9'95	1571	106'	106'	4,08	Мировой банк 7 01	600	116'	116'	4,29	CEPRME 10 95 Ffr	2000	106'	106'	5,63		
ЕЭС 8'96	100	108	108	4,75	ПРОСТЫЕ ОБЛИГАЦИИ В МЕНАХ					Элек де Франс (Elec de France) 6'22 Ffr	3000	125'	126'	6,70		
EIB 7'96	250	106'	107'	4,80	Бельгия 5 99	75000	109'	110	+1	3,18	SNCF 9'97 Ffr	4000	111'	114'	+1	5,38
Елек де Франс (Elec de France) 9 98	200	113'	113'	5,43	Дания 7 95	40000	105'	105'	2,03	Банко Рома 0 98	200	99,46	99,70	3,1875		
Еврофинанс (Eurofin) 9'96	100	109'	109'	4,75	EIB 6'00	10000	118'	119	3,23	Бельгия 10'97 DM	500	99,96	100,06	6,4375		
Японский экспортно-импортный банк (Ex-Im Bank Japan) 8 02	500	111'	111'	6,21	Елек де Франс (Elec de France) 6'96	20000	108'	109'	-1	2,39	BFCE 0 02 98	350	99,88	100,63	3,4175	
Export Dev Corp 9'98	150	115'	115'	5,27	Испания 6'01	50000	109'	109'	2,22	Британия (Britannia) 0 10 96 £	150	99,91	100,01	5,7875		
Финляндия 7'97	200	107'	107'	4,46	Испания 6'03	50000	109'	109'	2,22	СССР 0 06 £ЮКО	200	98,70	98,93	6,6406		
Финский экспорт (Finnish Export) 9' 95	200	108'	108'	4,46	Елек де Франс (Elec de France) 6'96	20000	108'	109'	-1	2,39	Сингапур 9'98	400	100,00	112,98	5,2500	
Форд мотор кредит (Ford Motor Credit) 6'98	1500	102'	102'	5,75	Интер Амер Дев 7'00	30000	123'	123'	3,19	Кредит ланьонайс (Credit Lyonnais) 10 00	300	99,90	100,45	5,0000		
Gen Elec Capital 9'96	300	110	110'	4,94	Japan Dev Bk 5 99	100000	110'	111	2,95	Дания 9 96	1000	99,54	99,65	3,1875		
GMAC 9'96	200	108'	108'	5,21	Japan Dev Bk 6'01	12000	120'	120'	3,44	Дресднер Файнэнс (Dresdner Finance) 32 98DM	1000	99,96	100,06	6,078		
Ind Bk Japan Fin 7'97	200	107'	107'	5,41	Nippon Tel Tel 5'96	50000	109'	109'	2,22	Елек де Франс (Elec de France) 1 99	400	101,31	102,25	5,2500		
Интер Амер Дев 7'96	200	107'	107'	5,41	Норвегия 5'95	50000	103'	104	2,14	Ferro del Stat 0 10 97	420	99,72	99,95	3,2250		
Италия 6'23	3500	94'	95'	7,43	SNCF 6'00	30000	119'	119'	3,24	Финляндия 0 97	1000	99,96	100,05	3,5000		
Japan Dev Bk 6'01	500	113'	113'	5,99	Швеция 5'95	20000	106'	106'	2,04	Галифакс БизС (Halifax BS) 10 95 £	350	99,96	100,03	5,8750		
Kansai Elec Pwr 1096	350	110'	111'	4,87	Мировой банк 6'00	50000	119'	120	3,20	Италия 0 98	300	99,74	99,88	3,4400		
LTCB Fin 8 97	200	107'	107'	5,45	ДРУГИЕ ПРОСТЫЕ ОБЛИГАЦИИ					Италия 1 98	2000	100,43	100,52	3,4375		
Matsushita Elec 7'02	100	105'	105'	6,53	Арбед (Arbed) 7'95 Lfr	600	106'	107'	+2	2,92	Лидз перманент (Leeds Permanent) 1 96 £	200	99,98	100,08	5,6250	
Nippon Cred Bk 10'95	200	108'	108'	4,75	Genfinance Lux 9'99 Lfr	1000	107'	109'	7,35	Lloyds Bank Perm 5 0 10	600	83,54	84,88	3,5375		
Nippon Tel Tel 9'95	200	105'	106'	4,21	Мировой банк 8 96 Lfr	1000	102'	103	7,01	Малайзия 1 05	650	99,96	100,26	5,2500		
Норвегия 7'97	1000	106	106'	6,80	Bank Voor Ned Gem 7'02 Fl	1000	109'	109'	5,66	Национал (Nationwide) 0 08 96	300	99,86	99,98	5,5175		
Онтарио 7'03	3000	106	106'	5,98	Energie Beheer 8'98 Fl	500	112'	113'	5,42	Новая Зеландия 1 96	250	99,99	100,11	3,4590		
Остер контролбанк (Oster Controlbank) 8'01	200	114'	114'	4,91	Альберта провинс (Alberta Province) 10'96 CS	500	110'	110'	5,42	Ренфо 0 98	500	99,40	99,62	3,3750		
Петро-Канада (Petro-Canada) 7'96	200	105'	105'	6,44	Белл Канада (Bell Canada) 10'99 CS	150	116'	116'	6,98	Societe Generale 0 96	300	99,54	99,70	3,2812		
Португалия 5'03	1000	95'	96	5,94	Бритиш Колумбия 10 96 CS	500	110'	110'	5,49	Staatsbank Berlin -0 05 96 DM	6000	99,97	100,05	6,6983		
Квебек гидро (Quebec Hydro) 9'98	150	115'	116	5,81	Елек де Франс (Elec de France) 6'96	200	116'	116'	6,08	State Bk Victoria 0 05 99	125	99,65	99,90	3,5500		
Quebec Prov 9 98	200	111'	112	5,15	EIB 10'98 CS	130	114'	115'	6,08	Швеция 0 98	1500	100,19	100,25	3,500		
Сейнсбери (Sainsbury) 9'96	150	110	110'	6,81	Елек де Франс (Elec de France) 9'99 CS	275	114'	114'	6,66	Великобритания 1 96	4000	99,81	99,88	2,9375		
SAS 10 99	200	113'	114'	5,50	Gen Elec Capital 10 96 CS	300	109'	110'	5,63	КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ОБЛИГАЦИИ						
SBAB 9'95	500	107'	107'	5,74	KW Int Fin 10 01 CS	400	116'	116'	6,75	Браунинг — феррис (Browning — Ferris) 6' 05	400	99,46	100'	101'	+95,59	
SNCF 9'98	150	115'	116'	5,08	Nippon Tel Tel 10'99 CS	200	116'	116'	7,44	Чабб капитал (Chubb Capital) 6 98	250	86	107	108	+19,51	
Испания 6 99	1500	103'	103'	4,40	Онтарио 8 03 CS	500	118'	118'	6,69	Истман Кодж (Eastman Kodak) 6'01	41,52	110	112	-18,62		
State Bk NSW 8'96	200	107'	108'	4,40	Онтарио Гидро (Ontario Hydro) 10'99 CS	500	118'	118'	6,69	"Толд калгори" (Gold Kalgorie) 7'00	65	105,54	112'	114'	+33,92	
Швеция 5'95	2000	102	102'	4,83	Остер контролбанк (Oster Controlbank) 10'99 CS	150	116'	117	6,61	Хансон (Hanson) 9' 06 £	500	2,5875	124	124'	+17,42	
Сведиш экспорт (Swedish Export) 8'96	700	107'	107'	4,90	Бельгия 9' 96 £ЮКО	125	106'	107	6,02	Hawley Pref 6 02	400	19,1	133'	135'	-1,70	
Токуо Елек Павер 8'96	300	109'	109'	4,91	EIB 10 97 £ЮКО	500	113'	114'	5,14	Land Secs 6'02 £	80	6,72	116	117	-1,70	
Токуо метрополис (Токуо Метрополис) 8'96	200	108'	109'	5,48	Ferro del Stat 10 98 £ЮКО	1000	122'	123	6,29	Лед Ласмо (Led Lasso) 7' 05 £	90	5,64	90'	91'		
Тойота мотор (Toyota Motor) 5'98	1500	100'	100'	5,48	Италия 10'98 £ЮКО	1000	107'	107	5,57	Митсуи банк (Mitsui Bank) 2' 03	200	233,6	93	95	+23,15	
Великобритания 7'02	3000	107'	107'	5,63	Великобритания 9'01 £ЮКО	2750	118'	118'	5,96	6'97	100	2,283	101'	102	+36,49	
Мировой банк 6'99	1500	113'	113'	4,91	AIDC 10 99 AS	100	114'	115	6,77	Nati Power 6' 08 £	250	4,33	124'	124'	+13,63	
Мировой банк 8'97	1500	111'	111'	5,48	БП Америка (BP America) 12' 96 AS	100	112	112'	-1	6,23	Окленд капитал (Oakland Capital) 02	85	39,077	95'	96'	+64,30
ПРОСТЫЕ ОБЛИГАЦИИ В НЕМЕЦКИХ МАРКАХ					Comm Bk Australia 13' 99AS	100	132'	132'	6,69	Смит Ньюби (Smith Newby) 4 02 £	90	1,775	132'	133'	+59,60	
Австрия 5'97	500	102'	102'	5,13	Ekspofinans 12'95 AS	75	109'	109'	5,48	Сумитомо банк (Sumitomo Bank) 3' 04	300	3606,9	85'	86'	+32,15	
Бельгия 7'02	500	109'	110	6,19	Макдональдс Канада (McDonalds Canada) 15 95 AS	100	112'	113'	5,81	Сан альянс (San Alliance) 7' 08 £	155	3,9	116	116'	+21,29	
Кредит фонсиер (Credit Foncier) 7'03	2000	106'	107	6,26	NSW Treasury Zero 0 20 AS	1000	121'	122'	+107'	Теско капитал (Tesco Capital) 9 05 £	200	2,51	121'	122'	+44,83	
Дания 6'98	2000	103'	103'	5,25	R & I Bank 7'03 AS	125	103'	103'	7,20	Техас инструмента (Texas Instruments) 2' 02	300	82'	99'	100'	+37,95	
Дойч финанс (Deutsche Finance) 7'95	1000	102'	102'	5,19	Sin Aust Gort Fin 9 02 AS	150	110'	111'	7,31	+ Информация нет — цена предыдущего дня.						
ЕЭС 8'00	2900	105'	105'	5,48	Юнилевер Австралия (Unilever Australia) 12 98 AS	150	119'	120'	6,58	+ Цена предоставлена только одним "маркет-мейкером".						
EIB 7'99	400	110	110'	5,33	Бритиш ГЭС (British Gas) 12' 95 £	300	108'	108'	5,09							
Финляндия 7'00	3000	108'	108'	5,80	Бритиш Лэнд (British Land) 12'16 £150	141'	142'	8,52								
Ирландия 7'02	500	109	109'	6,35	EIB 10 97 £	637	111'	112'	5,72							
Италия 7'98	5000	106	106'	5,58												
Испания 7'03	4000	107'	107'	6,21												
Швеция 8 97	2500	108	109'	5,50												
Токуо Елек Павер 7'02	1000	109	109'	6,27												
Великобритания 7'97	5500	106'	107	5,14												
Volkswagen Int'l Fin 7 03	1000	103'	103'	6,54												

Простые облигации. Приведенный доход — это доход при уплате цены предложения. Объем выпуска указан в миллионах валютных единиц. Изменения — дневное изменение. Ноты с плавающими ставками. Выражены в долларах, если валюта выражения не указана. Процентный доход минимальный. Скорость — маржа сверх шестимесячной ставки предложения (сверх трехмесячной средней ставки) для доллара США. Конвертируемые облигации. Выражены в долларах, если валюта выражения не указана. Конв. цена — величина номинальной стоимости облигации, обмениваемой на акцию по курсу конвертации, зафиксированному в момент выпуска облигации. Премия — процентная премия к текущей цене приобретения акций за облигацию по самой поздней цене акции. Источник: The Financial Times (1993).

ПРОЦЕНТНЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ СВОПЫ

Природа рынка

С 1981 г. рынок процентных и валютных свопов рос с исключительно высокой скоростью. Его размер увеличился с нуля в 1981 г. до 3 млрд. долл. в 1992 г., по оценке Банка международных расчетов (Bank for International Settlements). В 1989 г. по оценке Ассоциации международных своповых дилеров (International Swap Dealers Association, ISDA), объем рынка процентных свопов составил 1,5 трлн. долл., а валютных свопов — 430 млрд. долл.

Процентные и валютные свопы несколько отличаются от валютных свопов, описанных в главе 4. Процентные и валютные свопы связаны с существующими и развивающимися долгами, когда стороны хотят поменять природу выплаты долгов. Это изменение может выражаться в изменении формы выплаты процентов (фиксированная на плавающую ставку) или валюты выражения платежей по долгу.

В прошлом большое количество свопов было связано с новыми выпусками международных облигаций. В этих случаях заемщик выпускал облигации с целью обмена формы обслуживания долга¹ (процентной, валютной или обеих). В этом отношении необходимо рассмотреть своповый рынок в тесной связи с рынком международных облигаций и рынком синдицированных еврозаймов.

Инструменты и рынки

Своп — это финансовая сделка, при которой две стороны обмениваются на время потоками платежей. Существует два основных типа свопов: процентные и валютные.

Процентный своп предполагает обмен потоками процентных платежей изменяющегося состава, базирующегося на воображаемой основной сумме. При процентном свопе основная сумма не является предметом обмена. Процентные свопы бывают трех основных типов: обмен процентных ставок по купону (фиксированная ставка на плавающую), базовые свопы (одна плавающая ставка на другую); перекрестно-валютные свопы (фиксированная ставка в одной валюте на плавающую ставку в другой). Эти три вида свопов иллюстрируются рис. 7.4.

Валютные свопы — это сделки, при которых две стороны обмениваются некоторыми суммами в двух различных валютах с их последующим возвращением, следуя заранее определенному образцу начисления процента и постепенного погашения долга. Обычно фиксированные процентные ставки используются для каждой валюты. В некоторых валютных свопах может не происходить обмен основной суммы. Валютные свопы были подробно описаны в главе 5, где также рассматривалась типичная своповая сделка МБРР.

Классический или простой процентный своп

Наиболее широко используемый в начале и середине 1980-х годов процентный своп назывался классическим или простым процентным свопом. Это 5—7-летний своп, основанный на обмене фондов, предоставленных под плавающую ставку, определяемую на базе 6-месячной ставки LIBOR, на фонды с фиксированной ставкой. Эти

¹ Выплата процентов и погашение основной суммы.

свопы в основном ограничивались выпусками еврооблигаций конечных пользователей, предоставляющих активы с фиксированной процентной ставкой, но желающих получить активы с плавающей ставкой по сниженной цене. В этих случаях заемщики активов с фиксированной ставкой, которые имели сравнительно больший доступ к активам с плавающей ставкой, осуществляли свопы с целью получения по более низкой стоимости средств для финансирования путем выпуска новых облигаций или получения активов с фиксированной ставкой, которые нельзя было получить другим способом. Многие еврооблигации выпускались исключительно для осуществления свопа.

Табл. 7.12 содержит иллюстрацию того, как может работать классический своп. Заемщик класса AAA, возможно крупный европейский банк, может получить долларовый заем на рынке еврооблигаций по фиксированной ставке, равной 9,5% или плавающей едиобразной ставке LIBOR. Корпоративный заемщик (с меньшей кредитоспособностью) может получить долларовый заем на рынке еврооблигаций по фиксированной ставке, равной 11,7%, или плавающей ставке LIBOR +1%. Корпорация предпочитает обслуживать долг по фиксированной ставке. Европейский банк предпочитает обслуживать долг по плавающей ставке, так как он может использовать долларовый заем с плавающей ставкой для хеджирования против риска изменения процентной ставки. Разница в валовых прибылях андеррайтеров составляет 1,2%.

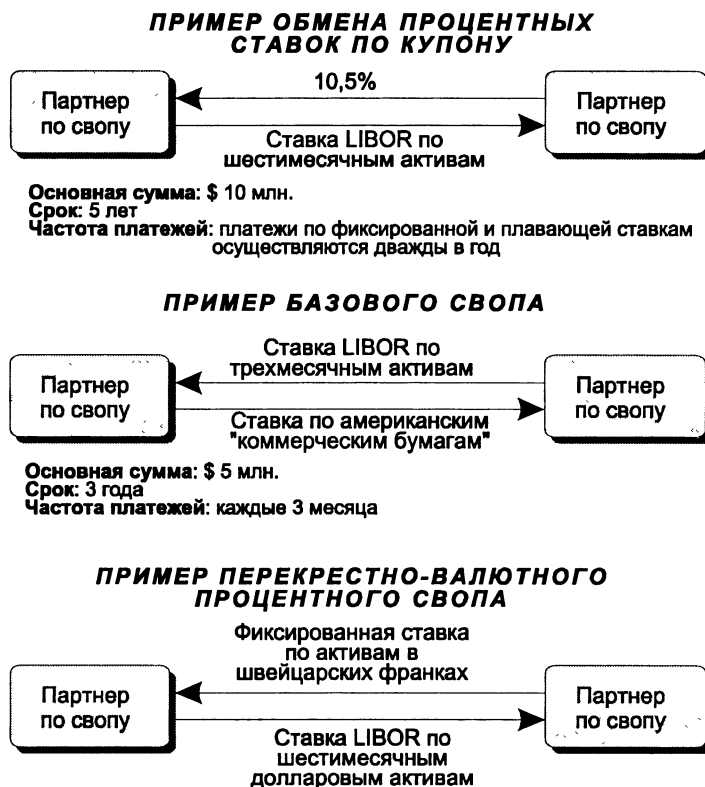


РИС. 7.4. ТРИ ОСНОВНЫХ ТИПА ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ

Источник: Банк международных расчетов.

ТАБЛИЦА 7.12 ИЛЛЮСТРАЦИЯ ПРОСТОГО ПРОЦЕНТНОГО СВОПА, ВСЕ СДЕЛКИ В ДОЛЛ. США

	СТОИМОСТЬ НОВОГО ЗАЙМА	
	Фиксированная ставка	Плавающая ставка
Заемщик класса AAA (банк)	9,5%	LIBOR
Заемщик с меньшей кредитоспособностью	11,7%	LIBOR + 1%
Валовая прибыль андеррайтеров	2,2%	1%
Разница в валовых прибылях андеррайтеров		1,2%
Своповая сделка:		
Заемщик класса AAA получает средства под 9,5%	— меняет на плавающую ставку LIBOR — 0,5%	
Заемщик с меньшей кредитоспособностью получает средства по плавающей ставке LIBOR + 1%	— меняет на фиксированную ставку в размере 11,0%	
Экономия средств:		
Заемщик класса AAA платит по свопу ставку LIBOR — 0,5%, экономия при этом 0,5%		
Заемщик с меньшей кредитоспособностью платит по свопу фиксированную ставку в размере 11%, сохраняя 0,7%		

Своповая сделка предполагает, что заемщик класса AAA берет на себя долговое обязательство с фиксированной ставкой, равной 9,5% и меняется ею с партнером по свопу на плавающую ставку LIBOR минус 0,5%. Заемщик с меньшей кредитоспособностью берет на себя долговое обязательство с плавающей ставкой (LIBOR + 1%) и меняется ею с партнером по свопу на фиксированную ставку, равную 11,0%. Обе стороны (заемщик класса "AAA" и заемщик с меньшей кредитоспособностью) действуют по отношению друг к другу как партнеры по сделке. С другой стороны, в качестве партнера по сделке для каждой из сторон-заемщиков может выступать банковский посредник. Обе стороны получают средства по пониженной цене.

С начала деятельности рынка процентных свопов в 1981 г. значительно возросло число конечных пользователей, и стороны стали неохотно принимать на себя риск не-кредитоспособности в чисто брокерском свопе. Это позволило крупным коммерческим и инвестиционным банкам выступать в качестве посредников путем осуществления двух компенсирующих друг друга свопов. Посредники сейчас почти всегда выступают исключительно как партнеры по сделке. Часто банковский посредник имеет высокую кредитоспособность и поэтому является более приемлемым партнером.

Свопы являются привлекательным источником забалансовых поступлений. Кроме того, свопы способствуют осуществлению других видов деловой активности для банков (андеррайтинг еврооблигаций и такие производные торговые инструменты, как фьючерсы и опционы). Коммерческие банки имеют тенденцию использовать свопы как расширение своей общепринятой банковской деятельности. Банки могут устанавливать цену на части займа с фиксированной ставкой (займа с плавающей ставкой и свопа) более эффективно путем разделения этих компонентов. Инвестиционные и торговые банки чаще всего рассматривают свопы как ценные бумаги, предназначенные для купли-продажи на рынке. Путем стандартизации своповых контрактов они увеличивают ликвидность свопового рынка.

КОНКУРЕНЦИЯ НА РЫНКАХ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рынки международных облигаций демонстрируют и стимулируют высокую степень конкуренции в мировой мобилизации капитала. В XIX столетии безусловным центром выпуска заграничных облигаций был Лондон. Такое положение Лондона основывалось на том, что фунт стерлингов являлся валютой, доминирующей в международных финансах, а также стремлением британских инвесторов приобретать большие портфели

облигаций, выпускаемых нерезидентскими заемщиками. Для сравнения: в XX веке исключительное положение Лондона поколебалось с появлением таких центров выпуска заграничных облигаций, как Нью-Йорк и Цюрих. Первый выпуск еврооблигаций, выраженных в долларах США, был осуществлен в 1963 г., когда правительство США ввело налог, уравнивающий ставки процента (Interest Equalization Tax, ИЕТ). Другие валюты выражения облигаций (немецкая марка, французский франк и голландский гульден) также стали популярными на рынке еврооблигаций в 1960-х годах. Первые еврооблигации, выраженные в японских иенах, появились в конце 1970-х годов. В настоящее время друг с другом конкурируют несколько секторов рынка заграничных облигаций: рынок облигаций в швейцарских франках; рынок долларовых облигаций, выпускаемых в США иностранными заемщиками (регистрируется в Комиссии по ценным бумагам и биржам; Yankee bond); рынок облигаций в немецких марках и рынок облигаций в иенах, эмитируемых в Японии нерезидентами (Samurai bond). После сокращения в Великобритании объема вмешательства государства в работу финансового рынка в 1979 г. Лондон получил некоторые преимущества по сравнению со своими конкурентами на рынках евро- и заграничных облигаций (см. главу 8).

Конкуренция между секторами рынка и кредитно-финансовыми учреждениями

Некоторые рынки международных облигаций могут быть конкурентными по ряду причин. Для того чтобы успешно действовать в качестве центра финансирования путем выпуска международных облигаций, страна должна иметь устойчивую экономическую базу и стабильную валюту. Кроме того, международные кредиторы и заемщики должны быть уверены в финансовой системе страны выпуска облигаций и финансово-кредитных учреждениях, через которые будут перечисляться средства. Поэтому многие страны, такие как Британия, Япония и Швейцария, либерализовали свои финансовые рынки с целью привлечь на них больший объем международных финансовых сделок.

Благоприятная политическая, экономическая и законодательная среда окажет позитивное воздействие на способность рынков облигаций конкурировать с целью привлечь больший объем международного финансирования. Частью этой среды являются такие учреждения, как коммерческие и инвестиционные банки, облегчающие новые выпуски облигаций и вторичную торговлю.

Международные коммерческие и инвестиционные банки являются основными каналами, способствующими международному движению капитала. Эти финансовые учреждения конкурируют и сотрудничают друг с другом с целью получения большей доли рынка в мировом масштабе. Из-за усиления конкуренции между финансовыми центрами этим учреждениям приходится использовать различные стратегии. Метод совместной деятельности кредитно-финансовых учреждений двух различных стран, таких как "Кредит Сюис"/"Фёрст Бостон" (Credit Suisse/First Boston), не является необычным. Банки, участвующие в финансировании посредством выпуска международных облигаций, также могут обеспечивать консультативный сервис для международных корпораций относительно слияния и поглощения компаний, стратегий финансирования, объема, срока действия, дохода и валюты выражения выпуска ценных бумаг и их места на рынке. С тем, чтобы успешно конкурировать между собой, эти банки должны как следует продумать свои источники капитала, качество финансовой информации и экспертизы, компетентность штата сотрудников, использование современных средств коммуникации и способы установления хороших отношений с клиентами. Постоянно меняющиеся ранги 20 управляющих банков на рынке еврооблигаций в 1984—1992 гг. свидетельствуют о сильной конкуренции между этими банками (табл. 7.13).

ТАБЛИЦА 7.13 20 ВЕДУЩИХ УПРАВЛЯЮЩИХ БАНКОВ НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

РАНГ 1984 г.	РАНГ 1988 г.	РАНГ 1992 г.
1 Кредит Сюис Фёрст Бостон (Credit Suisse First Boston)	1 "Номура Секьюритис" (Nomura Securiteis))	1 Дойчбанк (Deutsche Bank)
2 Морган Гарант (Morgan Guaranty)	2 Си ЭС эфби/"Кредит Сюис" (CSFB/Credit Suisse)	2 Номура (Nomura)
3 Дойчбанк (Deutsche Bank)	3 Дойчбанк (Deutsche Bank)	3 Объединенный банк Швейцарии
4 Морган Стэнли (Morgan Stanley)	4 Дейва Секьюритис (Daiwa Securities)	4 Кредит Сюис Фёрст Бостон (Credit Suisse First Boston)
5 "Саломон Бразерс" (Salomon Brothers)	5 Ямайчи Секьюритис (Yamaichi Securities)	5 Банк Парибас (Banque Paribas)
6 "Меррилл линч" (Merrill Lynch)	6 Никко Секьюритис (Nikko Securities)	6 Никко Секьюритис (Nikko Securities)
7 "Номура Секьюритис" (Nomura Securities)	7 Меррилл Линч капитал маркетс (Merrill Lynch Capital Markets)	7 Ямайчи Секьюритис (Yamaichi Securities)
8 Голдмен Сейчс (Goldman Sachs)	8 Бэнкэрс траст интернейшнл (Bankers Trust International)	8 Дейва Секьюритис (Daiwa Securities)
9 Эс Джи Уорбург (SG Warburg)	9 Банк Парибас (Banque Paribas)	9 Меррилл Линч (Merrill Lynch)
10 Банк насьональ де Пари (Banque Nationale de Paris)	10 Джей Пи Морган секьюритис (JP Morgan Securities)	10 Голдмэн Сайчс интернейшнл (Goldman Sachs Intl)
11 Дресднер банк (Dresdner Bank)	11 Промышленный банк Японии (Industrial Bank of Japan)	11 Си Си ЭФ (CCF)
12 Банк Парибас (Banque Paribas)	12 Объединенный банк Швейцарии (Union Bank of Switzerland)	12 Промышленный банк Японии (Industrial Bank of Japan)
13 Дэйва Секьюритис (Daiwa Securities)	13 Саломон Бразерс (Salomon Brothers)	13 Джей Пи Морган (JP Morgan)
14 Societe Generale	14 Джи ЭС Уорбур" (JS Warburg)	14 Эс Джи Уорбург (SG Warbueg)
15 Объединение швейцарских банков (Swiss Bank Corporation)	15 Голдмэн Сейчс интернейшнл (Goldman Sachs International)	15 Объединение швейцарских банков
16 Лехмэн Бразерс Интернейшнл (Lehman Brothers International)	16 Дресднер банк (Dresdner Bank)	16 Коммерцбанк (Commerzbank)
17 Орион Роял бэнк (Orion Royal Bank)	17 Морган Стэнли интернейшнл (Morgan Stanley International)	17 Банк насьональ де Пари (Bank Nationale de Paris)
18 Коммерцбанк (Commerzbank)	18 Коммерцбанк (Commerzbank)	18 Кредит Лайоннайс (Credit Lyonnais)
19 "Никко Секьюритис" (Nikko Securities)	19 Объединение швейцарских банков по инвестиционному банковскому делу (Swiss Bank Corp Investment Banking)	19 Морган Стэнли (Morgan Stanley)
20 "Кантри бэнк" (Country Bank)	20 Хамброс банк (Hambros Bank)	20 Банкирский траст (Bankers Trust)

Источники. The Economist, Institutional Investor, Financial Times.

Заемщики на рынках международных облигаций включают правительства и их агентства, ТНК, международные организации и государственные компании по коммунальному обслуживанию. Эти заемщики хорошо осведомлены о стоимости финансирования, источниках средств, тенденциях в финансовой структуре и прибылях. Следует ли выпускать облигации в Лондоне, Токио, Нью-Йорке или Швейцарии? Следует размещать выпуск путем открытой подписки¹ или частного размещения²? Должны ли облигации быть конвертируемыми или иметь купоны или другие характеристики? Следует выпускать облигации с фиксированной или плавающей ставкой? Японские фирмы, использующие купоны, в последнее время увеличили использование облигаций в евроиенах, подтвердив

¹ Предложение подписки для продажи широкой публике.

² Без объявления в печати и без участия широких групп подписчиков.

значение конкурентных стратегий заемщиков. Конкурентные рынки международных заемщиков и инвесторов дополнительно описываются в главах 12 и 18 соответственно.

Выпуск глобальных облигаций

Конкуренция на рынках международных облигаций может стимулировать финансовые нововведения. Одно из таких нововведений — выпуск глобальных облигаций. Вкратце, выпуск глобальных облигаций — это выпуск долговых обязательств, предлагаемых одновременно на все основные рынки мира. Выпуск глобальных облигаций требует многих месяцев подготовки перед осуществлением андеррайтинга. Это время требуется для определения структуры первоначального распространения облигаций на некоторых менее открытых национальных рынках. Также должны быть решены местные проблемы, такие как соответствие требованиям местного регулирования.

Международные облигации принимаются инвесторами многих стран. Эти инвесторы выражают свое стремление приобрести облигации, выраженные в ведущих валютах. Учитывая то, что международные облигации принимаются инвесторами во всем мире, следует ожидать, что заемщики попытались бы выпустить на международный рынок капитала облигации, которые продавались бы одновременно во всем мире. Такой мировой выпуск облигаций обеспечил бы следующие преимущества:

- 1) широкое распространение и высокую ликвидность;
- 2) расширение рынка для заемщика, основывающееся на рекламе и повышении кредитоспособности;
- 3) создание мирового базисного выпуска облигаций.

Выделяется несколько видов выпусков международных базисных правительственных облигаций (см. рис. 7.1). Они играют важную роль в обеспечении базовых соотношений для определения цены выпусков облигаций, впоследствии продаваемых в рыночном секторе, который занимает базисный выпуск. Этот выпуск может иметь высокое качество, а поэтому и один из самых низких уровней процентных ставок, установленных в этом секторе рынка. Если базисные правительственные облигации отсутствуют, можно использовать выпуски неправительственных облигаций высокого качества (например, облигации МБРР).

МБРР играет ведущую роль в выпуске мировых облигаций. Причинами этого являются следующие.

1. МБРР имеет большую потребность в международном капитале с ежегодной программой заимствования в 10—12 млрд. долл.
2. Функция МБРР заключается в получении средств для финансирования по минимально возможной цене, с тем чтобы сэкономленные таким образом средства можно было передать заемщикам развивающихся стран, имеющим ограниченную способность погашать долги.
3. МБРР имеет международный кредитный рейтинг "AAA".
4. Эта организация осуществляет нововведения в сфере мировых финансов, развивая использование валютных свопов в своей программе заимствования, начиная с 1981 г. В 1990-х годах МБРР ввел практику выпуска глобальных облигаций.

Дополнение 7.3 описывает в общих чертах условия первого мирового выпуска облигаций в иенах, предпринятого МБРР в 1992 г.

Дополнение 7.3 ПЕРВЫЙ МИРОВОЙ ВЫПУСК МЕЖДУНАРОДНЫМ БАНКОМ РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ ОБЛИГАЦИЙ В ИЕНАХ — 1992 г.

Эмитент:	Международный банк реконструкции и развития
Объем:	250 млрд. иен
Спрэд при перепредложении:	19 базовых пунктов по JGB № 129
Номинальный процентный доход:	5,25%
Срок:	10 лет
Инвестиционные банки, совместно выступающие главой синдиката андеррайтеров:	IBJI, Джей Пи Морган (JP Morgan), Номура (Nomura)
Размещение облигаций:	20% в Японии 17% в США 10% на Дальнем Востоке (кроме Японии) 53% в Европе и на Среднем Востоке

JGB — японская правительственная облигация

Развивающиеся рынки долгов

Начиная с 1989 г. рынок долговых обязательств заемщиков стран, выходящих на рынок, приобрел “второе дыхание”. В этом году министр финансов США Брейди (Brady) предложил новый подход к решению долговых проблем развивающихся стран и восстановлению кредитоспособности перестраивающихся стран. По этому плану странам оказывалась поддержка при проведении реформ, которые способствовали достижению внутренней стабилизации и внешнего равновесия. Некоторые страны, приложившие значительные усилия к осуществлению реформ, сейчас выигрывают от возможности доступа к рынку с улучшающимися условиями кредитования. Долговые операции Брейди стали катализатором этого процесса.

План Брейди внедрил важные нововведения. Страны и банковские комитеты кредиторов принимали единые пакеты соглашений, содержащих меры по снижению суммы долга и уменьшению его обслуживания. Эти меры менялись от случая к случаю и предоставляли банкам широкий выбор способов обмена долга на облигации. Эти реструктуризации долга увеличили роль облигаций как долговых обязательств в ущерб кредитам, удлинители периоды погашения долгов и изменили плавающие ставки по многим долговым обязательствам на фиксированные.

Наиболее популярными методами уменьшения суммы долга оказались дисконтные и паритетные обмены. Кредиторы обменивали существующие займы на новые облигации с меньшей основной суммой (дисконтный обмен) или с той же основной суммой, но с фиксированными субрыночными процентными ставками (паритетный обмен). Чаще всего основная сумма полностью финансировалась облигациями Министерства финансов США (U. S. Treasury) с нулевым купоном, а следующие 12 месяцев процентных платежей — высококачественными краткосрочными ценными бумагами. Обеспечение эффективно снижало долговое бремя дебитора, так как вычет процентов со счетов обеспечения покрывал стоимость финансирования этих счетов.

План Брейди поддерживал проекты перерасчета долгов. Скорость этих перерасчетов значительно выросла после 1989 г.; за 1989—1992 гг. по официальным проектам

было пересчитано претензий на сумму 28 млрд. долл. Ожидалось, что семь операций Брейди, которые должны быть закончены к 1993 г., погасят долговые обязательства на сумму 50 млрд. долл., или примерно 1/3 подходящих для этого банковских долгов.

Страны, принявшие план Брейди, иллюстрируют сложные взаимодействия между уменьшением суммы долга, улучшающейся способностью обслуживать долг и вторичным вступлением на рынок долговых обязательств. После осуществления операций Брейди началось возвращение на рынки международных облигаций мексиканских заемщиков. Вследствие этого уменьшилась разница в процентных платежах по мексиканскому долгу. Объем заимствований значительно вырос, а сроки удлинились (рис. 7.5).

Перестраивающиеся страны, осуществляющие план Брейди сейчас участвуют в разнообразном финансировании на рынке долгосрочного ссудного капитала. Это финансирование включает выпуски международных облигаций, обыкновенных акций и другие выпуски ценных бумаг. За двухлетний период (1992—1993 гг.) приток капитала в 9 перестраивающихся стран составил более 103 млрд. долл. Объем международных облигаций, выпущенных Мексикой, Бразилией, Аргентиной и Венесуэлой, составил приблизительно 36 млрд. долл. Некоторые выпуски мексиканских облигаций описываются в дополнении 7.4.

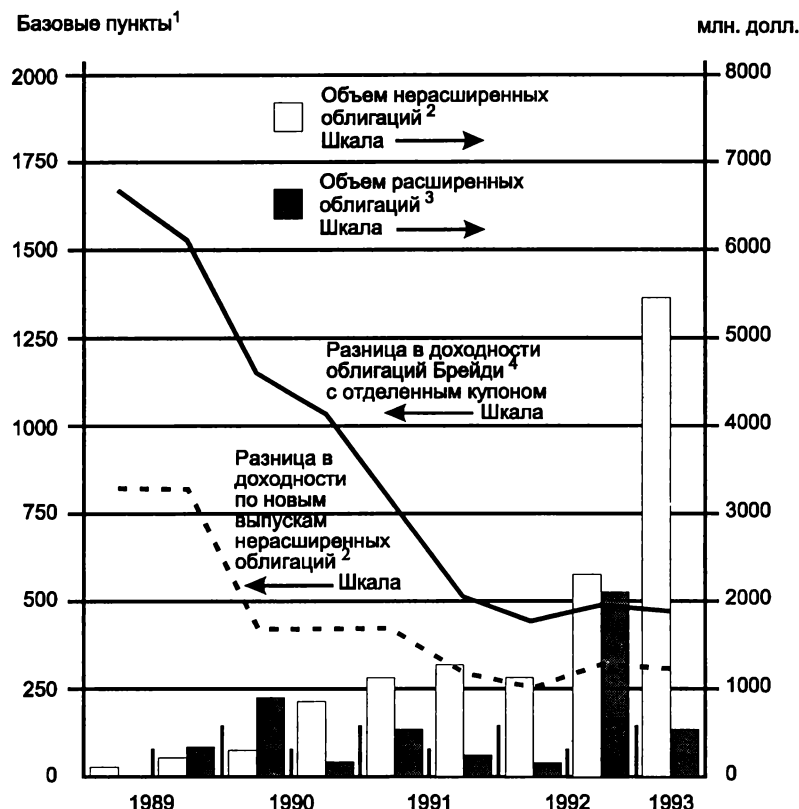
ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рынок международных облигаций состоит из двух ключевых компонентов: рынков заграничных облигаций и рынка еврооблигаций. Эти компоненты в некоторых отношениях отличаются друг от друга, и различия включают валюту выражения выпусков облигаций, тип инвесторов, средний срок погашения облигаций и налогообложение. Рынки заграничных облигаций (Нью-Йорк, Лондон, Цюрих) действуют гораздо дольше, чем рынок еврооблигаций, но последний гораздо больше по размерам.

Рынки заграничных облигаций имеют тенденцию концентрироваться на институциональных инвесторах и облигациях с большим сроком погашения. Относительно легкий доступ к этим рынкам имеют заемщики с высокой кредитоспособностью, и довольно трудный — заемщики с менее высокой кредитоспособностью. На рынке заграничных облигаций вознаграждение за андеррайтинг обычно составляет менее 1%, а на рынке еврооблигаций оно выше.

Рынок еврооблигаций возник в начале 1960-х годов, что частично было связано с высокими уровнями инвестирования в Европе. В 1964 г. в США был введен контроль за движением капитала, что способствовало ускорению роста рынка еврооблигаций. Ведущей валютой выражения облигаций на рынке был доллар США. Другие важнейшие валюты — это немецкая марка, иена и французский франк. Сроки погашения еврооблигаций несколько меньше, чем заграничных. Процентные ставки по еврооблигациям соответствуют ставкам по активам в стране, где валюта выражения облигаций является внутренней.

Устойчивый рост рынка еврооблигаций отражает несколько тенденций, в том числе увеличение потребности в средствах корпораций, правительств и международных организаций. Кроме того, рынок подпитывается новыми источниками средств. Рынок имеет высокую степень гибкости в зависимости от выбора инвесторами и заемщиками валюты и типа ценных бумаг (простые облигации акционерных компаний, конвертируемые облигации, облигации с купонами, краткосрочные обязательства с изменяющимся процентом). Вторичный рынок еврооблигаций стремительно расширяется, обеспечивая ликвидность и большую рыночную эффективность.



Источники. International Financing Review, Euroweek, Financial Times, "Саломон Бразерс" (Salomon Brothers), "Джей Пи Морган" (J. P. Morgan) и оценки персонала Федерального резервного банка Нью-Йорка (Federal Reserve Bank of New York).

¹ Спрэд по сравнению с облигациями Министерства финансов США аналогичных сроков погашения.

² Нерасширенные облигации являются новыми выпусками, которые не могут обмениваться на акции и не гарантируются обеспечением или счетами дебиторов.

³ Объем облигаций, расширенных приложением обеспечения, счетами дебиторов и возможностью обмениваться на акции.

⁴ Разница в доходности негарантированной части паритетных облигаций, т. е. облигаций с отделенным купоном. До выпуска облигаций Брейди она соответствовала разнице в доходности соответствующих банковских займов Брейди. Предполагаемые доходы по банковским займам вычисляются путем деления средней ожидаемой долгосрочной процентной ставки на цену займа.

РИС. 7.5. МЕКСИКА: ОБЪЕМ И РАЗНИЦА В ДОХОДНОСТИ НОВЫХ ВЫПУСКОВ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 1989—1993 гг., ПЕРВАЯ ПОЛОВИНА

С 1981 г. рынок процентных свопов быстро растет. Процентные свопы тесно связаны с новыми выпусками международных облигаций. В таких случаях заемщик выпускает облигации с целью обмена одной процентной формы обслуживания долга на другую. Конечные пользователи используют своповый рынок для получения финансирования по низкой стоимости, активов с высокими доходами, хеджирования открытых позиций, осуществления управления пассивами и активами или спекуляций.

В 1989 г. был представлен план Брейди, включающий важнейшие нововведения для снижения долга и разрешения долгового кризиса. Страны, принявшие план Брейди, сейчас участвуют в различном финансировании на рынке капитала.

Дополнение 7.4 ОТДЕЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИЙ РАЗВИВАЮЩЕГОСЯ РЫНКА ДОЛГОВ

Эмитент/гарант	Ценная бумага	Размер займа, млн.	Дата выпуска	Цена выпуска, %	Номинальный процентный доход/частота	Срок погашения	Способ погашения
Чили							
Республика Чили/нет	плавающая ставка	US \$ 200	26.03.91	100,00	L+150 bp S	31.03.96	постепенное погашение
Чешская республика							
Statni Banka	еврооблигация	US \$ 200	29.11.91	99,610	9,00% a	29.11.94	разовое погашение
Ceskoslovenska/нет							
Греция							
Банк Греции/нет	еврооблигация	US \$ 250	11.06.92	99,820	8,13% a	11.06.97	разовое погашение
Венгрия							
Национальный банк Венгрии/нет	еврооблигация	200 экю	1.10.91	99,125	12,00% a	1.10.96	разовое погашение
Национальный банк Венгрии/нет	еврооблигация	US \$ 100	16.07.91	97,200	10,50% a	16.07.96	разовое погашение
State Dev Institute/ Венгрия и IBRD	еврооблигация	US \$ 200	31.08.90	99,600	10,50% a	31.08.00	разовое погашение
Мексика							
Aeromexico SA de CU/нет	еврооблигация	US \$ 100	10.06.92	99,050	9,75% s	10.01.95	разовое погашение
Arasco SA de CU (дочерние предприятия)	конвертируемая еврооблигация	US \$ 100	11.12.91	99,500	10,25% a	11.12.96	разовое погашение
Banamex SA/Banacci	конвертируемая еврооблигация	US \$ 525	8.12.92	100,000	7,00% s	15.12.99	разовое погашение
Banca Cremi SA de CU/нет	еврооблигация	US \$ 50	12.11.92	98,950	9,00% s	30.11.95	разовое погашение
Banco International SNC/нет	еврооблигация	US \$ 50	25.06.92	99,025	8,13% s	25.07.95	разовое погашение
Banco Nacional de Comercio Exterior/Соединенные мексиканские штаты	еврооблигация	C \$ 60	13.11.91	99,675	11,00% a	13.11.96	разовое погашение
Banco Nacional de Comercio Exterior/Соединенные мексиканские штаты	еврооблигация	US \$ 100	24.06.91	100,000	9,88% a	24.06.96	разовое погашение
Banco Nacional de Comercio Exterior/Соединенные мексиканские штаты	еврооблигация	DM 100	18.07.90	100,000	11,00% a	18.07.95	разовое погашение
Banco Nacional de Comercio Exterior/Соединенные мексиканские штаты	еврооблигация	Pts 1000	29.01.92	100,000	13,00% a	29.01.97	разовое погашение
Banco Nacional de Obras y Servicios/Соединенные мексиканские штаты	еврооблигация	US \$ 100	16.08.91	101,425	10,75% a	16.08.96	разовое погашение
Cemex SA de CU/Tolmex SA de CU	еврооблигация	US \$ 280	15.11.92	95,860	10,00% s	15.11.99	разовое погашение
Cemex SA de CU/нет	еврооблигация	US \$ 50	10.04.92	96,231	10,00% s	10.10.95	разовое погашение
Cemex SA de CU/нет	еврооблигация	US \$ 50	10.10.91	98,900	10,00% s	10.10.93	разовое погашение
Cemex SA de CU/нет	еврооблигация	US \$ 50	10.10.91	97,810	10,00% s	10.10.94	разовое погашение

Источник: The Chase Handbook of Emerging Markets Debt, 1993.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Швейцария — финансовый пакгауз

Швейцария играет в мировых финансах стратегическую роль. Крупные швейцарские банки являются частью сложного и всеобъемлющего финансового механизма. Этот механизм состоит из четырех компонентов: швейцарских банков, швейцарской валюты, управления денежной сферой Швейцарского национального банка (Swiss National Bank, центральный банк) и политической стабильности и консерватизма швейцарского правительства.

Швейцарская валюта считается одной из самых сильных и устойчивых. Такая точка зрения, в частности, поддерживается следующими факторами: 1) практическим отсутствием инфляции в Швейцарии и, вследствие этого, высокой покупательной способностью швейцарского франка; 2) осторожной политикой властей в монетарной сфере; 3) настойчивостью швейцарских властей в обеспечении изоляции валюты от международного давления. Временами на швейцарский франк оказывалось значительное международное давление из-за большого и часто непредсказуемого притока средств в страну. Официальные швейцарские резервы достигают значительных размеров. В 1993 г. было объявлено, что они составляют 25 млрд. долл., что равнялось 34% объема импорта и 10% ВВП.

В международном отношении Швейцария является сравнительно политически консервативной и стабильной страной. Федеральная система не допускает быстрых политических перемен, а нация остается нейтральной и независимой от сомнительных альянсов других стран.

Кредитно-денежной сферой управляет Швейцарский национальный банк, который регулирует расширение внутренних кредитов и неофициально сотрудничает с другими банками для предотвращения разрушения внутренней ликвидности из-за международного движения инвестиций и бегства капитала¹. Это неофициальное сотрудничество является одной из самых сильных сторон швейцарской финансовой системы. Управление кредитно-денежной сферой требует тесного сотрудничества крупных банков, играющих ведущую роль в облегчении притока и оттока капитала.

Приток средств в Швейцарию происходит постоянно и достигает значительных объемов. Он имеет тенденцию дестабилизировать внутреннюю ликвидность, обменный курс швейцарского франка и процентные ставки в Швейцарии. Швейцарские процентные ставки часто являются самыми низкими в мире. Частично это является следствием постоянного притока средств, оказывающего на них понижающее воздействие. Для стабилизации швейцарской финансовой системы банки организуют отток средств, который координируется с точки зрения уравнивания общего притока и общего оттока капитала.

Приток капитала вызывается следующими факторами:

- 1) стремлением инвесторов вкладывать средства в активы в швейцарских франках;
- 2) желанием инвесторов, чтобы их средствами управляли банки, компетентные в управлении вложениями средств в мировом масштабе;
- 3) бегством капитала;

¹ Особый вид вывоза капитала за границу, связанный с резкими изменениями конъюнктуры на валютном рынке.

- 4) возможностью анонимного вложения средств, обеспечиваемой швейцарской банковской системой;
- 5) тем, что ТНК используют швейцарскую финансовую систему для избежания высоких налогов на корпоративный доход (табл. 7.А.1 с данными о прямом иностранном инвестировании);
- 6) тем, что швейцарские финансовые холдинговые компании поддерживают ликвидные инвестиции в ожидании будущих потребностей;
- 7) тем, что швейцарский франк является незначительным компонентом официальных резервов правительств и центральных банков;
- 8) тем, что инвесторы стремятся производить валютные операции с швейцарским франком.

Приток средств определяется различными факторами.

Швейцарские банки обеспечивают отток капитала из Швейцарии в количестве, необходимом для сохранения финансовой системы в равновесном состоянии. При этом наиболее важными каналами, используемыми швейцарскими банками, являются следующие:

- 1) выпуски заграничных облигаций, выраженных в швейцарских франках, составляющие в среднем более 20 млрд. долл. в год в середине 1990-х годов; заемщикам необходимо конвертировать свои доходы в другие валюты без задержки (см. табл. 7.А.1 с данными о выпусках заграничных облигаций);
- 2) участие швейцарских банков в иностранных займах;
- 3) вложение капитала в специализированные средства международного инвестирования, которые используются для приобретения ценных бумаг на нешвейцарских рынках капитала;
- 4) управление личными инвестициями частных лиц; большой объем средств частных лиц вкладывается в Нью-Йорке, Лондоне, Токио и на других рынках акций и облигаций оффшорными филиалами швейцарских банков и их филиалами для операций с ценными бумагами;
- 5) размещение банками евродепозитов в швейцарских франках за границей; из-за недостатка эффективного внутреннего денежного рынка швейцарские банки таким образом регулируют международную ликвидность.

ТАБЛИЦА 7А.1 ШВЕЙЦАРИЯ: ЧАСТИЧНЫЙ ОБЗОР ДВИЖЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1981—1990 г. Накопленные вложения
Заграничные облигации в швейцарских франках ¹ (стоимость определена в швейцарских франках)	32,2 швейцар. франк	29,0 швейцар. франк	25,2 швейцар. франк	—
Заграничные облигации в швейцарских франках (стоимость определена в долларах США)	23,2 долл.	20,2 долл.	18,1 долл.	—
Заграничные облигации в швейцарских франках, в процентах от всех выпущенных иностранных облигаций	47%	40%	32%	—
Приток прямых иностранных инвестиций ²	4451 долл.	1996 долл.	—	12425 долл.
Отток прямых иностранных инвестиций	6376 долл.	4502 долл.	—	31862 долл.

¹ Облигации, выпущенные на швейцарском рынке капитала нерезидентскими заемщиками. Цифры приводятся в миллионах долларов США или швейцарских франков.

² Регулируемые капиталовложения предприятий. Отток означает корпоративные инвестиции Швейцарии за границей. Приток означает корпоративные инвестиции других стран в Швейцарии. Цифры приведены в миллионах долларов США.

Источник. OECD, Financial Market Trends (October 1993).

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Каковы специфические характеристики еврооблигаций?
2. Каковы специфические черты заграничных облигаций?
3. Объясните причины роста рынка еврооблигаций в 1980-е годы.
4. Опишите в общих чертах процесс андеррайтинга типичного выпуска еврооблигаций
Почему валовая прибыль андеррайтеров (спрэд) на рынке еврооблигаций больше, чем на рынке заграничных облигаций?
5. Опишите различные типы еврооблигаций и мотивы инвесторов при покупке этих облигаций.
6. Опишите маркетинговые функции банка — главы синдиката, группы андеррайтеров и синдиката по продаже ценных бумаг.
7. Каковы основные факторы, которые должны учитывать международные заемщики при осуществлении займов на рынке заграничных облигаций вместо внутреннего рынка?
8. Рынок еврооблигаций является конкурентным. Назовите 3 главных банка, выступающих главами синдикатов андеррайтеров из следующих стран: США, Западной Германии, Швейцарии и Японии.
9. Почему американские корпорации выпускают еврооблигации, выраженные в долларах?
10. Почему канадские провинции выпускают облигации в долларах США на Нью-Йоркском рынке облигаций?
11. Какие факторы обуславливают растущую популярность облигаций в ЭКЮ?
12. Американская корпорация выпускает еврооблигации, выраженные в ЭКЮ. Опишите сущность защиты от валютного риска за время существования этих облигаций.
13. Американская корпорация рассматривает возможность финансирования с использованием еврооблигации, выраженной в немецких марках. Ей придется уплатить купон в размере 8%. Аналогичный купон облигации в долларах США — 12%. В обоих случаях срок погашения — 5 лет. Общий объем финансирования составляет \$ 25 млн. (DM 50 млн. по курсу DM 2,0 = \$ US 1,0). Американская корпорация имеет следующий прогноз об изменении обменных курсов за время существования облигации:

Год	Обменный курс
1	DM 2,0
2	DM 1,80
3	DM 1,60
4	DM 1,30
5	DM 1,20

- а. Подсчитайте объем долларовой наличности, необходимой для выплаты процентов и основной суммы по каждому выпуску облигаций (проценты выплачиваются раз в год).
- б. Используя ставку дисконта, равную 12%, подсчитайте приведенную стоимость платежа за каждый выпуск облигаций.
14. Каково различие между валютным и процентным свопом?
15. Каким образом банковские посредники используют рынок свопов? Почему для деятельности на рынке свопов банку желательно иметь высокую кредитоспособность?
16. Каковы причины деятельности на рынке свопов конечных пользователей?
17. Объясните, как используется простой процентный своп.
18. "Атлас кампани" (Atlas Company) необходимы \$ 50 млн. для финансирования расширения. "Юрко" (Eurco) необходим аналогичный объем средств. "Атлас"

может выпустить долларовые еврооблигации с фиксированной ставкой, равной 10,0%, или плавающей ставкой LIBOR +1/2%. “Юрко” может выпустить долларовые еврооблигации с фиксированной ставкой, равной 13%, или плавающей ставкой LIBOR +2%.

- а. Могут ли эти компании осуществить взаимовыгодные процентные свопы?
 - б. Укажите возможный набор процентных свопов, при которых процентные сбережения будут поровну разделены между сторонами.
19. Инвестиционный банковский синдикат в Лондоне производит выпуск еврооблигаций на сумму 100 млн. долл. сроком на 10 лет. Синдикат состоит из банка — главы синдиката, получающего половину вознаграждения за управление андеррайтингом, и трех соорганизаторов, которые делят между собой вторую половину. Андеррайтинг выпуска осуществляется 4 управляющими банками, которые гарантируют размещение 45% выпуска, 40 главными андеррайтерами, которые гарантируют размещение 40% выпуска, и 30 младшими андеррайтерами, гарантирующими размещение оставшейся части выпуска.

Продажа выпуска осуществляется следующим образом: четыре менеджера продают 30 млн. долл., 40 старших андеррайтеров — 35 млн. долл., 30 младших андеррайтеров — 20 млн. долл. и дополнительные торговые банки — 15 млн. долл. Комиссионное вознаграждение делится между банками согласно объему продаваемых облигаций. Предполагая, что все банки в группе получают одинаковое вознаграждение (за исключением платы за управление андеррайтингом), подсчитайте величину вознаграждения в долларах, которое получают:

- а) банк — глава синдиката андеррайтеров;
- б) каждый из соорганизаторов;
- в) каждый из старших андеррайтеров;
- г) каждый из младших андеррайтеров;
- д) каждый из торговых банков.

Нормы вознаграждений таковы:

Вознаграждение за управление андеррайтингом	3/8%
Скидка на андеррайтинг	1/4%
Комиссионное вознаграждение	1 1/2%
Всего	2 1/8%

20. Еврооблигация с номинальной стоимостью, равной 1000 долл., и годовым купоном, равным 120 долл., покупается в момент, когда текущая доходность равна 9%. Позднее она продается за \$ 975. Каков при этом прирост или потеря капитала?
21. Трейдер покупает 300 еврооблигаций на вторичном рынке по цене, равной 92, каждая облигация имеет номинальную стоимость, равную 1000 долл., и 11%-й купон. В день расчета за сделку со дня последней выплаты процентов прошло 244 дня. Какую сумму трейдер должен уплатить за облигации?

Краткая библиография

- Bank for International Settlements. *62nd Annual Report* // Basle, June 1992.
 Boris, Antl, ed. *Swap Finance* // London: Euromoney Publications, 1986.
 Bank for International Settlements. *Recent Innovations in International Banking* // Basle, April 1986.

- Beidleman, Carl R. *Interest Rate Swaps* // Homewood, IL: Business One Irwin, 1991.
- Bicksler, J. and A.H. Chen. An Economic Analysis of Interest Rate Swaps // *Journal of Finance*, July 1986.
- Chang, Hang-Sheng. *International Bond Issues of the Less Developed Countries* // Iowa State University Press, 1969.
- Chase Manhattan Bank. *The Chase Handbook of Emerging Markets Debt. Risk* // Magazine, London. March 1993.
- Clark, John. Debt Reduction and Market Reentry Under the Brady Plan // Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Winter 1993-94, pp. 38-62.
- Darst, David. *The Handbook of the Bond and Money Markets* // McGraw-Hill, 1981.
- Eng, M. and F. Lees. *International Financial Markets* // New York: Praeger, 1975.
- Fisher, F. *International Bonds* // London: Euromoney Publications, 1981.
- Grabbe, J.O. *International Financial Markets* // New York: Elsevier, 1986.
- Interest Rate Swap Volume Continues to Grow Rapidly // *The Journal of Commerce*. Nov. 5, 1987, p. 7a.
- IMF. *International Capital Markets: Developments and Prospects* // Washington, D.C., 1990.
- Johnson, R. and R. Zuber. Model for Constructing Currency Cocktails // *Business Economics*, May 1979.
- Lee, A.S. International Asset and Currency Allocation // *Journal of Portfolio Management*, Fall 1987.
- Marr, M.W., R.W. Rogowski, & J.L. Trimble. Competitive Effects of U.S. and Japanese Commercial Bank Participation in Eurobond Underwriting // *Financial Management*, Winter 1989.
- Ponischek, Harvey A. International Financial Markets // I. Walter & T. Murray, *Handbook of International Business*. New York: Wiley, 1982.
- Quinn, Brian Scott. The International Bond Market for the U.S. Investor // *Columbia Journal of World Business*, Fall 1979.
- Quinn, Brian Scott. *The New Euromarkets* // London: Macmillan, 1975.
- Rogers, Jr., William P. Regulation of Swaps in the United States // Schwartz & Smith, *The Handbook of Currency and Interest Rate Risk Management*. New York: New York Institute of Finance, 1990.
- Schwartz, R.J. and C.W. Smith Jr. *The Handbook of Currency and Interest Rate Risk Management*. New York: New York Institute of Finance, 1990.
- Solnik, Bruno. *International Investments*, 2d ed. Reading, MA: Addison-Wesley, 1991.
- Temperton, Paul, Structuring a Portfolio with Emerging European Bonds // *Emerging European Bond Markets*. IFR Publishing, London: 1991.
- Wairnsley, Julian. *The New Financial Instruments*. New York: Wiley, 1988.
- World Bank. *Annual Report 1993*, Washington, D.C.

Важнейшие финансовые центры: Нью-Йорк, Лондон и Токио

ВВЕДЕНИЕ

Как показано в главе 1, важнейшие изменения в мировой финансовой системе за последние 30 лет — это рост международного движения капитала и глобализация финансовых рынков. В главе 8 анализируется этот процесс, его основные элементы и предпосылки, необходимые для превращения финансового центра в один из основных мировых финансовых центров. Данная глава рассматривает также три важнейших финансовых центра, Нью-Йорк, Лондон и Токио, в качестве примеров глобализации финансовых рынков. Эти финансовые рынки рассматриваются с точки зрения их вклада в развитие мировой экономики. Материалы этой главы помогают лучше понять функции как трех важнейших финансовых центров, так и других международных финансовых центров. Более подробную информацию по интересующим их вопросам читатели могут найти в публикациях, перечень которых приведен в конце главы.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Рассмотрение процесса интернационализации финансовых рынков и основных условий для превращения финансового центра в международный финансовый центр.
2. Выявление перспектив развития последних тенденций экономики, финансовой системы и финансовых рынков США. Рассмотрение вопроса о превращении Нью-Йорка в международный финансовый центр, энергично и эффективно обслуживающий с начала первой мировой войны отечественное и международное финансовые сообщества.
3. Выявление перспектив развития последних тенденций экономики, финансовой системы и финансовых рынков Великобритании. Рассмотрение вопроса о том, почему Лондон является старейшим, но по-прежнему наиболее важным международным финансовым центром в границах существующего с 90-х годов "Единого европейского рынка".
4. Выявление перспектив развития последних тенденций экономики, финансовой системы и финансовых рынков Японии. Рассмотрение вопроса о превращении

Токио с 70-х годов в международный финансовый центр, которое было обусловлено быстрым экономическим ростом, высоким уровнем национальных сбережений и большими размерами активного сальдо торгового баланса.

5. Сравнение экономического фона, финансовых систем и размеров финансовых рынков по трем важнейшим мировым финансовым центрам. Рассмотрение вопроса об их вкладе в развитие мировой экономики и финансовой системы.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> Американские депозитарные квитанции (обращающийся финансовый инструмент на иностранные акции, депонированные в банке США) Строительные общества (специализированные сберегательные учреждения) Дополнительный (или параллельный) денежный рынок (рынок краткосрочного капитала), функционирующий наряду с основным Закон 1986 г. о финансовых услугах Рынок Генсаки 	<ul style="list-style-type: none"> Первоклассные ценные бумаги (особо надежные ценные бумаги) Реставрация Мэйдзи¹ Облигации в иенах (эмитируемые в Японии нерезидентами) Облигации в иностранной валюте (эмитируемые в Японии нерезидентами) "Большой шок" (резкое изменение в финансовой практике, экономической политике и т. п.) Долларовые облигации, выпущенные иностранцами на рынке США Дзайбацу²

СОКРАЩЕНИЯ			
АДК (ADRs)	— американские депозитарные квитанции	НKK (NSCC)	— Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам
БЯ (BOJ)	— Банк Японии	ОЭСР	— Организация экономического сотрудничества и развития
ДС (CDs)	— депозитные сертификаты	ПГПД (PSBR)	— потребность государственного сектора в средствах для покрытия дефицита
МТП (DTI)	— Министерство торговли и промышленности	ЭСБК (SEAQ)	— электронная система биржевых котировок
АППИВ (FECDBA)	— агенты по продаже и покупке иностранной валюты, валютным депозитам	УЦБИ (SIB)	— Управление ценных бумаг и инвестиций
МБЗ (IBFs)	— система международных банковских "зон" (подразделений банков) с льготным режимом (США)	СО (SRO)	— саморегулирующаяся организация
МФБ (ISE)	— Международная фондовая биржа	АЦБ (TSA)	— Ассоциация ценных бумаг (орган саморегулирования отрасли, Великобритания)
МКЦБ (ISRO)	— Международная распорядительная комиссия по ценным бумагам	ВРЦБ (USM)	— внебиржевой рынок ценных бумаг, рынок незарегистрированных ценных бумаг
ЛМБФФ (LIFFE)	— Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов		

¹ Незавершенная буржуазная революция 1867—1868 гг. в Японии. Свергла власть сёгунов из феодального дома Токугава и восстановила власть императора. К власти пришло буржуазно-дворянское правительство Муцухито, проводившее буржуазные социально-экономические преобразования при сохранении многочисленных феодальных пережитков. (Прим. ред.)

² Название, употребляемое главным образом для обозначения монополий и финансовой олигархии Японии до ее поражения во второй мировой войне. (Прим. ред.)

ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Для того чтобы приобрести статус международного, любой финансовый центр должен пройти соответствующий эволюционный процесс, приобрести все необходимые для этого статуса элементы, но прежде всего соответствовать основным требованиям, предъявляемым к международному финансовому центру.

Процесс интернационализации

В процессе повышения своего статуса до международного любой финансовый центр обычно должен пройти следующие стадии: 1) развитие местного рынка; 2) преобразование в региональный финансовый центр; 3) развитие до стадии международного финансового рынка.

Развитие местных финансовых рынков идет параллельно общему экономическому развитию. Для направления внутренних сбережений или иностранного капитала в продуктивные капиталовложения требуется эффективный механизм финансового рынка. Примерами такого процесса могут служить японский и американский финансовые рынки в конце XIX в., а также мексиканский и бразильский рынки долгосрочного ссудного капитала в 1960-е годы. Результатом расширения международной торговли и увеличения международных потоков капитала является возрастание потребности обслуживания операций международного капитала. Это требует от многих стран расширения деятельности их финансовых рынков и вовлечения в нее соседних (по региону) стран. После первой мировой войны США расширили торговлю со странами Латинской Америки и открыли нью-йоркский рынок долгосрочного ссудного капитала для латиноамериканских заемщиков. Сингапур в 1960-е годы открыл свои рынки для соседних стран Юго-Восточной Азии.

Многие местные и региональные финансовые рынки неизбежно вовлекаются в некоторые мировые финансовые операции. Например, на американских фондовых биржах зарегистрированы акции филиппинских фирм, а южноафриканские акции зарегистрированы на Лондонской международной фондовой бирже. В настоящее время многие национальные финансовые рынки, такие как Франкфурт, Париж и Цюрих, в значительной мере вовлечены в международные операции. Но очень немногие страны имеют: 1) широкий спектр инструментов финансового рынка; 2) всемирное участие в их внутреннем и иностранном секторах; 3) эффективные международные системы связи.

По всем этим показателям и стандартам в настоящее время только США, Великобритания и Япония могут считаться важнейшими международными финансовыми центрами.

Необходимые элементы международного финансового центра

Для того чтобы быть развитым международным центром, способным обслуживать мировые потоки капитала между собой и другими международными, региональными и местными финансовыми рынками, центр должен обладать необходимыми элементами поддержки своих национальных и международных операций. Эти элементы включают в себя устойчивую финансовую систему и институты, обеспечивающие правильное функционирование финансовых рынков. США не могли стать международным финансовым центром до 1913 г. из-за отсутствия центрального банка — Федеральной резервной системы. Следующий важный элемент — гибкая система финансовых инструментов, обеспечивающая кредиторам и заемщикам разнообразие ва-

риантов с точки зрения затрат, риска, прибыли, сроков, ликвидности и контроля. На лондонском международном рынке могло бы и не быть бурного роста в последние 30 лет, если бы американские банки не ввели в 1965 г. евродолларовые депозитные сертификаты. Японский международный финансовый сектор не смог бы повысить свою привлекательность для иностранных заемщиков, если бы не создал в 1970-х годах рынок облигаций в иенах, эмитируемых в Японии нерезидентами. Германия и Швейцария, напротив, имеют устойчивые рынки заграничных облигаций, но более слабые, по сравнению с Нью-Йорком и Лондоном, денежные рынки.

Еще один элемент — способность канализировать иностранный капитал. Финансовый центр не сможет контролировать значительный объем международных операций без хорошо осведомленных людей, работающих на финансовых рынках, и средств связи (в том числе компьютерной), соединяющей его с другими центрами внутри страны и за рубежом. Также для мирового финансового центра необходимы структура и достаточные правовые рамки, способные вселить доверие в международных заемщиков и инвесторов.

Основные условия международного финансового центра

Для того чтобы создать свой международный финансовый рынок, Лондону потребовалось несколько столетий. Нью-Йорку и Токио на этот процесс потребовалось около ста лет. Берлин был одним из важнейших европейских финансовых рынков, но его значение после второй мировой войны снизилось. Множество оффшорных банковских центров, функционирующих в качестве международных транзитных центров (Гонконг, Сингапур, Багамы), ведут банковские операции преимущественно с евро-валютами. Эти центры рассмотрены в главе 6. Развитие финансовых институтов, инструментов и специальных знаний, необходимых для превращения в международный центр, требует значительного времени и усилий. Превращение в один из основных международных финансовых центров требует соблюдения нескольких условий¹.

1. Экономическая свобода: финансовый рынок не может существовать без свободы деятельности, потребления, накопления и инвестирования.
2. Стабильная валюта, поддерживающая внутреннюю экономику, — устойчивая финансовая система и валюта, обеспечивающая доверие иностранных инвесторов.
3. Эффективные финансовые институты и инструменты, способные канализировать сбережения в продуктивные капиталовложения.
4. Активные, всеохватывающие и мобильные рынки — комплексные рынки, такие как долгосрочные и краткосрочные рынки, рынки по сделкам на срок и фьючерсные рынки, товарные рынки, предоставляющие заемщикам и инвесторам большие возможности. После октябрьского 1987 г. краха фондовой биржи в Нью-Йорке многие инвесторы переместили денежные средства на рынке казначейских облигаций США и в фонды денежных рынков.
5. Технология и средства связи, позволяющие эффективно проводить безналичные расчеты и наличные платежи.
6. Финансовые специальные знания и человеческий капитал, результат обучения и образования.
7. Поддержание соответствующего правового и социального климата, создание привлекательной для международных потоков капитала обстановки.

¹ Эти условия близки к идеям, изложенным в статье "Financial Centers Around the World", The Banker (August, 1977): 75—77.

НЬЮ-ЙОРК КАК ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР

В данной главе мы рассматриваем финансовые рынки Нью-Йорка, Лондона и Токио. В США, Великобритании и Японии существуют и другие финансовые центры. Например, региональными финансовыми центрами, значение которых растет, являются Чикаго, Сан-Франциско и Майами. В Японии существует фондовая биржа в Осаке, а в Великобритании — Шотландская инвестиционная консультативная служба.

Рассмотрение каждого из важнейших финансовых центров — Нью-Йорка, Лондона и Токио — включает анализ: национальной экономики, функционирующей как база финансовых рынков каждого из этих центров; структуры систем соответствующих центров; различных секторов рынка, имеющих значительное влияние на движение денежных средств в их экономиках.

Экономика США в 1980–1992 гг.

После десятилетия скачков цен на нефть, всемирной инфляции, финансового кризиса и рециклирования нефтедолларов в 1970-х годах, мир столкнулся со спадом и инфляцией в начале 1980-годов. Как показано в табл. 8.1, в экономике США в 1980 г. наблюдался спад. Потребительские цены увеличились на 13,5%. Стоимость доллара США по сравнению с десятью основными валютами составила 87,3% от его стоимости в 1973 г. Уровень безработицы по национальным стандартам был относительно высок (7%). Под воздействием этих экстраординарных обстоятельств с приходом администрации Рейгана американское правительство приступило к осуществлению достаточно радикальной экономической политики — так называемой "рейганомики". Теоретически рейганомика заключается в следующем:

- проведении жесткой денежно-кредитной политики для сдерживания инфляции;
- снижении налогообложения для стимулирования роста сбережений и инвестиций;
- сокращении государственных расходов для перекачки ресурсов в частный сектор;
- уменьшении государственного вмешательства в экономику для поощрения рыночной конкуренции.

В целом результаты этой политики были достаточно удовлетворительны — снижение уровня инфляции и краткосрочных ставок ссудного процента в 1980–1987 гг. Однако платой за эти улучшения стало увеличение государственных бюджетных расходов, не покрываемых доходами, с 73 млрд. долл. в 1980 г. до 149 млрд. долл. в 1987 г. При этом было зарегистрировано возрастание дефицита по текущему счету платежного баланса США с 8 млрд. долл. в 1982 г. до 120 млрд. долл. в 1988 г.

В период с 1983 г. по 1989 г. американская экономика устойчиво развивалась, рос ВВП. Рынки акций и облигаций оправились после десятилетнего застоя. Стоимость доллара в 1983–1985 гг. выросла вследствие притока иностранного капитала, финансировавшего дефицит федерального бюджета и дефицит торгового баланса. Значительный приток капитала был вызван снижением внутренних норм сбережений (с 7,7% в 1980 г. до 3,9% в 1987 г.). Нью-йоркские финансовые рынки разделили период экономического процветания в 1983–1989 гг. и экономический спад 1990–1991 гг., а в 1992 г. и 1993 г., когда экономика США начала выздоравливать, начался рост и на этих рынках.

ТАБЛИЦА 8.1 США: ОТДЕЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 1980—1992 гг.

	1989	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Валовой национальный продукт	-0,2	1,9	-2,5	3,6	6,8	3,5	2,7	3,7	4,4	2,5	1,0	-1,2	2,1
Индекс цен на потребительские товары	13,5	10,3	6,1	3,2	4,3	3,6	1,9	3,7	4,2	4,8	4,3	3,1	2,9
Уровень безработицы, %	7,0	7,5	9,5	9,5	7,4	7,1	6,9	6,2	5,3	5,3	5,7	6,7	7,4
Стоимость доллара США (1973 г. = 100%)	87,3	102,9	116,5	115,3	138,1	143,1	112,2	96,9	92,7	98,6	85,5	89,8	86,6
Дефицит (-) или активное сальдо госбюджета, млрд. долл.	-73,8	-78,9	-127,9	-207,8	-185,3	-212,2	-220,7	-149,7	-155,1	-152,2	-123,8	-271,5	-290,1
Текущий счет платежного баланса США, млрд. долл. (активное сальдо или дефицит (-))	1,9	6,9	-8,7	-46,2	-107,0	-116,4	-133,3	-143,7	-120,0	-106,0	-100,0	-3,7	-60,0
Приток капитала, млрд. долл.	-12,9	-10,6	-1,9	33,4	90,9	115,9	143,9	164,0	147,9	88,1	22,0	22,8	3,3
Трехмесячная ставка процента по казначейским векселям, %	11,4	14	10,6	8,6	9,5	7,5	6	5,8	6,6	8,1	7,8	5,3	3,4
Ставка по долгосрочным перво-классным ценным бумагам, %	11,9	14,2	13,8	12,0	12,7	11,4	9,0	9,4	9,8	9,3	9,3	8,7	8,1
Ставка по 30-летним казначей-ским ценным бумагам, %	11,5	13,9	13,0	11,0	12,4	10,6	7,7	8,4	8,8	8,5	8,7	7,8	7,0
Денежный агрегат M ¹ суммы денег в обращении	7,5	5,2	8,7	10,2	5,3	12,0	15,6	6,2	4,1	0,6	4,8	8,6	14,0
Норма сбережений (сберегаемая доля дохода)	7,3	7,7	7,0	5,5	6,3	4,6	4,5	3,9	4,9	5,4	5,5	4,7	4,9

Источники. 1. Survey of Current Business (издание Министерства торговли США), различные выпуски.

2. Federal Reserve Bulletin (издание Совета управляющих Федеральной резервной системы), различные выпуски.

Примечание. Все изменения в процентах даны по отношению к предыдущему году, если не указано иное. Стоимостные показатели приводятся в миллиардах долларов.

$$\text{Норма сбережений} = \frac{\text{Сбережения}}{\text{Располагаемый доход (доход после уплаты налогов)}}$$

¹ M1, M2, M3 – денежные агрегаты, отражающие разные методы учета массы денег в обращении. (Прим. ред.)

Финансовая система США

Финансовая система США состоит из трех основных компонентов: финансовых институтов, финансовых рынков и финансовых инструментов. Как показано на рис. 8.1, финансовые институты включают три широкие категории: финансовые посредники, агенты и брокеры, товарные и фондовые биржи. Первая категория соответствует депозитарным учреждениям, таким как коммерческие и сберегательные банки; договорным институтам, таким как фирмы по страхованию жизни и пенсионные фонды; неконтрактным учреждениям, таким как фирмы по страхованию собственности и инвестиционные компании. Вторая категория включает ипотечные и инвестиционные банки, а также брокеров и дилеров по операциям с ценными бумагами. В последнюю категорию входят товарные и фондовые биржи, включая опционы, фьючерсы, свопы, торговлю иностранной валютой.

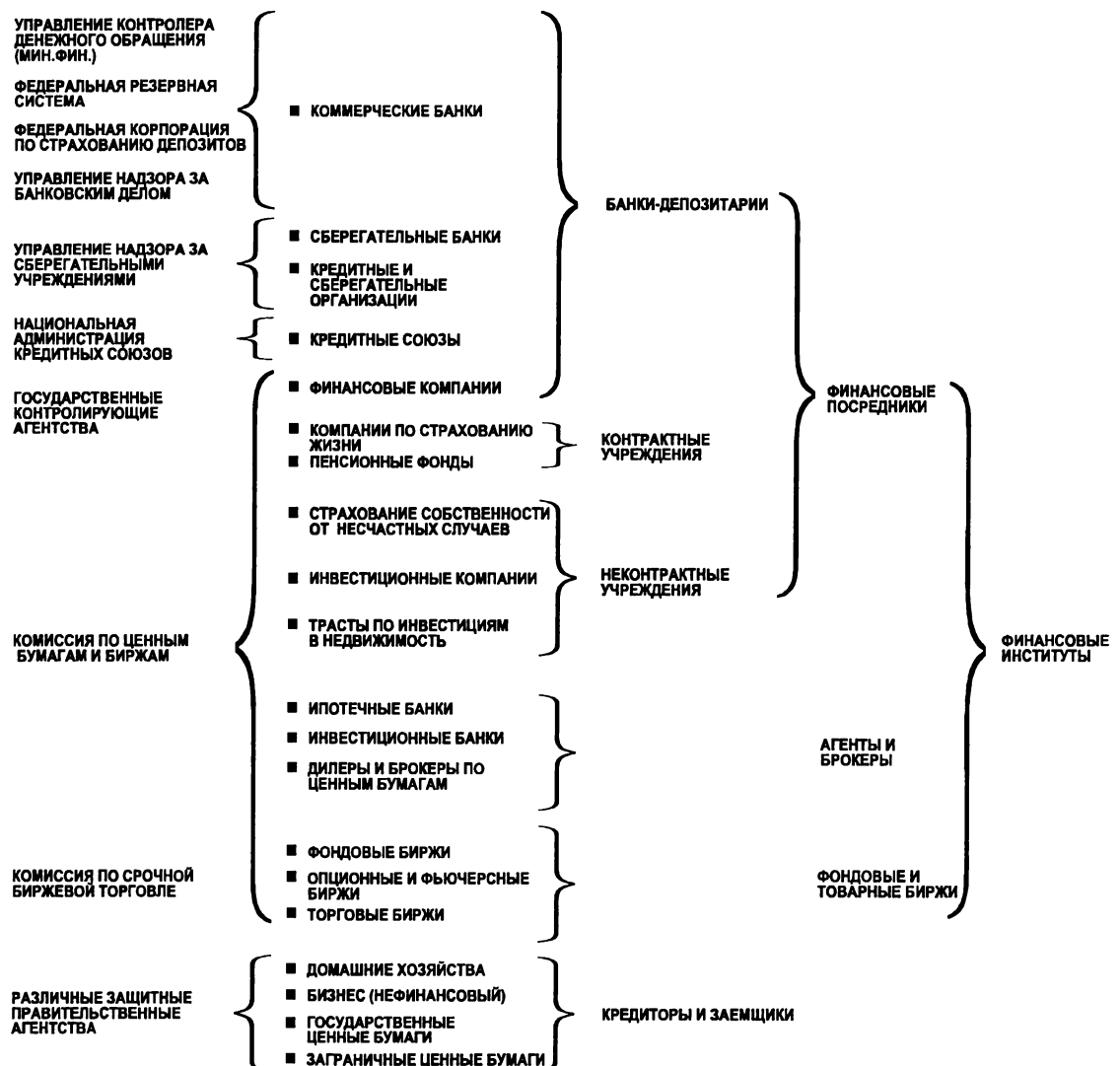


РИС. 8.1. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ США, КРЕДИТОРЫ И ЗАЕМЩИКИ, ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫЕ И КОНТРОЛИРУЮЩИЕ АГЕНТСТВА

ТАБЛИЦА 8.2 ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ США: ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ И ДОЛИ РЫНКА
(НА 31 ДЕКАБРЯ 1991 г.)

Депозитарные учреждения	Сумма активов, млрд. долл.	Доля, %
Коммерческие банки	3458	29,4
Сберегательные и кредитные учреждения	924	7,9
Сберегательные банки	249	2,1
Кредитные союзы	237	2,0
	<u>4868</u>	<u>41,4</u>
Страховые компании		
Компании по страхованию жизни	1518	12,9
Компании по страхованию имущества от несчастных случаев	563	4,8
	<u>2081</u>	<u>17,7</u>
Пенсионные фонды		
Частные пенсионные фонды	1427	12,1
Фонды правительства штатов и местного самоуправления	877	7,5
	<u>2304</u>	<u>19,6</u>
Другие финансовые учреждения		
Инвестиционные компании	801	6,8
Взаимные фонды	852	7,2
Фонды денежных рынков	540	4,6
Брокеры и дилеры по операциям с ценными бумагами	315	2,7
	<u>2508</u>	<u>21,3</u>
Всего	<u><u>\$11761</u></u>	<u><u>100,0</u></u>

Источник. Federal Reserve Flow of Funds Accounts.

Основная цель этих финансовых институтов — направлять средства заемщиков для производственных целей. Размер их активов и пассивов отражает их сравнительную важность в рыночной экономике. В табл. 8.2 показано, что в 1991 г. на депозитарные учреждения приходился 41% всех финансовых активов, в то время как на страхование жизни — 13%. Как финансовые посредники коммерческие банки играют ключевую роль на рынке краткосрочного капитала, в то время как сберегательные банки, пенсионные фонды и компании по страхованию жизни в основном размещают инвестиции в долгосрочных ценных бумагах, таких как ипотечные, промышленные и государственные облигации, а также промышленные акции.

Различные контролирующие правительственные агентства надзирают за деятельностью финансовых институтов и рынков и обеспечивают их надлежащее функционирование. Эти агентства перечислены на рис. 8.1. Среди контролирующих правительственных агентств наиболее влиятельное — Федеральная резервная система, так как она является центральным банком США, а также действует как правительственный финансовый агент. Ее денежно-кредитная политика проводится через операции на открытом рынке, изменение ставки учетного процента и резервные требования. Федеральная резервная система воздействует на денежную массу и уровень ссудного

процента. В свою очередь, эти переменные влияют на ВВП, уровень цен, занятости, а также стоимость доллара.

Финансовые рынки представляют другую важную часть американской финансовой системы. В США мы видим долгосрочные и краткосрочные рынки. Рынок долгосрочного ссудного капитала включает: рынок ценных бумаг (фондовая биржа); рынки промышленных, заграничных и государственных облигаций; ипотечный рынок; потребительский кредит. Краткосрочный рынок включает в себя денежный рынок (рынок краткосрочного капитала), валютный рынок, финансовый рынок по сделкам на срок (рынок опционов), фьючерсный рынок, своповый рынок.

В заключение необходимо отметить, что финансовая система США использует различные финансовые инструменты. Инструменты рынка краткосрочного капитала включают казначейские векселя, депозитные сертификаты, банковские акцепты, коммерческие векселя, федеральные резервные фонды (резервные остатки, служащие предметом купли-продажи на денежном рынке), соглашения о покупке ценных бумаг с последующим выкупом по обусловленной цене, займы брокерам и дилерам.

Финансовые инструменты — это юридические требования защищенные законом. Однако владельцы (инвесторы) могут быть подвержены в определенной степени риску неплатежа по ссуде. Инвесторы добиваются ликвидности продаж кредитных обязательств на вторичном рынке (на котором обращаются ценные бумаги, ранее выпущенные в обращение) до наступления срока исполнения обязательств (платежей). Инфляция, изменяющийся уровень ссудного процента, сдвиги в обменном курсе иностранных валют воздействуют на реальный доход по этим финансовым инструментам. Участники в финансовых рынках должны отдавать себе отчет в имеющихся многочисленных рисках, включая риск неисполнения платежа по ссуде, инвестиционный риск, реинвестиционный риск, инфляционный риск, политический риск, валютный риск.

Рынок долгосрочного ссудного капитала

США имеют огромный рынок капитала, крупнейший в мире. Табл. 8.3 показывает, что в 1991 г. общая сумма задолженности по ценным бумагам, включая акции и обязательства, составила более 15 трлн. долл. Механизм рынка капитала требует эффективных финансовых институтов, большого объема сбережений и устойчивого спроса на капиталовложения в землю, заводы или оборудование в целях поддержания и увеличения долгосрочных накоплений реального капитала и экономической производительности. Нью-Йорк — центр рынка капитала США. В данное время все крупнейшие инвестиционные банки, такие как Salomon Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Shearson Lehman, First Boston и Morgan Stanley, ведут операции в Нью-Йорке, гарантируя размещение ценных бумаг на первичном рынке, а также действуют как брокеры для клиентов на вторичном рынке. Как дилеры они торгуют ценными бумагами за свой счет. Приток международного капитала поощрил многие иностранные банки и инвестиционные банковские дома открыть отделения и филиалы в Нью-Йорке. Большинство из них представляют Великобританию, Западную Европу и Японию.

Американский рынок капитала эффективен вследствие того, что внутренние финансовые институты распределяют новые выпуски облигаций по более низкой, по сравнению с другими иностранными рынками¹, цене.

¹ По сообщению OECD Survey, United States, 1987 — 1988 гг., стр. 97, стоимость больших выпусков облигаций в США составляла 0,98% от общей их стоимости, в Японии — 3,5%, в Великобритании — 1,08%. Стоимость выпусков облигаций среднего и малого размера в США также ниже, чем на рынках двух других финансовых центров.

Фактически на первичном рынке выпуск облигаций более важен, чем выпуск акций, вследствие больших объемов первых. Однако на вторичном рынке более важна торговля акциями из-за большого объема их оборота (табл. 8.3). Так, в 1992 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже было продано 86% акций от их общего объема продаж на всех фондовых биржах США, а ее доля в общем объеме выпуска акций составила 81%. Согласно данным Нью-Йоркской фондовой биржи, общий объем рынка зарегистрированных на ней акций в 1992 г. составил 4,192 млрд. долл. (табл. 8.4).

Второй крупнейший сектор рынка капитала — ипотечный рынок (вторичный рынок закладных), соответствующий 70,3% ВВП в 1991 г. (табл. 8.5). Закладные по жилью соответствуют большей части непогашенного долга, хотя правительственные агентства, типа Государственной национальной ассоциации ипотечного кредита и др., выпустили огромное число ценных бумаг, обеспеченных закладными.

Третьим крупнейшим заемщиком является Государственное казначейство (Министерство финансов) США. Начиная с 1983 г. казначейство увеличило объем своих заимствований, являющихся источником беспокойства многих экономистов. Причины беспокойства — "вытеснение" заемщиков частного сектора государственными расходами и возможность инфляционных эффектов. Иностранные держатели ценных казначейских бумаг (государственных облигаций) — вторые после правительственных агентства США. Огромный объем государственного долга повлиял на стоимость американского доллара в целом и на рынки акций и облигаций в частности. Неустойчивость американского рынка облигаций в последние годы отражается на чувствительности иностранных инвесторов к процентному доходу по облигациям Министерства финансов США по сравнению с процентным доходом на международных финансовых рынках, в частности Токио и Лондона.

ТАБЛИЦА 8.3 ОБЪЕМ РЫНКА ПРОДАННЫХ АКЦИЙ НА НЬЮ-ЙОРКСКОЙ И ДРУГИХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ США В 1992 г.

	Объем рынка, млрд. долл. (%)		Число выпусков акций	
Нью-Йоркская фондовая биржа	\$ 1759	(86%)	53	(81%)
Другие фондовые биржи	397	(14%)	13	(19%)
Всего	\$ 2156	(100%)	66	(100%)

Источник. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC), Департамент статистики, 1993.

Примечание. В 1992 г. в SEC было зарегистрировано 10 фондовых бирж.

ТАБЛИЦА 8.4 АКЦИИ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ НА НЬЮ-ЙОРКСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖЕ В 1992 г., МЛРД. ДОЛЛ.

	Рыночная стоимость	Количество фирм
Американские фирмы	\$ 4035	2089
Неамериканские фирмы	157	123
Всего	\$ 4192	2212

Источник. Нью-Йоркская фондовая биржа, Fact Book (1992): 32.

ТАБЛИЦА 8.5 РАЗМЕР РЫНКА КАПИТАЛА США, 1991 г., МЛРД. ДОЛЛ.

Финансовые инструменты	Суммы задолженности	Как % от ВВП
Обычные акции	5200	90,6
Облигации	2759	48,1
Задолженность Министерства финансов США		
Задолженность правительств штатов и органов местного самоуправления	902	15,7
Промышленные облигации	1051	18,3
Заграничные облигации	124	2,2
Ипотечная задолженность	4037	70,3
Ссуды целевым предприятиям	724	12,6
Потребительские кредиты (кредиты с погашением в рассрочку и с единовременным погашением)	796	13,9
Общая сумма непогашенного долга за исключением акций и заграничных облигаций	10269	
Общая сумма непогашенного долга как % от ВВП		179,0

Источники. Экономическое послание Президента, 1993 г.; различные выпуски бюллетеня Федеральной резервной системы.

Примечание. ВВП в 1991 г. составил 5,736 трлн. долл.

Четвертым по объему рынком является рынок промышленных облигаций. Возросший их выпуск в 1985 г. и 1987 г. включал множество "бросовых" (высокодоходных, но ненадежных) облигаций с низким рейтингом по финансовым операциям слияний и поглощений в промышленности. Налоговое законодательство США поддерживает финансирование путем выпуска новых облигаций (так как уплата процентов по облигациям является налогом, подлежащим вычету из налога на прибыль корпораций), а также тенденцию к понижению средней стоимости капитала.

Объемы ссуд деловым предприятиям и потребительских кредитов обычно отражают условия в национальной экономике. В целом процветание поощрило частных лиц и деловые круги к получению займов. Подобным же образом снижение ставок процента начиная с 1983 г. поощрило возрастание заимствования, частично для того чтобы рефинансировать задолженность, по более низкой стоимости.

Заграничные облигации, так называемые Yankee Bonds (долларовые облигации, выпущенные иностранцами в Нью-Йорке), выпускаются канадскими провинциальными правительствами и Европейским инвестиционным банком. Развивающиеся страны имеют ограниченный доступ на нью-йоркский рынок капитала из-за строгих требований Комиссии по ценным бумагам и биржам к предоставлению компаниями сведений о своей деятельности, а также рейтингов агентств кредитной информации (рейтинговых компаний Moody и Standard and Poor).

Рынок краткосрочного капитала (денежный рынок)

Внутренний денежный рынок США, благодаря размеру американской экономики, является крупнейшим в мире. Как показано в табл. 8.6, общий размер денежного рынка США на конец 1991 г. составлял 41,9% ВВП. В целом для поддержания "экономического процветания" требуется ликвидность краткосрочного рынка, т. е. выпуск большого числа депозитных сертификатов для финансирования ссуд деловым предприятиям.

Тенденции роста выпуска казначейских векселей и ценных бумаг правительственных агентств отражает увеличение правительственного "дефицитного" финансирования (т. е. операции правительства осуществляются за счет размещения новых государственных обязательств). Рынок федеральных резервных фондов является уникальным краткосрочным денежным рынком США. В основном это рынок, где коммерческие банки ссужают и заимствуют излишние резервные фонды, хранимые как депозиты до востребования в банках Федеральной резервной системы. Займы дилерам и брокерам значительно возросли в 1991 г. прежде всего вследствие высокой активности по операциям с акциями и облигациями, связанным с разницей в курсах ценных бумаг.

Нью-йоркский денежный рынок является важнейшим в США. Он используется крупнейшими банками, корпорациями и другими организациями для повышения ликвидности в краткосрочных операциях. Нью-йоркский банк Федеральной резервной системы занимает стратегические позиции в проведении операций на открытом рынке, являющихся оплотом денежно-кредитной политики США и непосредственно воздействующих на ликвидность денежного рынка.

Управление операциями на открытом рынке осуществляется через ежемесячные встречи Комитета по операциям на открытом рынке Совета управляющих Федеральной резервной системы в Вашингтоне.

Так как денежный рынок в США является рынком, свободным от ограничений, он представляет реальные рыночные силы спроса и предложения фондов. Он также предоставляет множество альтернатив долгосрочным кредиторам и заемщикам. Например, когда ставки процента были выше инфляционных условий в 70-х годах, фонды переместились с долгосрочного на краткосрочный рынок. Множество финансовых инноваций, таких как инвестиционные фонды открытого типа, вкладывающие средства только в краткосрочные обязательства денежного рынка, опционы и заключение сделок на срок, стали результатом изменения финансовых условий. В процессах спроса и предложения Федеральная резервная система играет ключевую роль в регулировании потоков фондов и величины денежной массы для воздействия на краткосрочные ставки процента. Например, в 1981 г. Федеральная резервная система подняла учетную ставку до 14% и продала государственные ценные бумаги для сжатия денежной массы в порядке сдерживания инфляции.

ТАБЛИЦА 8.6 ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК США В 1980—1991 гг. (МЛРД. ДОЛЛ.,
ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ ДАННЫХ, ПРИВЕДЕННЫХ В %)

	1980 г.	1985 г.	1991 г.
Казначейские векселя	216	400	590
Ценные бумаги федеральных агентств США	193	260	628
Передаваемые вкладные сертификаты	245	324	356
Федеральные резервные фонды и соглашения о покупке ценных бумаг с последующим выкупом по обусловленной цене	122	138	149
Банковские акцепты (акцептованные банками векселя)	54	72	43
Коммерческие краткосрочные векселя	125	245	530
Займы дилерам и брокерам	9	34	106
	964	1473	2402
Общая величина ВНП	2732	4010	5736
Общий объем денежного рынка как % от ВНП	35,3	36,7	41,9

Источники. Различные выпуски бюллетеня Федеральной резервной системы; Экономическое послание Президента (1993 г.)

Валютный рынок

Согласно сообщению газеты Financial Times (Лондон) от 30 сентября 1992 г., оборот иностранной валюты в Нью-Йорке в апреле того же года составил на средненеделной основе 192 млрд. долл., опередив показатель Токио (средненеделной оборот 128 млрд. долл.), но отстав от показателя Лондона (303 млрд. долл.). Наиболее активной валютой на рынках этих трех финансовых центров является доллар США. Он остается наиболее популярной валютой на мировых финансовых рынках, и более 60% всех международных операций проводится в долларах.

Табл. 8.7 показывает стоимость доллара США по отношению к валютам десяти лидирующих промышленных стран. С 1980 г. по 1985 г. доллар рос в цене. С 1985 г. по 1991 г. доллар падал по отношению к другим валютам. В этот семилетний период фунт стерлингов обесценивался по отношению к доллару, а иена повышала курс относительно доллара США.

ТАБЛИЦА 8.7 СТОИМОСТЬ ДОЛЛАРА США ПО ОТНОШЕНИЮ К ОСНОВНЫМ ВАЛЮТАМ, 1980—1991 гг.

	Стоимость долла- ра, 1973 г. = 100% ¹	Обменный курс, иен за 1 долл.	Обменный курс, марок ФРГ за 1 долл.	Обменный курс, долларов за 1 ф. ст.
1989	87,39	225	1,81	2,32
1985	143,01	238,47	2,9419	1,29
1991	89,84	134,59	1,5630	1,79

¹ Стоимость доллара США по отношению к среднему курсу десяти валют лидирующих промышленных стран.

Источники. Различные выпуски бюллетеня Федеральной резервной системы.

Валютный рынок в США объединяется с валютными рынками в других странах и с мировым рынком¹. Национальный валютный рынок включает коммерческие сделки "банк-клиент" (розничный сектор), сделки "банк-банк" (оптовый межбанковский сектор), а также сделки непосредственные или через брокеров и операции центрального банка с иностранной валютой. Эти операции включают в себя интервенцию на национальный валютный рынок, валютные свопы (покупка или продажа валюты на условиях своп с одновременной противоположной форвардной сделкой) с другими центральными банками, а также сделки с международными финансовыми организациями, такими как Международный банк реконструкции и развития и Международный валютный фонд. Мировой рынок охватывает всемирные операции 24 часа в день. Валютный рынок включает различные временные зоны по всему земному шару, от Нью-Йорка до Сан-Франциско, Токио, Гонконга, Сингапура и Лондона.

Международные связи

Три важнейших "места" связывают финансовые рынки США и международные финансовые рынки: финансовые институты, корпорации, занятые в производстве или торговле, а также рынки ценных бумаг.

Согласно ежегодному отчету Совета управляющих Федеральной резервной системы за 1992 г., существовало 153 американских коммерческих банка с 772 отделениями в других странах; также существовало 119 корпораций, зарегистрированных по

¹ Роджер М. Кубэрич. Рынки иностранных валют в США. Федеральный резервный банк Нью-Йорка (1978).

закону Эджа (от 1919 г., о порядке учреждения иностранных филиалов американских банков), ведущих банковские операции за рубежом. В том же году существовало 543 офиса иностранных банков, включая систему международных банковских "зон" (подразделений банков) с льготным режимом в США, из которых 353 офиса в Нью-Йорке. И американские, и иностранные финансовые институты являются мощными проводниками, направляющими потоки фондов между США и остальным миром.

В последние 30 лет многонациональные корпорации создали свои всемирные производственные, маркетинговые, сервисные и финансовые сети. Они обладают гибкостью роста, а также инвестиционными фондами в любом секторе национального и международного финансового рынка. Нью-Йорк обеспечил важную операционную базу для американских и иностранных многонациональных корпораций в мировом финансовом деле.

Рынки ценных бумаг США, так же как рынки акций и облигаций, — еще один мост, связывающий финансовые рынки США с международными финансовыми рынками. Согласно данным справочника *Fact Book* за 1992 г., опубликованного Нью-йоркской фондовой биржей, 123 фирмы из 25 стран зарегистрировали свои акции на ней в 1991 г. Их акции имели рыночную стоимость в 157 млрд. долл. Иностранные фирмы могут зарегистрировать свои ценные бумаги в США в форме американских депозитарных квитанций (АДК). Например, в сентябре 1988 г. французское правительство выпустило свои казначейские облигации на Нью-йоркскую фондовую биржу в форме АДК¹.

Американский рынок облигаций также имеет устойчивые связи. Иностранные инвесторы владеют существенным количеством ценных бумаг Казначейства США и американских промышленных облигаций. Иностранные заемщики также выпускают в США заграничные облигации (недолларовые облигации, выпущенные иностранцами на рынке США).

Современные технологии, например телекоммуникационные, способствуют международным связям. Глобализация финансовых рынков невозможна без быстрой передачи информации и эффективной системы осуществления платежей между важнейшими международными финансовыми центрами. В настоящее время сеть СВИФТ (Международная межбанковская электронная система платежей) связывает все важнейшие международные коммерческие банки, обеспечивая обмен сообщениями, что способствует быстрому урегулированию расчетов. Несколько европейских и американских клиринговых организаций, включая Евроклиринг (Брюссель), Международную фондовую биржу (Лондон) и Международное отделение Национальной клиринговой корпорации по ценным бумагам (США) торгуют еврооблигациями (выпускаются для мобилизации средств на международном кредитном рынке, выражаются в иностранной валюте), заграничными облигациями и ежедневно осуществляют международные сделки по акциям.

Нью-йоркские финансовые рынки преуспевают частично вследствие устойчивой экономической базы США и обширной финансовой системы. Нью-Йорк выполнил роль важнейшего финансового центра, обслуживающего чистую утечку капитала между 1950 г. и 1982 г. и чистый приток капитала между 1983 г. и 1991 г. (см. табл. 8.1).

¹ The Economist (24 сентября, 1988); 105. Американские депозитарные квитанции представляют собой акции или облигации, хранящиеся в банках США для американских резидентов, желающих купить иностранные ценные бумаги без реального вступления во владение ими. Процентный доход оплачен иностранными фирмами американским инвесторам через банки США.

ЛОНДОН КАК ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР

Одним из поразительных атрибутов Лондона как мирового финансового центра является его способность к "вызову и ответу" на любую новую ситуацию и финансовые инновации.

В средние века, когда "инновация" была забытым словом, английское правительство провозгласило в 1215 г. "Великую хартию вольностей". Эта хартия гарантировала индивидуальные права в Англии и то, что Лондон является безопасным местом для отечественных и зарубежных свободных торговцев.

С той поры множество важнейших событий дало возможность Лондону остаться неоспоримым международным финансовым центром. Создание Английского банка и Королевской биржи в 1690 г. заложило организационные основы лондонских финансовых рынков. Меркантилистская политика и промышленная революция в XVIII в. обеспечили Британии устойчивую коммерческую, финансовую и экономическую базу. Лондон функционировал в качестве единственного мирового финансового центра почти 200 лет — так как британский золотой стандарт являлся краеугольным камнем мировой денежной системы, а капиталовложения в фунтах стерлингов за рубежом доминировали в мировых торговле, инвестициях и финансах до первой мировой войны.

Между первой и второй мировыми войнами (1914—1945 гг.) превратившийся в мировой финансовый центр Нью-Йорк бросил вызов господству Лондона, особенно его рынку долгосрочного ссудного капитала. Однако Лондон остался доминирующим финансовым центром, так как являлся узловой точкой Содружества и мировых банковских операций, управляя обслуживанием финансирования международной торговли через свой денежный рынок и торговлей международными ценными бумагами через свой вторичный рынок.

После второй мировой войны Лондон столкнулся с серьезным дефицитом платежного баланса. Для смягчения проблемы утечки капитала британское правительство в 1957 г. ввело контроль капитала на валютном рынке. Страны, использовавшие фунт стерлингов для финансирования своей международной торговли, были вынуждены использовать для удовлетворения своих потребностей другие валюты. Для выполнения этой функции был выбран доллар США. Увеличение спроса на доллар в Лондоне привело к росту его стоимости. С 1960-х годов Лондон стал центром международного евровалютного рынка, 75—80% которого выражалось в долларах.

Доминирующая позиция Лондона как основного международного евровалютного рынка и его способность обслуживать широкий диапазон международных потребностей оказались недостаточными для сохранения господства в качестве центра рынка капитала. Внутренний рынок капитала Лондона отставал от Нью-Йорка и Токио из-за ограничительных норм, таких как фиксированные комиссионные, монополия дилеров и брокеров на финансовые операции и т. п. Для исправления такой ситуации британское правительство инициировало "большой шок". В рамках этой акции была полностью изменена структура лондонских рынков ценных бумаг и была создана новая Международная фондовая биржа, оснащенная полностью компьютеризированной электронной системой котировок. Благодаря этому Лондон может сейчас конкурировать с другими рынками в области международной торговли ценными бумагами.

Объем торговли ценными бумагами в Лондоне упал после краха фондового рынка в октябре 1987 г. В 1988 г. Европейское сообщество (включая Соединенное Королевство) приступило к реализации плана унификации европейского рынка после 1992 г. Его осуществление порождает множество вопросов, в частности, сможет ли Лондон сохранить свое преимущество на унифицированном европейском рынке над другими континентальными центрами, такими как Париж, Франкфурт и Цюрих.

Экономика Соединенного Королевства

До первой мировой войны Британия играла ведущую роль в международной экономике и финансах. После второй мировой войны ее экономика начала испытывать трудности:

- низкий рост производительности в 60-е годы;
- текущая инфляция и дефицит государственных расходов в 70-е годы;
- сравнительно высокий уровень безработицы в 80-е годы.

Некоторые экономисты утверждают, что с 1979 г. британская экономика оживилась благодаря экономическим реформам премьер-министра Маргарет Тэтчер¹.

В 1979 г. контроль над зарубежными инвестициями на валютном рынке был отменен. В 1980 г. и 1981 г. в британской экономике наблюдался спад (табл. 8.8). Однако в период с 1982 г. по 1988 г. благодаря снижению инфляции и ссудного процента экономика развивалась устойчивыми темпами. С 1986 г. платежный баланс по текущим операциям стал дефицитным из-за сильного внутреннего спроса. Приватизация государственных предприятий не только стимулировала экономическую конкуренцию, но также снизила потребность государственного сектора в средствах для покрытия дефицита. Фактически денежная масса (учтенная по денежному агрегату M2) устойчиво росла с 1981 г. в порядке поддержки продолжавшегося, при низком ссудном проценте, роста экономики. Устойчивый спрос на кредит в потребительском, ипотечном и деловом секторах привлек в Лондон значительное число иностранных кредитно-финансовых учреждений.

Финансовый сектор стал наиболее динамичным в британской экономике. Он сохранил свои позиции на мировых финансовых рынках, в то время как британская промышленность утратила их в процессе международной конкуренции. Так, например, в 1985 г. удельный вес финансового сектора в ВВП Соединенного Королевства составил 7,4%, тогда как аналогичные показатели США и Швейцарии — 4,7 и 6,9% соответственно².

В период с 1983 г. по 1988 г. государственный дефицит снизился благодаря экономическому буму и проведению приватизации. Однако экономический бум привел и к росту импорта.

Финансовая система Соединенного Королевства

Важнейшая роль Лондона как международного финансового центра привлекает внимание к денежно-кредитной политике Соединенного Королевства. За несколько последних десятилетий было произведено немало работ по анализу его финансовой системы. Наиболее значительные из них — доклад комитета Макмиллана по финансам и промышленности (1931 г.), доклад комитета Редклифа по банковской системе и кредитно-денежной политике (1959 г.) и доклад комитета Вильсона (1980 г.). Во всех этих документах содержались предложения по улучшению британской финансовой системы и совершенствованию механизмов финансового рынка.

Несмотря на это, из-за быстрого изменения международной обстановки, лондонский комплекс финансовых механизмов и кредитно-финансовых учреждений устарел к концу 70-х годов. Для возвращения Лондону роли международного финансового

¹ Эти проблемы упоминаются в книге Рудигера Дорнбуша и Ричарда Лейерда, *The Performance of the British Economy* (Оксфорд, Clarendon Press, 1987, p. 1). Оживление британской экономики описывается в книге Алена Уолтерса, *Britain's Economic Renaissance* (Нью-Йорк, Oxford University Press, 1986).

² OECD Economic Survey, United Kingdom (Jule, 1987): 29.

центра британское правительство приняло ряд мер по совершенствованию финансовой системы. В число этих мер вошли:

- сокращение объема вмешательства государства в экономику;
- секьюритизация и глобализация финансовых рынков.

Отмена валютного контроля в 1979 г. оказала на британскую финансовую систему как положительное, так и отрицательное воздействие. С одной стороны, в Лондоне после этого стал выпускаться больший объем заграничных облигаций. С другой стороны, ослабление валютного контроля во всем мире поощрило развитие мировой торговли на других международных рынках акций.

Закон о финансовых услугах (1986 г.) внес наиболее значительные, со времен второй мировой войны, изменения в регулирование инвестиционной деятельности в Соединенном Королевстве. Наибольшие полномочия по санкционированию и регулированию инвестиционного дела даны Управлению ценных бумаг и инвестиций¹, в то время как Английский банк продолжает нести ответственность за контроль над операциями банков по кредитованию и получению депозитов, оптовыми денежными рынками, рынками иностранных валют и рынком государственных облигаций.

Закон 1987 г. о строительных обществах² позволяет им заниматься некоторыми новыми (для них) финансовыми операциями, включая необеспеченные займы (выпускаются первоклассными компаниями, пользующимися полным доверием среди кредиторов), страховое брокерское дело (посредничество между страхователем и страховой компанией), услуги по текущим счетам и другие финансовые услуги. Контроль за деятельностью этих учреждений возложен на специально созданную Комиссию по строительным обществам.

По Закону 1987 г. о банковской деятельности Английскому банку предоставлены полномочия получать информацию относительно изменений в составе акционеров банков Соединенного Королевства и их долей в капитале банков. Банковская доля участия в акционерном капитале инвестиционных фирм подпадает под юрисдикцию Министерства торговли и промышленности.

Основные цели изложенных выше финансовых реформ — укрепление и поддержка кредитно-финансовых учреждений Соединенного Королевства в условиях возрастающей глобализации финансовых рынков. Английский банк контролирует и воздействует на банковский сектор посредством денежно-кредитных мер; Управление ценных бумаг и инвестиций санкционирует и регулирует деятельность небанковских рынков долгосрочных ценных бумаг через множество саморегулирующихся организаций, таких как Ассоциация ценных бумаг, Международная распорядительная комиссия по ценным бумагам и т. п.

В банковском секторе коммерческие банки являются конгломератами, действующими в инвестиционном и торговом банковском деле. Банки, осуществляющие основные операции за границей, конкурируют в предоставлении кооперативных финансовых услуг и обслуживании рынков ценных бумаг. Строительные общества Соединенного Королевства все более становятся похожими на банки, а инвестиционные банки — на строительные общества. К тому же, поддерживая процесс секьюритизации в свете положения с долгами странам "третьего мира", банки Соединенного Королевства стали проявлять большую активность в размещении краткосрочных облигаций (векселя, акцепты), нот³ и облигаций, выпускаемых фирмами для генерирования денежного дохода.

¹ Более подробная информация по Закону 1986 г. о финансовых услугах даны в работе Дэвида Ломенса: London Markets After the Finances Services Act. London, Butterworths, 1987.

² Строительное общество — специализированное сберегательное учреждение.

³ Нота — краткосрочная или среднесрочная ценная долговая бумага.

ТАБЛИЦА 8.8 ОТДЕЛЬНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОЕДИНЕННОГО КОРОЛЕВСТВА

	1980—1992												
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Валовой национальный продукт	-2,5	-1,2	1,6	3,3	2,6	3,6	3,2	4,5	4,3	2,4	1,0	-2,1	-0,8
Индекс цен на потребительские товары	18,0	11,9	8,6	4,6	4,9	6,1	3,4	4,1	4,9	7,9	8,2	6,9	4,4
Процент безработных	5,3	8,5	9,8	10,8	11,1	11,3	11,4	10,4	9,1	6,5	6,1	8,1	9,7
Обменный курс фунта стерлингов (1975 г. = 100% для 1980—1987 гг.; 1985 г. = 100% для 1988—1992 гг.)	101,4	93,3	88,6	82,9	73,0	77,9	72,8	75,8	95,5	92,6	91,2	91,7	88,5
Дефицит (-) или активное сальдо государственного бюджета	L-2,5	-2,8	-2,7	-3,3	-3,1	-2,4	-2,2	-1,5	0,8	-0,1	-0,6	-2,0	-5,5
Платежный баланс по текущим операциям, дефицит (-) или активное сальдо	L 6,8	12,8	7,1	5,1	2,0	3,7	-1,4	-2,8	-26,3	-34,2	-25,7	-1,1	-2,1
Ставка кредита по межбанковским ссудным операциям	16,6	13,8	12,3	10,1	9,9	12,2	10,9	9,6	10,3	13,9	15,3	11,5	10,4
Ставка по 20-летним государственным ценным бумагам	13,8	14,7	12,9	10,8	10,7	10,6	9,9	9,5	9,4	9,8	10,6	10,1	9,3
Денежная масса, рассчитанная по агрегату M2	4,4	10,7	8,6	10,3	12,7	9,3	14,4	10,5	16,9	9,9	11,0	5,8	3,2
Норма сбережений	14,2	13,0	12,2	10,5	10,5	9,2	7,5	5,9	5,4	6,7	8,4	10,7	12,3

Источники. IMF World Economic Outlook (1993) и OECD Financial Statistics; Central Statistical Office, Financial Statistics.

Примечания.

1. Все данные даны в %. Фунты стерлингов (£) — в млрд.

2. Для США M1 — деньги в обращении + внутренние депозиты; для Соединенного Королевства M2 подразумевает M1 + срочные депозиты в фунтах стерлингов.



РИС. 8.2. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ СОЕДИНЕННОГО КОРОЛЕВСТВА И ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫЕ КОНТРОЛИРУЮЩИЕ АГЕНТСТВА

В табл. 8.9 приведено сопоставление кредитно-финансовых учреждений Соединенного Королевства по их численности и активам. Например, "большая четверка"¹ клиринговых банков контролирует около 40% внутренних банковских депозитов и 50% внутренних банковских ссуд (1991 г.). В том же году строительные общества оставались лидерами на рынке внутренних ссуд (76%). Число строительных обществ снизилось с 316 в 1978 г. до 167 в 1991 г., что отражает острую конкуренцию в этой отрасли. Среди инвестиционных институтов в 1985–1991 гг. наибольшие темпы роста демонстрировали страховые компании, пенсионные и паевые² фонды.

Несомненно, что в 80-е годы финансовая система Соединенного Королевства революционизировалась, особенно после "большого шока" в 1986 г. Первым испытанием новой финансовой системы стал крах фондового рынка в 1987 г.

¹ National Westminster, Barclays, Midland, Lloyds.

² Пaeвый фонд — учреждение для инвестирования на доверительной основе объединенного капитала мелких вкладчиков.

ТАБЛИЦА 8.9 КРЕДИТНО-ФИНАНСОВЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ СОЕДИНЕННОГО КОРОЛЕВСТВА: ЧИСЛЕННОСТЬ И АКТИВЫ, МЛРД. Ф. СТ.

1991 г.

УЧРЕЖДЕНИЯ ПО ПРИЕМУ ДЕПОЗИТОВ		ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТИТУТЫ		
	Число учреждений	Активы	Число учреждений	Активы
Денежный сектор ¹	596	1233,8	841	442,1
Строительные общества	167	248,4	4000	302,7
Финансовые компаний ²	450	9,5	204	22,5
			889	55,1
Итого	1214	1491,7	5824	822,4

Источники. Квартальный бюллетень английского банка, финансовая статистика Центрального статистического управления.

¹ Денежный сектор включает клиринговые банки, доверительные сберегательные банки и учетные дома.

² Финансовые компании являются учреждениями, берущими депозиты для предоставления промышленных и потребительских кредитов.

³ Страховые компании включают отделения и филиалы иностранных компаний в Великобритании.

Лондонский рынок долгосрочного ссудного капитала

В рамках модернизации национальной экономики и финансовой системы лондонский рынок капитала в 80-е годы радикально изменился. Ниже приводится перечень основных изменений.

- В ноябре 1980 г. был основан внебиржевой рынок ценных бумаг¹, который успешно выполнил роль организованного рынка акций для малых и средних фирм. На этом рынке, в отличие от обычной фондовой биржи, не существует дорогостоящих требований по регистрации ценных бумаг.
- В 1983 г. фиксированные комиссионные, традиционно устанавливаемые брокерами фондовой биржи, были заменены договорными комиссионными. Низкие транзакционные издержки (по совершению сделок) побудили институциональных² и прочих инвесторов заняться торговлей ценными бумагами.
- Начало операций на Лондонской международной бирже финансовых фьючерсов в 1981 г. стимулировало лондонский рынок ценных бумаг в области заключения сделок на срок и опционной торговли, что происходило параллельно с аналогичными процессами в США.
- В начале "большого шока", 27 октября 1986 г. наименование "Лондонская фондовая биржа" было заменено на "Международная фондовая биржа". На ней была развернута электронная система биржевых котировок, по которой были отменены минимальные комиссионные и разделение фирм — членов биржи на брокеров и дилеров. После "Большого шока" число игроков на Международной фондовой бирже возросло с 7 до 35 (Великобритания — 21, США — 7, Швейцария, Австралия и Гонконг — 7)³.
- В январе 1987 г. начал функционировать "Третий рынок"⁴, обеспечив малому венчурному капиталу и спекулятивным фирмам возможность торговли их акциями.
- В первые несколько месяцев после "большого краха" 17 октября 1987 г. объем оборота акций снизился, но в 1988 г. он постепенно возрастал. Однако инвестиционные фирмы пострадали из-за потери доходов.
- В 1990 г. произошло слияние внебиржевого рынка ценных бумаг и "третьего рынка". Это стало результатом исполнения нормативных директив Европейского Сообщества по листингу.
- В 1992 были объединены Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и Лондонский рынок торговли опционами.

Ниже приводится краткий обзор рынков капитала Лондона: первичного, вторичного и прочих.

Первичный рынок

Этот рынок включает в себя новые ценные бумаги, выпущенные правительством и фирмами Соединенного Королевства, а также еврооблигации, выпущенные иностранными заемщиками. Как видно из табл. 8.8 и 8.10, государственный дефицит в период с 1985 г. по 1990 г. постепенно снижался. Снижался также объем заимствований правительства на первичном рынке.

¹ Рынок незарегистрированных ценных бумаг.

² Институциональные инвесторы (учреждения-вкладчики): инвестиционные тресты, банки, страховые общества, кассы взаимопомощи, тред-юнионы.

³ Financial Times, 1986, 26 октября.

⁴ Внебиржевой рынок продажи зарегистрированных на фондовой бирже ценных бумаг.

ТАБЛИЦА 8.10 СРЕДСТВА, ЗАНИМАЕМЫЕ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ, МЛН. Ф. СТ. 1985—1992 гг.

	1985 г.	1987 г.	1989 г.	1992 г.
Государственный сектор (первоклассные ценные бумаги Соединенного Королевства)	11122	7434	-10219	27043
Сектор фирм Соединенного Королевства	6606	21045	17135	10871
Еврооблигации	7239	5610	9445	13356
Всего	24967	34089	16361	51270

Источник. Международная фондовая биржа (Лондон), Fact Book 1993: 40–41.

Однако в 1991 г. государственные заимствования возобновились и в 1992 г. возросли до 27,043 млрд. ф. ст.

Это объясняется двумя причинами: необходимостью оживить находившуюся в состоянии спада национальную экономику и предотвратить падение британского фунта во время валютного кризиса в сентябре 1992 г.

Фирмы Соединенного Королевства по-прежнему полагаются на внутренние источники средств. Однако после 1987 г. объемы привлекаемого ими внешнего финансирования значительно выросли. Эта тенденция порождена большим числом причин. Выход рынка капитала на уровень современных требований позволил фирмам получать займы на относительно благоприятных условиях. К тому же продолжавшаяся волна слияний и поглощений потребовала увеличения объемов внешнего финансирования. В период с 1985 г. по 1987 г. заимствования фирм Соединенного Королевства существенно выросли (см. табл. 8.10) и в 1992 г. оставались на достаточно высоком уровне.

Объем иностранных заимствований в Лондоне путем выпуска еврооблигаций значительно увеличился с момента отмены контроля за капиталом в 1979 г. В 1985–1992 гг. наблюдался продолжающийся рост этих заимствований (см. табл. 8.10), а по своему объему они занимали второе место после заимствований государственного сектора.

Вторичный рынок

Данный рынок включает торговлю всеми выпущенными в обращение на Международной фондовой бирже ценными бумагами. После "большого шока" объем торговли ценными бумагами серьезно увеличился. Благодаря тому, что Лондон ликвидирует временной разрыв между закрытием токийских и открытием нью-йоркских рынков, сюда стекаются инвестиционные банки¹. Кроме того, приватизация в Европе неизбежно влечет за собой выпуск акций новых частных фирм, поступающих на рынки ценных бумаг за пределами собственных стран. Благодаря либеральной регулирующей структуре, участию хорошо осведомленных международных инвестиционных банкиров и хорошо развитой сети средств связи Лондон является одним из самых привлекательных мест для заемщиков, инвесторов и финансовых посредников.

Узловой точкой лондонского вторичного рынка ценных бумаг является Международная фондовая биржа. Она охватывает четыре рынка:

- внутренних акций;
- первоклассных ценных бумаг и ценных бумаг фирм с фиксированной процентной ставкой;
- опционов;
- иностранных акций.

¹ Инвестиционный банк: в США — фирма, специализирующаяся на эмиссии и торговле ценными бумагами; в Великобритании — банк долгосрочного кредита для мелких и средних фирм.

ТАБЛИЦА 8.11 ЧИСЛО ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И ОБЪЕМ ИХ РЫНКА

	Число фирм	Число ценных бумаг	Объем рынка, млн. ф. ст.
Еврооблигации		1583	124276
Акции	1878	1958	624393
Ценные бумаги с фиксированными процентными ставками	1878	1747	29597
Зарегистрированные ценные бумаги в целом		5288	788266

Источник. Международная фондовая биржа (Лондон), Fact Book 1993: 42.

Рынок внутренних акций включает: рынок зарегистрированных на фондовой бирже ценных бумаг компаний, имеющих хорошую репутацию; рынки незарегистрированных ценных бумаг малых, менее развитых фирм (создан в 1986 г.); “третий рынок”, основанный в 1987 г. для молодых, растущих фирм. Рынок первоклассных ценных бумаг представляет государственные облигации, выпускаемые Банком Англии. Первоклассные ценные бумаги покупаются и продаются в больших количествах прежде всего учреждениями-вкладчиками. Рынок по сделкам на срок (рынок опционов) был создан в 1978 г. Он предоставляет инвесторам способы страхования или защиты их позиций в области основных ценных бумаг путем покупки или продажи опционных контрактов. Продажа иностранных акций, как часть деятельности Международной фондовой биржи, осуществляется по международной электронной системе биржевых котировок.

В 1992 г. на Международной фондовой бирже были зарегистрированы акции 1878 фирм, из них 514 иностранных (табл. 8.11). Согласно данным статистики этой биржи, число зарегистрированных фирм сократилось, но объем рынка зарегистрированных ценных бумаг в 1985—1992 гг. значительно вырос. На рынке незарегистрированных ценных бумаг в 1980 г. насчитывалось 11 фирм, а в 1992 г. — 308 фирм, при этом объем рынка составил 4,7 млрд. долл. С момента открытия “третьего рынка” (1987 г.) многие обозреватели предполагали, что он может в длительной перспективе догнать внебиржевой рынок ценных бумаг прежде всего из-за того, что требования для входа на “третий рынок” менее обременительны. К тому же, “третий рынок” предоставляет инвесторам скидку с налога на прибыль согласно Плану расширения дела, утвержденному в 1983 г.

Рынок краткосрочного капитала Лондона

Денежный рынок Лондона среди трех важнейших международных финансовых центров является старейшим и наиболее отвечающим уровню современных требований. Его долговечность может быть объяснена как эволюцией самого рынка, так и структурой традиционного и дополнительного (параллельного) денежных рынков, а также тем, как Банк Англии выполняет свою контролируемую роль.

Традиционный денежный рынок

В центре денежной системы Соединенного Королевства находится Банк Англии, выполняющий множество важных функций. Две его важнейшие обязанности — рыночные операции и контроль. Что касается рыночных операций, Банк отвечает за финансирование государственного дефицита путем заимствований на рынке первоклассных ценных бумаг, а также за смягчение эффектов ежедневных потоков на де-

нежных рынках между правительством и банковской системой. Рыночные операции подразумевают также коммерческие сделки на рынках иностранных валют и золота для правительства и других клиентов, управление золотыми и валютными резервами Соединенного Королевства. В соответствии с возложенными на него контрольными функциями Банк Англии отвечает по Закону 1887 г. о банковской деятельности за защиту вкладчиков и состояние банковской системы Соединенного Королевства, контроль над оптовыми рынками фунтов стерлингов, иностранной валюты, слитков золота или серебра (контроль за этими рынками отменен по Закону 1986 г. о финансовых услугах); контроль "делателей рынка"¹, включая брокеров на денежном рынке Международной фондовой биржи и брокеров, оперирующих на рынке первоклассных ценных бумаг.

Для воздействия на традиционный денежный рынок Банк Англии использует несколько инструментов кредитного контроля: продажи казначейских векселей учетным домам; покупка и продажа государственных ценных бумаг посредством своих операций на открытом рынке; операции по дисконту векселей, могущих быть учтенными или неучтенными через "дисконтные окна"² для учетных домов; установление резервных требований для сумм обязательств по стерлинговым депозитам в банках и лицензированных кредитно-финансовых учреждениях по приему депозитов.

Учетные дома традиционно стоят между Банком Англии и коммерческими, а также прочими банками. Когда Банк Англии продает казначейские векселя, учетные дома занимают у банков онкольные ссуды (рис. 8.3). Прибыль учетных домов в этом случае зависит от стоимости ссуды и маржи по продажам казначейских векселей инвесторам, включая банки. Излишние фонды банков могут быть эффективно использованы на повседневной основе, но банки резервируют за собой право отозвать эти фонды, если они испытывают недостаток в ликвидности. В случае недостатка ликвидности только учетные дома — не банки, как в других странах — имеют право доступа в Банк Англии для финансирования в крайнем случае предъявляемых приемлемых ценных бумаг по минимальной ставке ссудного процента.

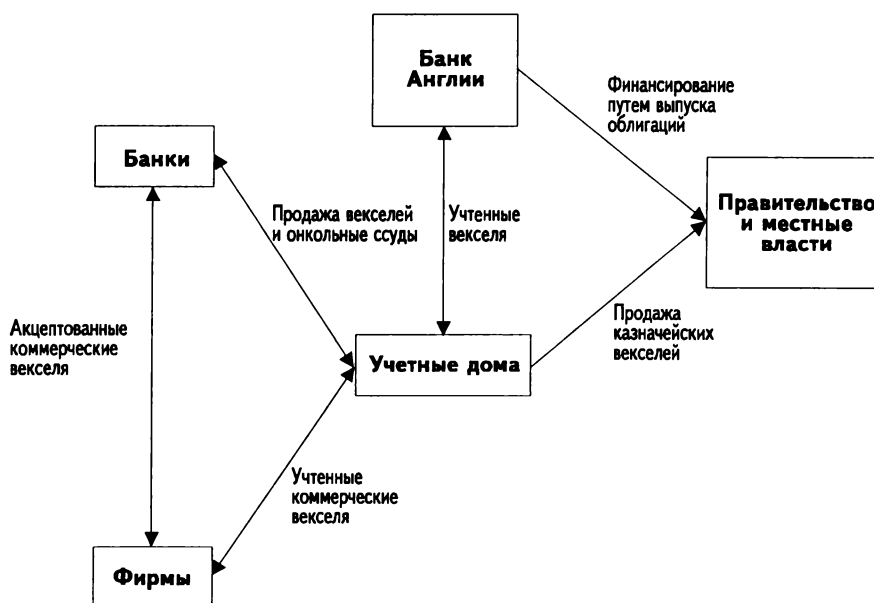


РИС. 8.3. ТРАДИЦИОННЫЙ ЛОНДОНСКИЙ ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

¹ Брокерские фирмы, постоянно котирующие ценные бумаги, товар.

² Возможность получения ссуды в центральном банке.

Дополнительный или параллельный денежный рынок

В отличие от традиционного денежного рынка, являющегося гарантированным, дополнительный рынок негарантированный. В нее входят: межбанковский рынок, стерлинговые депозитные сертификаты, долларовые депозитные сертификаты, ценные бумаги местных властей, финансовых компаний и межфирменные ценные бумаги. В 1986 г. на лондонский параллельный рынок Банком Англии были допущены краткосрочные коммерческие евровекселя и стерлинговые краткосрочные коммерческие векселя. Банк при их допуске поставил одно условие: акции эмитентов должны быть зарегистрированы на фондовой бирже. Важнейшими характеристиками дополнительного рынка являются:

- проведение деловых операций главным образом по телефону (межбанковский рынок);
- займы являются необеспеченными и не должны быть самостоятельно покрывающими дефицит;
- не существует последнего кредитора в критической ситуации¹ (рынок депозитных сертификатов);
- заемщики и кредиторы имеют больше альтернатив для достижения их целей.

Благодаря созданию в последнее время более либеральных условий рост дополнительного рынка оказался весьма значительным.

В 1985—1991 гг. на дополнительном рынке рост казначейских векселей, акцептованных векселей (выписанных в фунтах стерлингов) и стерлинговых депозитных сертификатов был намного выше этого показателя ценных бумаг местных властей и иностранных депозитных сертификатов (табл. 8.12). Существенный рост объема акцептованных векселей, выписанных в фунтах стерлингов в этот период, был вызван, возможно, отменой валютного контроля в 1979 г. Однако в этот же период общий объем денежного рынка, как доли ВВП, остался фактически неизменным.

Лондонский валютный рынок

Лондонский валютный рынок — крупнейший в мире: в 1992 г. его среднедневной оборот составил 303 млрд. долл. На этом рынке действует более 500 британских и зарубежных банков, а также других кредитно-финансовых учреждений. Некоторые из них покупают и продают иностранную валюту за свой собственный счет. В случае проведения крупных операций агенты по покупке и продаже иностранной валюты могут выступать как посредники. Все брокеры на этом рынке — члены Ассоциации брокеров по операциям с иностранной валютой и валютными депозитами. Как указывалось ранее, Банк Англии тщательно контролирует соглашения о заключении сделок, а также активно ведет дела на этом рынке от имени своих клиентов — главным образом правительственных ведомств и центральных банков других стран. Покупка и продажа иностранной валюты Банком Англии осуществляется для обеспечения устойчивости фунта стерлингов на валютном рынке.

Операции на Лондонском валютном рынке подобны операциям на других рынках, включая рынки наличного товара ("spot"), по сделкам на срок, фьючерсов, опционов, арбитражных операций и валютных свопов. Лондонский валютный рынок тесно связан с денежным рынком вследствие большого объема евровалютных операций и депозитных сертификатов в иностранной валюте.

¹ Последний кредитор в критической ситуации — обычно функция центрального банка.

ТАБЛИЦА 8.12 ОТДЕЛЬНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СОЕДИНЕННОГО КОРОЛЕВСТВА 1985—1991 гг.

	1985 г.	1987 г.	1991 г.
Выпущенные в обращение казначейские векселя	1994	4899	10054
Акцептованные векселя, выписанные в фунтах стерлингов	13251	18304	24632
Депозитные сертификаты и прочие краткосрочные обязательства	12818	29697	52307
Прочие валютные депозитные сертификаты и прочие краткосрочные обязательства	64125	71276	65648
Краткосрочный коммерческий вексель	—	—	11554
Ценные бумаги местных властей	41021	45949	52157
Опционы "колл" ¹ и сделки "овернайт" (на срок до начала следующего рабочего дня или с пятницы до понедельника)	7584	9950	8956
Общий объем денежного рынка	140793	180075	225308
Валовой внутренний продукт	356560	414230	574146
Общий объем денежного рынка как доля ВВП, %	39,49	43,47	39,24

¹ Опцион "колл" — право купить в течение определенного срока ценные бумаги и товар по обусловленной цене с предварительной уплатой премии. (Прим. ред.)

Источник. Финансовая статистика Центрального статистического управления.

Международные связи

Лондон долгое время является международным финансовым центром. Фунт стерлингов, поддерживавшийся золотым стандартом, являлся краеугольным камнем международных финансов в XIX в. Лондон был лидирующим центром финансирования международной торговли до второй мировой войны. После войны Лондон продолжал привлекать иностранные коммерческие банки и другие кредитно-финансовые учреждения к участию в динамичном развитии финансовых рынков. Согласно квартальному бюллетеню Банка Англии (февраль 1992 г.) в Лондоне располагалось 143 иностранных банка более чем с 400 отделениями, филиалами и представительствами. После "большого шока" в 1986 г. иностранные фирмы по торговле ценными бумагами устремились в Лондон для участия в операциях на растущем международном рынке капитала, особенно в торговле еврооблигациями и международными ценными бумагами. Лондон продолжает удерживать стратегические позиции в международных финансовых операциях.

Присутствие британских банков, страховых компаний и фирм по торговле ценными бумагами во всех важнейших финансовых центрах (Нью-Йорк, Токио, Европа, Сингапур, Австралия, Бразилия, Мексика, Гонконг) отражает новую ситуацию в международных финансах. Соединенное Королевство стало второй, после Японии, страной-кредитором. Британский пенсионный фонд осуществляет зарубежные инвестиции, а прямые британские инвестиции в США и другие страны заметно выросли. Соответственно иностранные портфельные и прямые инвестиции в Соединенное Королевство также увеличились в последние годы вследствие ожидаемых экономических и финансовых возможностей в изменяющейся Европе.

ТОКИО КАК ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР

Со времен Реставрации Мэйдзи в 1868 г. и до первой мировой войны Япония заимствовала иностранный капитал и технологию у Лондона и западноевропейских стран. После второй мировой войны Япония снова приобретала иностранный капитал и технологию, главным образом у США, для восстановления разрушенной войной экономики. Токийская фондовая биржа была основана в 1878 г. Однако до 70-х годов XX в., когда Япония превратилась во вторую, по экономической мощи, после США страну, и до 80-х годов, когда Япония стала крупнейшей страной — держателем иностранной валюты, став одной из важнейших финансовых сил мира, Токийская биржа не обладала статусом международной. Благодаря "экономическому чуду", огромному финансовому запасу, сильной иене и эффективным кредитно-финансовым учреждениям Токио вышел в центр мировых финансовых операций в качестве конкурентоспособного игрока.

До 1970 г. Токио не считался международным финансовым центром по нескольким причинам. Во-первых, на финансовые рынки Японии оказывали воздействие скорее не рыночные силы, а правительственная политика, направленная на решение задач национальной экономики, которую правительство планировало, но не управляло ею. Распределение финансовых и нефинансовых ресурсов производилось исходя из приоритетов национальной экономики. Финансовая система и финансовые рынки считались средством выполнения стоящих перед национальной экономикой задач. Во-вторых, в 50—60-х годах Япония была капиталом импортирующей страной. При этом, после введения в 1963 г. Соединенными Штатами налога, уравнивающего ставки процента, Япония начала переориентироваться в плане источников финансирования с США на Европу. В-третьих, жесткое государственное регулирование рынка ценных бумаг отбивало у иностранных кредитно-финансовых учреждений охоту вести операции на этом рынке. В-четвертых, валютный контроль в Японии ограничивал гибкость иностранных заемщиков и инвесторов.

Однако благоприятные условия для Токио как международного финансового центра постепенно развивались, и были подкреплены изменениями в национальной и международной обстановке после 1970 г. "Нефтяной шок" 1974 г. вынудил японское правительство увеличить совокупные расходы с целью вывода национальной экономики из состояния спада. Увеличение выпуска государственных облигаций поощрило развитие их огромного вторичного рынка, а также рынка перепродажи облигаций, именуемого рынком Генсаки. Этот рынок допускал отток средств с банковских депозитов, так как долевым и институциональным вкладчикам изымали свои средства из банков для перевода на более прибыльный рынок перепродажи облигаций. Это побудило руководящие денежно-кредитные учреждения в 1979 г. разрешить банкам выпуск передаваемых вкладных сертификатов по рыночным ставкам. Увеличение иностранными заемщиками объема выпускаемых в Токио облигаций в иенах также стимулировало рост рынка международного капитала в 70-е годы. Огромные финансовые резервы Японии, ставшие результатом активного сальдо торгового баланса и высокой нормы персональных сбережений, привлекли иностранных заемщиков (например, корпорации США) и международные организации (например, Международный банк реконструкции и развития, Азиатский банк развития).

Либерализацией иены и токийского рынка капитала в 80-е годы японское правительство открыло двери иностранным банкам и фирмам по торговле ценными бумагами. Согласно данным отчетов Японского исследовательского института ценных бумаг в 1988 г. и 1992 г., объем закупок иностранцами японских ценных бумаг вырос с 4 млрд. долл. в 1981 г. до 48 млрд. долл. в 1987 г. Однако из-за краха Токийского валютного рынка в 1990 г. этот показатель снизился до 16 млрд. долл. Для удовлетворения растущего внутреннего и международного спроса в 1983 г. на Токийской фондовой бирже была вве-

дена в строй компьютеризированная система проведения операций; после 1986 г. к работе токийской фондовой биржи подключилось большое число иностранных фирм; в том же году были созданы оффшорные банковские рынки; в 1987 г. началось заключение финансовых сделок на срок. Неудивительно, что Токио в конце 90-х годов, как ожидается, будет продолжать развиваться как находящийся на уровне современных требований финансовый рынок. Такие ожидания подкрепляются тем фактом, что Япония уже стала крупнейшей в мире страной-кредитором.

Японская экономика

После второй мировой войны Япония превратилась из бедной страны в крупнейшую силу мировой экономики, уступающую только США. Среднегодовые темпы прироста ВВП Японии составляли: в 60-х годах — 11%, в 70-х годах — 5, в 80-х годах — 4%. В 1991 г. доход на душу населения был около 26,9 тыс. долл. Япония, даже с ее недостатком природных ресурсов, успешно управляла развитием своей экономики благодаря нескольким важнейшим факторам:

- эффективному финансированию производственного сектора на основе национальных интересов (развитие производства и экспорта);
- успешному запуску в серийное производство разработанных в США технологий;
- наличию высокой нормы сбережений, высоких темпов прироста капиталовложений и производительности;
- сочетанию в 80-е годы высоких экспортных цен на производимые товары и низких цен на импортируемые;
- высокой конкурентоспособности японских кредитно-финансовых учреждений на международной арене (благодаря увеличению стоимости финансовых активов Японии, вызванного повышением курса иены по отношению к доллару с 1986 г.).

С 1945 г. по 1955 г. Япония методично реорганизовывала разрушенную второй мировой войной экономику. В 1955—1970 гг. подъем японской экономики был обусловлен главным образом освоением передовой зарубежной технологии через совместные предприятия, а также иностранными государственными и частными займами. В течение этого периода экономический рост обеспечивался прежде всего ростом экспорта. "Нефтяной шок" 1974 г. вызвал спад, но из него Япония вышла достаточно быстро, частично из-за увеличения правительственных расходов. Меры по снижению инфляции оказались успешными: - ее уровень снизился с 24% в 1974 г. до 0,7% в 1983 г.

В 1980—1992 гг. Япония демонстрировала устойчивый рост ВВП при снижении уровня цен и низкой безработице (табл. 8.13). Экономические показатели Японии в этот период были выше, чем в среднем у стран — членов ОЭСР. Благодаря увеличению налоговых поступлений постепенно снижался дефицит государственного бюджета. Значительное, с 1983 г., активное сальдо платежного баланса по текущим операциям оказывало сильное воздействие на отечественную и мировую экономику. Из-за высокого курса иены Банк Японии был вынужден, под нажимом США, покупать доллары на открытом рынке. Увеличение массы иен в обращении вызвало снижение ссудного процента, что стимулировало жилищное строительство, покупку ценных бумаг и инвестиции в малый бизнес.

С 1987 г. японское правительство провело ряд мероприятий по реформированию экономики. Они включали в себя снижение подоходного налога, увеличение налога на потребление, стимулирование импорта, увеличение финансовой помощи развивающимся странам, приватизацию государственных компаний (например, продажу

акций Nippon Telegraph and Telephone). Правительство приступило к проведению этих реформ в период разработки пятилетнего плана на 1988—1992 гг. Однако вялость японской экономики в 1992—1993 гг. вынудила правительство увеличить расходы, что, привело к росту бюджетного дефицита в этот период.

Финансовая система Японии

Исторически японская финансовая система создавалась для обслуживания потребностей экономики страны. Сегментация банковской системы и денежного рынка до 80-х годов отражали несбалансированность финансовой системы Японии. Либерализация финансовых рынков Японии, начавшаяся в 1975 г., с одной стороны, укрепила финансовую систему, а с другой — породила, ввиду серии скандалов на фондовом рынке в 1991—1992 гг., необходимость тщательного рассмотрения итогов этого процесса и дальнейшего совершенствования финансовой системы страны. Ниже приводится краткий обзор изменений в деятельности кредитно-финансовых учреждений, направлениях поисков средств и процессах либерализации финансового рынка.

Банк Японии — центральный банк является последним кредитором в критической ситуации, государственным финансовым агентом, а также отвечает за проведение денежно-кредитной политики (рис. 8.4). Он был основан в 1885 г. по образцу Банка Англии. Для воздействия на размер денежной массы в обращении и ссудного процента, Банк Японии традиционно опирается на учетную ставку. После второй мировой войны Банк Японии начал использовать в качестве дополнительных инструментов кредитно-денежного регулирования резервные требования и операции на открытом рынке. Значительную роль в экономическом росте Японии играют городские и коммерческие банки. Важнейшим источником краткосрочных средств для частной промышленности являются 13 городских банков, головные офисы которых расположены в Токио, а отделения — во всех важнейших центрах сосредоточения населения. Долгосрочные средства для капиталоемких отраслей предоставляют коммерческие банки, такие как Промышленный банк Японии, основанный в 1902 г. Региональные банки предоставляют краткосрочные ссуды малым и средним корпорациям; взаимно ссудные и сберегательные банки (Сого-банки), как правило, обслуживают потребности малого бизнеса. Специализированные кредитно-финансовые учреждения для сельского хозяйства, лесного хозяйства и рыболовства обслуживают указанные отрасли национальной экономики. На рынке ценных бумаг важную роль играют холдинг-компании включая "большую четверку"¹. Правительственные кредитно-финансовые учреждения являются средством прямого воздействия на специфические области экономики и финансов. Сберегательные почтово-сберегательные счета — наиболее важные средства привлечения личных сбережений для финансирования государственного сектора. В 70—80-х годах в Токио значительно возросла степень присутствия иностранных банков, дилерских фирм, осуществляющих торговлю ценными бумагами. Ответственность за контроль над деятельностью кредитно-финансовых учреждений лежит на Министерстве финансов Японии.

¹ Nomura, Yamaichi, Nikko и Daiwa.

ТАБЛИЦА 8.13 ОТДЕЛЬНЫЕ СТАТИСТИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ ПО ЭКОНОМИКЕ И ФИНАНСАМ ЯПОНИИ

1980—1992 гг.

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Валовой националь- ный продукт	4,3	3,7	3,1	3,2	5,1	4,9	2,5	4,6	5,7	4,9	4,8	4,1	1,5
Индекс потребитель- ских цен	3,8	3,2	1,9	0,7	1,2	1,4	1,9	-0,1	0,6	2,3	3,3	3,3	1,7
Процент безработных	2,0	2,2	2,4	2,7	2,7	2,6	2,8	2,8	2,6	2,3	3,3	2,1	2,2
Обменный курс иены, иен за 1 доллар	226,63	220,63	249,06	237,55	237,45	238,47	168,35	144,60	128,17	138	129	134	126
Дефицит (-) или актив- ное сальдо государст- венного бюджета	6,2	-5,9	-5,9	5,6	-4,7	-4,0	-3,3	-3,8	-3,4	-3,2	-3,3	-3,9	-4,1
Платежный баланс по текущим операциям, дефицит (-) или актив- ное сальдо	-												
Краткосрочный рынок Генсаки	10,7	4,8	6,9	20,8	35,0	49,2	85,8	86,7	77,8	57,0	35,8	72,6	117,6
Размер процентного дохода по 10-летним государственным об- лигациям	11,45	7,58	6,84	6,49	6,32	6,47	6,96	3,87	4,22	4,73	6,62	5,61	3,86
Денежная масса, рас- считанная по агрегату M1	8,9	8,4	8,3	7,8	7,3	6,5	5,2	5,0	4,83	5,64	7,20	55,3	6,00
Норма сбережений ¹	2,6	3,3	5,8	3,6	2,8	5,0	6,9	10,5	8,4	4,1	2,0	3,0	4,8
Приток долгосрочного капитала, млрд. долл.	17,9	18,2	16,5	16,3	16,0	16,0	16,4	16,1	15,6	15,4	15,0	16,0	18,0
	2,3	-9,7	-15,0	-17,7	-49,6	-64,5	-131,5	-137,1	-130,9	-87,9	-43,5	37,1	2,6

¹ Доход после уплаты налогов.

Источники. "Экономические перспективы 1993 г.", Международный валютный фонд; ежемесячная статистика Банка Японии; различные выпуски бюллетеня Федеральной резервной системы.

Примечание. Все показатели даны в % по отношению к предыдущему году, если не указано иное (доллары, иены).

1. Банк Японии
2. Все банки (87), банки — члены Федерации банковских ассоциаций Японии
 - А. Банковские счета
 - (1) Городские банки (13)
 - (2) Региональные банки (64)
 - (3) Акционерные ссудные банки (7)
 - (4) Долгосрочные коммерческие банки (3)
 - В. Траст-счета (9). Траст-счета одного городского банка, двух региональных банков и семи акционерных ссудных банков
3. Иностранные банки в Японии (81)
4. Кредитно-финансовые учреждения для малого бизнеса
 - (1) Взаимно-ссудные и сберегательные (Сого) банки (68)
 - (2) The Zenshinren Bank
 - (3) Заемные банки (455) (от амер. shin — занимать у всех деньги, жарг.)
 - (4) The Shoko Chukin Bank
 - (5) Национальная федерация кредитных кооперативов
 - (6) Кредитные кооперативы (422)
 - (7) Национальная федерация
 - (8) Трудовые кредитные ассоциации (47)
5. Кредитно-финансовые учреждения для сельского хозяйства, лесного хозяйства и рыболовства
 - (1) The Norinchukin Bank
 - (2) Кредитные федерации сельскохозяйственных кооперативов (47)
 - (3) Национальная федерация взаимного страхования сельскохозяйственных кооперативов
 - (4) Федерация взаимного страхования сельскохозяйственных кооперативов (47)
 - (5) Сельскохозяйственные кооперативы (4028)
 - (6) Кредитные федерации рыболовных кооперативов (35)
 - (7) Рыболовные кооперативы (1737)
6. Кредитно-финансовые холдинг-учреждения
 - (1) Финансовые холдинг-компании (3)
 - (2) Холдинг-компании (210)
7. Страховые компании
 - (1) Компании по страхованию жизни (24)
 - (2) Компании по страхованию имущества (23)
8. Правительственные кредитно-финансовые учреждения
 - (1) Японский банк развития
 - (2) Экспортно-импортный банк Японии
 - (3) Государственная финансовая корпорация
 - (4) Корпорация кредитования жилищного строительства
 - (5) Сельскохозяйственная, лесная и рыболовная корпорация
 - (6) Корпорация по финансированию малого бизнеса
 - (7) Корпорация развития Хоккайдо и Тохоку
 - (8) Японская корпорация по финансированию муниципальных предприятий
 - (9) Корпорация по страхованию кредитов малого бизнеса
 - (10) Корпорация по финансированию улучшения деловой среды
 - (11) Корпорация по финансированию развития Окинавы
9. Правительственные учреждения
 - (1) Бюро по траст-фондам
 - (2) Сбережения на почтово-сберегательных счетах
 - (3) Страхование жизни и рента через почтовую систему

РИС. 8.4. КРЕДИТНО-ФИНАНСОВЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ ЯПОНИИ

Основную ответственность за движение фондов от накопительных учреждений к заемщикам¹ в Японии несут кредитно-финансовые учреждения. Основным источником средств служит личный сектор (табл. 8.14). Тенденция быть пользователями средств демонстрируется частной промышленностью, государственным сектором, кредитно-финансовыми учреждениями, а также другими странами мира. При этом все указанные пользователи, кроме госсектора продолжают увеличивать спрос на средства. Государственный сектор, напротив, в 1990–1991 гг., благодаря снижению заимствований, вышел на незначительные показатели активного сальдо платежного баланса.

¹ Так называемое косвенное финансирование.

ТАБЛИЦА 8.14 ПЕРЕЛИВ ФОНДОВ В ЯПОНИИ, МЛРД. ИЕН

	1990 г.		1991 г.	
	Активное сальдо	Дефицит	Активное сальдо	Дефицит
Личный сектор	42142		38189	
Частная промышленность		-38680		-31109
Государственный сектор в целом	3310		2980	
Центральное правительство	2559		6057	
Государственные корпорации и местные власти	751		-3077	
Кредитно-финансовые учреждения		-1570		-287
Прочий мир		-5202		-9768
Всего	45452	45452	41169	41164

Источники. Ежемесячная экономическая статистика Банка Японии, суммировано: "Финансовая статистика ОЭСР" (Март 1993): 39.

Проводимая с 1970 г. финансовая либерализация оказала глубокое воздействие на японские финансовые рынки, финансовые инструменты, структуру портфельных инвестиций и проведение денежно-кредитной политики (рассматривается далее). Основными изменениями, относящимися к либерализации и реформированию системы регулирования, являются следующие:

- 1970 г. — Правительство Японии дало разрешение на выпуск иностранных облигаций в иенах, эмитируемых в стране нерезидентами.
- 1972 г. — Банком Японии учрежден учетный рынок векселей.
- 1976 г. — Формально признан рынок Генсаки (рынок перепродажи государственных облигаций).
- 1979 г. — На денежный рынок введены депозитные сертификаты.
- 1982 г. — Иностранным банкам разрешено торговать краткосрочными облигациями и участвовать в соглашениях о покупке ценных бумаг с последующим выкупом по обусловленной цене.
- 1984 г. — Резидентам и нерезидентам разрешено выпускать евроиеновые облигации и депозитные сертификаты. Японцам разрешено покупать иностранные депозитные сертификаты и краткосрочные коммерческие векселя. Основан рынок банковских акцептов¹.
- 1985 г. — Отменен потолок процентного дохода по депозитам. Иностранным банкам разрешено заниматься сделками по государственным облигациям.
- 1986 г. — Созданы оффшорные банковские рынки.
- 1987 г. — Увеличено число иностранных холдинг-фирм, признанных членами Токийской фондовой биржи.
- 1987 г. — Токийская фондовая биржа подписала с чикагскими товарными биржами² соглашение об обмене информацией по изучению состояния рынков.
- 1989 г. — Создана Токийская международная биржа финансовых фьючерсов.
- 1992 г. — Создана комиссия по наблюдению за ценными бумагами и биржами.

¹ Акцептованных банками векселей.

² Chicago Board of Trade и Chicago Mercantile Exchange.

Японский рынок долгосрочного ссудного капитала

Фондовые биржи в Токио и Осаке были основными в 1878 г. после Реставрации Мэйдзи. Быстрая индустриализация требовала значительных объемов долгосрочного ссудного капитала, который заимствовался Японией в Лондоне. В период между двумя мировыми войнами промышленность в основном финансировалась дзайбацу¹. Закон о ценных бумагах и биржах, разработанный по образцу американского, был издан в 1948 г. Потребность в капитале для восстановления экономики страны удовлетворялась главным образом за счет заимствований в США. В период с 1950 г. по 1970 г. японский рынок капитала был по своему статусу местным, имевшим циклический характер развития. С возрастанием роли Токио как международного финансового центра начался (с 1970 г.) выпуск иеновых облигаций иностранными заемщиками. Признание Токио как одного из важнейших международных финансовых центров пришло в 80-х годах благодаря развитию экономики страны, росту активного сальдо торгового баланса и высокому уровню личных сбережений. С 1979 г. рыночные силы начали играть все более важную роль во внешнем финансировании японских корпораций, хотя банковские ссуды по-прежнему составляют довольно значительную долю в объеме их финансирования².

В период с 1987 г. по 1990 г. средства корпораций за счет финансирования путем выпуска новых акций, зарегистрированных на фондовой бирже, увеличились с 3,013 млрд. до 3,792 млрд. иен (табл. 8.15). При этом 40% выпуска акций приходилось на:

- акции, предлагаемые широкой публике;
- акции, предлагаемые акционерам по льготной цене;
- варранты, дающие право на покупку акций.

Большая часть прироста средств, полученных от выпуска акций, приходится на кредитно-финансовые учреждения, особенно городские банки, которые таким путем добились увеличения собственных средств. Однако объемы финансирования путем выпуска новых акций в 1991 г. снизились из-за понижательных тенденций на Токийской фондовой бирже. На рынке облигаций (табл. 8.16 и 8.17) новые выпуски осуществлялись в основном в государственном секторе, прежде всего за счет дисконтных государственных нот и векселей, покупаемых частными лицами. Объем предложения широкой публике конвертируемых облигаций (т. е. облигаций, которые могут быть обменены на акции) увеличился с 5,256 млрд. иен в 1987 г. до 6,867 млрд. иен в 1989 г., что отражало оптимизм инвесторов по отношению к рынку акций. Однако из-за понижательных тенденций на этом рынке объем предложений широкой публике в 1990 г. и 1991 г. снизился. Объем выпуска японскими корпорациями евроиеновых облигаций с подписными сертификатами³ достиг своего пика в 1990 г., составив 925 млрд. иен (табл. 8.17), а в 1991 г. снизился до 382 млрд. иен. Евроиеновые облигации обычно выпускаются японскими корпорациями в Европе, при этом преследуются две цели: избежание ограничений на отечественном рынке капитала и увеличение объема зарубежных средств для финансирования по более низкой цене своей деятельности на международной арене и в Японии.

¹ Монополии и финансовая олигархия, выступавшие до окончания второй мировой войны в форме концернов, каждый из которых объединял десятки компаний под контролем головной семейной фирмы и контролировал основные отрасли экономики. После войны реорганизованы по принципам современных американских и западноевропейских монополий: со свободной куплей-продажей акций, широким привлечением внешнего капитала, что способствовало усилению концентрации производства и капитала. Выступают в форме финансово-монополистических групп (основные из них — Mitsubishi, Sumitomo, Mitsuui, Fuji), объединяющих крупнейшие банки, страховые, производственные и торговые компании страны.

² Подробный анализ дан в работе Securities Market in Japan 1988. Tokio: Japan Securities Research Institute.

³ Удостоверяющими право покупки акций в течение определенного периода.

ТАБЛИЦА 8.15 ФИНАНСИРОВАНИЕ ПУТЕМ ВЫПУСКА НОВЫХ АКЦИЙ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ

	Предложения акционе- рам по льготной цене		Предложения широ- кой публике		Частное размеще- ние ценных бумаг ¹		Использование права варрантов		Всего		Дробление акций ²	
	Число случаев	Полученная сумма, млрд. иен	Число случаев	Полученная сумма, млрд. иен	Число случа- ев	Полученная сумма, млрд. иен	Число слу- чаев	Полученная сумма, млрд. иен	Число слу- чаев	Полученная сумма, млрд. иен	Число слу- чаев	Число льготных (беспл.) акций
1987	26	436	99	1394	22	109	241	1074	388	3013	351	3278
1988	40	787	157	2582	23	104	316	1309	536	4782	373	3945
1989	32	726	227	5830	22	102	435	2190	716	8849	425	5550
1990	39	825	121	1975	21	315	397	678	578	3792	400	4432
1991	40	218	27	126	19	104	309	360	395	808	372	3451

¹ Без объявления в печати и без участия широких групп подписчиков. (Прим. ред.)

² Выпуск новых акций меньшим номиналом взамен старых. (Прим. ред.)

Источник. Токийская фондовая биржа (1992): 77.

Примечание. Старый термин "выпуски облигаций" был с 1990 г. заменен новым термином "дробление акций".

ТАБЛИЦА 8.16 ПРЕДЛОЖЕНИЕ НОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ШИРОКОЙ ПУБЛИКЕ, МЛРД. ИЕН

Процентные государственные облигации		Дисконтные государст- венные ноты и векселя		Облигации му- ниципалитетов		Гарантированные правительством электроэнерге- тические ценные бумаги		Промышленные облигации NTT (Nippon Telegraph and Telephone)		Иностранные облигации в иенах		Всего
Долго- сроч- ные	Средне- срочные											
1987	17986	3027	5366	846	2202	530	385	28	488	30817		
1988	17557	2506	4709	1101	2513	688	150	72	635	29931		
1989	14541	1620	9016	791	2033	520	60	4	1101	29685		
1990	9716	1845	20654	996	1774	1678	150	6	1203	38023		
1991	11263	1870	19231	903	1952	1765	200	417	68	38282		

Источник: Токийская фондовая биржа (1992): 77.

Примечания: 1 Облигации, выпущенные в других странах не учитываются.

2. Конвертируемые облигации и облигации с подписными сертификатами (удостоверяющими право покупки акций в течение определенного периода) не учитываются.

ТАБЛИЦА 8.17 ПРЕДЛОЖЕНИЯ ШИРОКОЙ ПУБЛИКЕ, КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ОБЛИГАЦИИ И ОБЛИГАЦИИ С ПОДПИСНЫМИ СЕРТИФИКАТАМИ (УДОСТОВЕРЯЮЩИМИ ПРАВО ПОКУПКИ АКЦИЙ В ТЕЧЕНИЕ ОПРЕДЕЛЕННОГО ПЕРИОДА)

	Конвертируемые облигации				Облигации с подписными сертификатами			
	Число случаев	Полученная сумма	Размер номинального процентного дохода по облигациям		Число случаев	Полученная сумма	Размер номинального процентного дохода по облигациям	
			максимальный	минимальный			максимальный	минимальный
1987	309	5256	2,6	1,3	3	33	2,6	2,5
1988	331	6640	2,8	1,0	—	—	—	—
1989	278	6867	2,5	1,2	385	10	2,2	0,1
1990	109	2727	6,5	1,2	925	25	4,5	0,1
1991	71	1092	6,3	3,6	382	10	4,9	2,8

Примечание: Выпущенные в других странах облигации не учитываются.

Источник. Токийская фондовая биржа (1992): 78.

Крупнейшими покупателями облигаций на вторичном рынке являются трастовые банки и инвестиционные компании. Городские банки и корпорации, занятые в производстве или торговле, а также иностранные инвесторы выступают как селективные покупатели облигаций (в зависимости от их прибыльности). Токийская фондовая биржа осуществляет основной объем операций с облигациями среди девяти фондовых бирж Японии. В 1991 г. на нее приходилось около 85% торговли облигациями в натуральном и стоимостном выражении (табл. 8.18). Согласно данным ежегодника Tokyo Stock Exchange Fact Book за 1992 г., число зарегистрированных на Токийской фондовой бирже иностранных акций выросло с 88 в 1987 г. до 125 в 1991 г.

В структуре собственности на акции в 1989–1991 гг. наибольший удельный вес приходился на кредитно-финансовые учреждения (45,2%) и корпорации, занятые в производстве или торговле (25,2%), а их суммарная доля, с учетом холдинг-компаний, составляла 72,1%. (табл. 8.19).

Концентрация собственности в руках этих владельцев очень важна для стабильности японского рынка акций, так как они обычно действуют в русле государственной политики. В руках иностранцев в 1989–1991 гг. находилось от 4,0 до 4,2% акций.

Японский рынок краткосрочного капитала

До 1975 г. денежный рынок страны контролировался Банком Японии, но со временем он добился большей открытости. В ранний период важнейшими инструментами проведения экономической политики Банка являлись: рacionamento кредита в "дисконтном окне", изменение учетной ставки, покупка и продажа коммерческих векселей, установление пределов займов городских банков. Банк Японии контролировал доступность банковских средств частной промышленности, имевшей ограниченный доступ на рынок ценных бумаг, где доминировали государственные облигации. Всякий раз, когда Банк Японии ограничивал средства в "дисконтном окне" или посредством операций на открытом рынке (формально действует с 1971 г.), важную роль в проведении политики Банка играла межбанковская ставка процента. Например, межбанковская ставка процента влияет на объем онкольных ссуд, выдаваемых городскими, региональными банками и другими кредитно-финансовыми учреждениями. В свою очередь, объем онкольной ссуды влияет на размер займов, выдаваемых этими учреждениями деловым предприятиям.

ТАБЛИЦА 8.18 ОБЪЕМ ТОРГОВЛИ НА ФОНДОВЫХ БИРЖАХ В НАТУРАЛЬНОМ И СТОИМОСТНОМ ВЫРАЖЕНИИ

Млн. акций, млрд. иен

	Все биржи			Токио			Осака			Нагоя		
	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость
1987	315441	296111	263611	250737	37133	34670	13199	9503				
1988	328311	332757	282637	285521	31691	34504	12485	11349				
1989	256296	386395	222599	332617	25096	42679	7263	10395				
1990	145837	231837	123009	186667	17187	35813	4323	7301				
1991	107844	134160	93606	110987	10998	187232	2479	3589				

	Киото			Хиросима			Фукуока			Ниигати			Саппоро		
	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем	Стоимость	Объем
1987	444	368	160	138	237	195	512	376	143	125					
1988	373	375	192	180	247	233	528	445	158	149					
1989	331	443	189	235	267	330	397	475	151	221					
1990	416	770	169	261	203	405	245	334	195	286					
1991	220	300	125	149	122	174	181	208	113	123					

Примечание: Объем торговли в натуральном и стоимостном выражении иностранными акциями не учитывается.
Источник. Токийская фондовая биржа (1992): 17.

ТАБЛИЦА 8.19 СТРУКТУРА РАСПРЕДЕЛЕНИЯ СОБСТВЕННОСТИ НА АКЦИИ
ПО ТИПАМ ИНВЕСТОРОВ, ВСЕ ФИРМЫ ЗАРЕГИСТРИРОВАНЫ

	Объем, тыс. шт.			Доля, %		
	1989 г.	1990 г.	1991 г.	1989 г.	1990 г.	1991 г.
Правительство и местное самоуправление	2706	2509	2543	0,7	0,7	0,6
Кредитно-финансовые учреждения	167411	176862	178583	45,6	46,0	45,2
Все банки	81399	85132	85377	22,1	22,1	21,6
Инвестиционные компании	11215	14102	14231	3,1	3,7	3,6
Ануитетные трасты	3621	3439	3575	1,0	0,9	0,9
Компании по страхованию жизни	47984	50247	52191	13,1	13,1	1,32
Другие страховые компании	15458	15698	16134	4,2	4,1	4,1
Другие кредитно-финансовые учреждения	7735	8244	7074	2,1	2,1	1,8
Корпорации, занятые в производстве или торговле	91282	95461	99420	24,9	24,8	25,2
Холдинг-компании	9001	7698	6540	2,5	2,0	1,7
Индивидуальные и прочие инвесторы	82172	87046	91306	22,4	22,6	23,1
Иностранные инвесторы	14709	14846	16463	4,0	3,9	4,2
Всего	367282	384422	394422	100,0	100,0	100,0

Источник. Токийская фондовая биржа (1992): 59.

Шок от повышения цен на нефть в 1974 г. ускорил развитие открытого денежного рынка и проведение рыночной либерализации. Деловые займы после этого шока были вялыми, но правительство спасло в 1974 г. экономику от спада при помощи "дефицитного" финансирования. Возрастание объема государственного долга привело к появлению увеличивающегося вторичного рынка государственных облигаций и введение в практику рынка Генсаки соглашений о покупке государственных ценных бумаг с последующим выкупом по обусловленной цене (эквивалент рынка Рипоус в США). При подобной конъюнктуре рыночные силы стали играть все более важную роль в размещении средств.

Для стимулирования конкуренции за ссудные средства Банк Японии разрешил банкам выпуск дополнительных инструментов денежного рынка: депозитных сертификатов в 1979 г., иностранных краткосрочных коммерческих векселей в 1982 г., евроиеновых депозитных сертификатов в 1984 г. Это стимулировало прямую конкуренцию среди кредитно-финансовых учреждений Японии и изменило практику кредитно-денежного регулирования центрального банка. Например, в операциях Банка Японии на открытом рынке сейчас используются крупные депозитные сертификаты. Банк Японии считает операции на открытом рынке более гибким, чем "дисконтное окно", инструментом воздействия на ссудный процент. Центральный банк также воздействует на учетный рынок векселей путем изменения ставки процента на межбанковском рынке по одно- и двухмесячным казначейским векселям. Краткосрочные коммерческие векселя стали настолько популярны, что Банк Японии даже рассматривает возможность проведения операций на их рынке.

ТАБЛИЦА 8.20 ВАЖНЕЙШИЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА ЯПОНИИ 1985—1991 гг.

Млрд. иен	1985 г.	1987 г.	1991 г.
Рынок онкольных ссуд	5110	16062	35316
Казначейские векселя	—	3300	9045
Учетный рынок векселей	14656	13106	16509
Депозитные сертификаты	9657	9926	17858
Краткосрочные коммерческие векселя	—	48307	75081
Рынок Генсаки	4642	6922	6045
Общий объем денежного рынка	34065	97623	159854
Валовой внутренний продукт	317305	344261	459632
Общий объем денежного рынка как доля ВВП, %	10,7%	28,4%	34,7%

Примечание. Казначейские векселя были введены в 1986 г.; краткосрочные коммерческие векселя в иенах — в 1987 г.

Источник. Ежемесячная экономическая статистика Банка Японии.

Старейшим инструментом денежного рынка Японии является рынок онкольных ссуд, соответствующий займу средств между банками. Эти операции осуществляются как заимствование средств городскими банками у региональных банков и прочих кредитно-финансовых учреждений для регулирования их позиций в области ликвидности. Как упоминалось ранее, учетная ставка влияет на ставку процента по межбанковским операциям. "Предложением" рынка онкольных ссуд, основанного в 1971 г., является учетный рынок векселей, наступление срока платежа по которым колеблется от одного до четырех месяцев. Рынки Генсаки и депозитных сертификатов стали результатом проведения политики финансовой либерализации в 70-е годы. Таким же образом появились рынки иеновых и долларовых онкольных ссуд. Иностранные и японские банки, а также брокерские фирмы ведут операции на этих рынках для приведения их позиций в области иностранных валют в соответствие со складывающейся на международном рынке евровалют ситуацией. В 1972 г. министром финансов были введены меры по регулированию этих рынков. В 1985—1991 гг. объем денежного рынка Японии значительно увеличился прежде всего благодаря операциям на возникшем рынке иеновых краткосрочных коммерческих векселей.

Международные связи

Токио стал международным финансовым центром только после 1970 г., когда иностранные заемщики начали выпускать здесь облигации в иенах, а позднее — в иностранной валюте. Укреплению позиций Токио как одного из важнейших центров в процессе глобализации финансовых рынков содействовала либерализация рынков иены и капитала. Так, в 1988 г. примерно 81 иностранный банк и 60 иностранных фирм по торговле ценными бумагами располагали в Токио своими головными офисами и отделениями. Важность токийского финансового рынка подтверждается увеличением объема иностранных капиталовложений в японские облигации и акции. Наибольшая активность иностранных участников наблюдается на денежных рынках Генсаки, онкольных ссуд, депозитных сертификатов и краткосрочных коммерческих векселей. Высокий дневной оборот иностранной валюты, особенно в сделках иена/доллар, привел к тому, что Токио стал третьим, после Лондона и Нью-Йорка, валютным рынком мира.

В равной степени важно присутствие японских банков и фирм по торговле ценными бумагами во всех важнейших международных центрах, включая Нью-Йорк, Лондон, Гонконг и континентальную Европу. Операции в этих центрах помогают японским корпорациям осуществлять зарубежное заимствование и канализировать утечку избыточного капитала. Объем этой утечки в 1981—1990 гг. составил 687 млрд. долл. (см. табл. 8.13).

СОПОСТАВЛЕНИЕ ТРЕХ ВАЖНЕЙШИХ ФИНАНСОВЫХ ЦЕНТРОВ

Экономика

В 80-е годы США, Соединенное Королевство и Япония добились значительного прогресса в снижении колебаний развития их национальных экономик. Темпы прироста ВВП в этот период устойчиво держались в диапазоне 3–5% в год, уровни инфляции и безработицы были достаточно низкими. По государственным расходам и норме сбережений эти страны существенно отличались друг от друга. Самый большой дефицит государственного бюджета и самую низкую норму сбережений демонстрировали США. Единственной страной (из этих трех), сумевшей в последние годы снизить дефицит государственного бюджета, было Соединенное Королевство. Однако при этом снизилась и норма сбережений – с 14% в 1980 г. до 6% в 1988 г. Объем дефицита государственного бюджета Японии по отношению к ВВП постепенно снижался, при этом его полностью компенсировала высокая норма сбережений. Необходимо отметить, что высокая норма сбережений и продолжавшее расти активное сальдо торгового баланса Японии являлись важнейшими источниками средств, использовавшихся (частично) для финансирования двойного дефицита США.

Финансовые системы и рынки

Разделение деятельности банков на коммерческую и инвестиционную существует как в США (по закону Гласса-Стигола)¹, так и в Японии (по ст. 65 Закона о ценных бумагах и биржах). Финансовая система США считается гибкой и инновационно-ориентированной, а японская – более комплексной. "Большой шок" революционизировал рынок капитала Соединенного Королевства, но запланированная унификация европейских рынков может вынудить Великобританию изменить нормы регулирования финансовой отрасли. В 80-е годы многие страны обнаружили, что их финансовые системы оказались под давлением либерализации и интернационализации финансовых рынков, быстроты переливов капитала (обеспеченной средствами связи и компьютеризированной информации). Всемирный спад 1991–1992 гг. выявил слабость финансовых систем этих стран и необходимость их дополнительного реформирования и адаптации. Ограничения на банковскую деятельность между штатами в США были отменены; ввиду новых условий финансовой конкуренции в Европе банки и фондовые биржи Соединенного Королевства нуждаются в изменениях; японская финансовая система из субъекта государственного контроля должна стать более рыночно ориентированной.

Финансовые рынки являются механизмами, канализирующими потоки средств от накопителей к пользователям. Прогрессивные финансовые инструменты и более гибкая институциональная структура обеспечивает лучшее размещение средств для достижения различных целей. В целом три рассматриваемых финансовых центра обслуживают потребности и национальной, и международной экономики. Крупнейшим по объему денежным рынком (216 трлн. иен) располагают США, на втором месте – Япония (77 трлн. иен). При рассмотрении денежного рынка как доли ВВП крупнейшим окажется денежный рынок Соединенного Королевства (36,8%), вторым – рынок США (29,4%) (табл. 8.21).

¹ Принят в 1933 г., запрещает коммерческим банкам заниматься размещением и другими операциями с ценными бумагами.

Международные связи

В данной главе в первую очередь рассматриваются переливы капитала в трех важнейших мировых финансовых центрах. Среди них дольше всех обладает международным статусом Лондон. В настоящее время краеугольным камнем лондонских финансовых рынков являются международный евродолларовый рынок, листинг иностранных ценных бумаг, валютные рынки и присутствие в Лондоне иностранных банков. Наиболее предпочтительной валютой для проведения международных операций остается доллар, а кредитно-финансовые учреждения США и многонациональные корпорации проявляют высокую активность в зарубежных операциях. В области международной торговли и инвестиций Япония рассматривается в качестве новой экономической силы. В период с 1985 г. международные банковские активы Японии значительно увеличились, в то время как доли США и Соединенного Королевства в общем объеме международных банковских активов уменьшились. Повышение курса иены и снижение курса доллара способствовали возрастанию конкурентоспособности японских банков. Одним из важнейших компонентов, необходимых для выполнения международных функций этими финансовыми центрами, являются оффшорные банковские рынки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

С расцветом международной торговли и развитием многонациональных корпораций в 60-х годах начался процесс глобализации финансовых рынков. Эта тенденция ускори-лась в 70-х годах, частично вследствие рециклирования нефтедолларов. Экономическое процветание промышленно развитых стран и быстрый рост международных потоков капитала в 80-х годах трансформировали финансовые рынки — сейчас их деятельность осуществляется в мировом масштабе.

Рынки денег и капитала Нью-Йорка являются крупнейшими в мире благодаря огромному размеру экономики США, а также деятельности на них американских и иностранных кредитно-финансовых учреждений. Последние предложения по реформе банковской деятельности в США разработаны с целью упростить контроль за коммерческими банками страны и направлены на повышение их конкурентоспособности на национальном и зарубежном рынках. Вступившее в силу в апреле 1990 г. постановление 144А Комиссии по ценным бумагам и биржам предоставляет "безопасную гавань" любому американскому или иностранному эмитенту, предлагающему незарегистрированные ценные бумаги квалифицированному институциональному инвестору. Этот важный шаг позволит США более успешнее конкурировать с международным рынком еврооблигаций.

Лондон является одним из важнейших финансовых центров в значительной мере благодаря лидирующим позициям на международном евровалютном рынке, размеру его валютного рынка, международному листингу ценных бумаг, отличной сети средств связи и специальным финансовым знаниям его участников. Соединенное Королевство уже приняло меры по укреплению позиций Лондона в свете растущей конкуренции в Европе после 1992 г.

Токио стал в 80-х годах одним из важнейших финансовых центров прежде всего в результате укрепления японской экономики, высокой нормы сбережений, роста активного сальдо торгового баланса, увеличения объема прямых и портфельных инвестиций на международной основе. Чрезмерные спекуляции на рынках акций и недвижимости в Токио, наблюдавшиеся в последнее время, вынудили японское правительство скорректировать политику по отношению и внутренним и зарубежным рынкам. Эти же обстоятельства заставили японские банки изменить структуру их балансов.

ТАБЛИЦА 8.21 СОПОСТАВЛЕНИЕ СТРУКТУРЫ И ОБЪЕМА МЕЖДУНАРОДНЫХ ДЕНЕЖНЫХ РЫНКОВ

Фонды на сентябрь 1989 г.
трлн. иен (%)

	Япония		США		Соединенное Королевство		Германия	
	Сделки с премией (опционы "колл")	Федеральные резервные фонды ²	Казначейские векселя	Депозитные сертификаты ³	Сделки с премией (опционы "колл")	Межбанковские депозиты	Сделки с премией (опционы "колл")	Казначейские векселя
Векселя	11,3	(14,6)			19,7	(53,5)	5,3	(18,1)
Рынок Генсаки ¹	4,9	(6,3)			1,2	(3,3)	0,8	(2,6)
Депозитные сертификаты	19,9	(25,7)			2,9	(7,9)		
Краткосрочные коммерческие векселя	11,1	(14,3)			9,8	26,7)		
Казначейские векселя	3,3	(4,3)			0,7	(1,9)		
Финансовые векселя	2,0	(2,6)						
Всего	77,5	(100,0)	216,2	(100,0)	36,8	(100,0)	29,2	(100,0)
Доля в ВВП, %	19,6		29,4		32,0		17,3	

¹ Сделки с облигациями по соглашениям о покупке ценных бумаг с последующим выкупом по обусловленной цене; без учета торговли рынка Генсаки казначейскими и финансовыми векселями.

² Включая сделки по соглашениям о покупке ценных бумаг с последующим выкупом по обусловленной цене.

³ Срочные депозиты крупного размера.

Источники: A study group to Ministry of Finance and Bank of Japan, Survey of Money Market in Japan (June 1990). As reported — OECD Economic Survey — Japan, (1991—1992) 148.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Что является основными условиями возникновения международного финансового центра?
2. В чем сходство и различие между финансовыми системами США, Соединенного Королевства и Японии?
3. В чем основная причина, побуждающая иностранные фирмы в течение последних нескольких лет регистрировать свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже, Лондонской международной фондовой бирже и Токийской фондовой бирже?
4. Определите сравнительную важность США, Соединенного Королевства и Японии на международном рынке облигаций с учетом стоимости валют, объема выпуска и размещения выпускаемых международных облигаций.
5. Объясните изменения на денежном рынке Лондона после второй мировой войны. Почему эти изменения стали так важны для международных денежных рынков?
6. Объясните цели финансовой реформы в Соединенном Королевстве в 1979—1987 гг. Как "большой шок" революционизировал рынок капитала Лондона?
7. Каковы нормы сбережений в США, Соединенном Королевстве и Японии? Какие кредитно-финансовые учреждения этих стран несут основную ответственность за канализацию сбережений к их конечным пользователям?
8. Объясните общие тенденции в области государственного долга и финансирования путем получения займов на финансовых рынках США, Соединенного Королевства и Японии.
9. Объясните последние изменения на денежном рынке Японии. Почему эти изменения так важны для финансирования деловой активности в Японии?

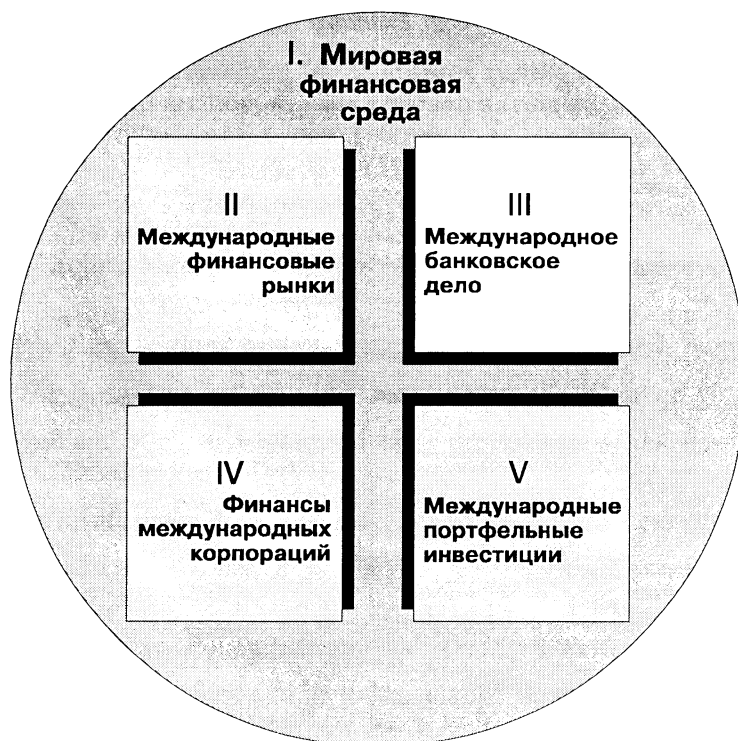
Краткая библиография

- Bank of England, "Equity Market Crash," *Quarterly Bulletin*, February, 1988.
- Cargill, Thomas. "Japanese Monetary Policy, Flow of Funds, and Domestic Liberalization". Federal Reserve Bank of San Francisco. *Economic Review*, Summer 1986.
- Cecchini, Paolo. *The European Challenge: 1992*. Hants, England: Wildwood House, Ltd., 1988.
- Dornbusch, Rudiger and Richard Layard. ed. *The Performance of the British Economy*. Oxford: Clarendon Press, 1987.
- Emery, Robert F. *The Japanese Money Market*. Lexington, Mass.: Lexington Books, 1984.
- Evans, John S. *International Finance: A Monetary Approach*. New York: Dryden Press, 1992.
- Federal Reserve Bank of New York. "Globalization of Financial Markets and the Effectiveness of Monetary Policy Instruments". *Quarterly Review*, Autumn 1988.
- Hardouvelis, G. "Evidence on Stock Market Speculative Bubbles: Japan, the United States, and Great Britain". FRBNY *Quarterly Review*, Summer 1988.

- Ikeo, Kazuhito. "Information Technology and the Restructuring of Banking Services." *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, February 1992.
- Japanese Securities Research Institute. *Securities Market in Japan 1992*. Tokyo, Japan, 1992.
- Kaufman, George. *The U.S. Financial System: Money, Market, and Institutions*, 3rd Ed. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1990.
- Lees, Francis and Maximo Eng. *International Financial Markets*. New York: Praeger Publishers, 1975.
- Lomax, David. *London Markets After the Financial Services Act*. London: Butterworth, 1987.
- Mc Rae, Hamish and Francis Cairncross. *Capital City: London as a Financial Center*. London: Methuen, 1991.
- Mullineux, Andrew. *International Banking and Financial Systems: A Comparison*. London: Graham & Trotman, 1987.
- Organization for Economic Cooperation and Development. *Financial Market Trends*, February 1991 and February 1993.
- Rose, Peter S. *Money and Capital Markets*. Homewood, IL: Irwin, 1992.
- Shaw, E.R. *The London Money Market*. London: Heinemann, 1981.
- Suzuki, Yoshio, Akio Kuroda and Hiromichi Shirakawa. "Monetary Control Mechanism in Japan." *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, November 1988.
- Takagi, Shinji. ed. *Japanese Capital Market*. Cambridge, MA: Blackwell, 1993.
- Wairnsley, Julian. *The Foreign Exchange Handbook*. New York: John Wiley, 1983.

МЕЖДУНАРОДНОЕ БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

Международные банки выполняют широкий спектр операций. В части 3-й мы рассмотрим международное банковское дело, основываясь на его целях и формах деятельности. Необходимо также принять во внимание постоянно меняющуюся роль банков и их важность в различных государствах. Мы изучим также альтернативные организационные формы при проведении зарубежных банковских операций. И наконец, проанализируем важнейшие виды услуг, оказываемых банками, такие как финансирование внешней торговли, мобилизация различных фондов через каналы денежного рынка, международное кредитование. Следующие четыре главы содержат полный анализ и описание основных тенденций и операций в международном банковском деле.



Мировое коммерческое банковское дело

ВВЕДЕНИЕ

В этой главе мы рассмотрим 4 основных аспекта мирового коммерческого банковского дела, а именно: 1) основные тенденции; 2) организационные формы и виды операций; 3) регулирование с помощью установления требований к уровню собственных средств; 4) изменения в международной конкуренции. На примере Америки мы можем сказать, что за последние 30 лет произошли значительные изменения позиций американских банков в мировом банковском деле. В 60-е годы американские банки осознали открывающиеся возможности и необходимость международного расширения. В течение этого десятилетия их активность росла и они доминировали в мировом банковском деле. Но в 70-е годы в связи с возникновением новых конкурентных факторов начала меняться и внешняя среда. Японские и европейские банки начали расшатывать устойчивую позицию американских банков в конкурентной борьбе. Это десятилетие может быть охарактеризовано как один из первых вызовов американским банкам на международной арене. И наконец, в 80-е годы произошло относительное ослабление позиции американских банков, так как европейские и особенно японские банки заметно потеснили их как на мировом, так и на внутреннем рынке Соединенных Штатов.

В этой главе описывается, как происходили эти перемены в мировом балансе конкуренции. Но с равной долей внимания мы остановимся и на основных функциях мировых коммерческих банков, объясняя, какие организационные подходы используются в международном банковском деле и каковы основные виды деятельности этих банков.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Получить представление о том, как развивалось мировое коммерческое банковское дело в течение последних нескольких десятилетий и как оно реагировало на новые возможности и проблемы.
2. Детально изучить многообразие форм и сфер деятельности, которые включены в мировое коммерческое банковское дело.
3. Оценить воздействие растущей международной конкуренции на относительное положение американских банков.

4. Понять используемые международными коммерческими банками стратегии и организационные формы.
5. Осознать необходимость адекватного регулирования мирового банковского дела и изучить методы, которые для этого используются.
6. Рассмотреть роль банковской стоимости капитала как основного фактора, влияющего на международную конкуренцию банков различных стран мира.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> • агентство • Базельское соглашение • отделение • достаточность собственного капитала • конкурентоспособность • банк-корреспондент • стоимость капитала • стоимость собственного капитала • Закон Эджа • финансовые инновации • Домашний банк • поправка 1991 г. к Закону о международных банковских операциях • доля рынка 	<ul style="list-style-type: none"> • Система международных банковских "зоны" (подразделений банков) с льготным режимом (IBF) • кейрецу • торговый банк • принцип распространения национального режима на иностранные банки • рециклирование нефтедолларов • отношение рыночной цены к чистой прибыли (в расчете на акцию) • принцип взаимной выгоды. • представительство • капитал с учетом риска • налоговое убежище¹ • универсальный банк

СОКРАЩЕНИЯ	
SLC — резервный аккредитив	BCCI — Банк международного кредита и коммерции
OBS — забалансовая деятельность	

РАЗВИТИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО БАНКОВСКОГО ДЕЛА

Основные тенденции в международном банковском деле

История системы банков, имеющих зарубежные филиалы, берет свое начало в XIX в. К 1960 году в Лондоне уже существовало значительное сообщество зарубежных банковских отделений. Первые банковские отделения были открыты в Лондоне для решения нескольких задач:

- 1) удовлетворять потребности зарубежных филиалов корпоративных клиентов своей страны;
- 2) принимать участие в операциях на валютном рынке;
- 3) участвовать в операциях на рынке стерлинговых тратт².

¹ Налоговое убежище (или "налоговая гавань", "налоговый рай") может быть определено как центр, который привлекает значительные банковские вклады и другие виды инвестиционных средств. Это положение определяется тем, что в этих зонах обеспечиваются значительные финансово-деловые преимущества, не доступные нигде. Эти преимущества включают: свободу от валютного контроля, благоприятный налоговый климат, политическую стабильность, соблюдение конфиденциальности информации, касающейся операций с клиентами.

² Тратта (вексель) с платежом в фунтах стерлингов.

За последние 25 лет произошли заметные изменения в международном банковском деле, начатые сначала американскими банками, а затем поддержанные европейскими и японскими банками, а также банками других стран. Американские банки с поразительной скоростью находили новые подходы и методы, создавали и завоевывали инновационные секторы рынка. Со временем банки других стран также включились в конкурентную борьбу и отвоевали существенные доли этих новых рынков.

Открывающиеся проблемы и кризисы превращались в вызовы и возможности. Когда американские банки были обременены надзором и требованиями, предъявляемыми к денежным средствам используемым в зарубежном кредитовании (1964—1965 гг.) они “изобрели” зарубежные отделения. Эскалация цен на нефть открыла возможность рециклирования нефтедолларов. И даже долговой кризис в 80-х годах обернулся для некоторых банков необыкновенно выгодной возможностью пересмотреть кредиты, создать рынки долговых обязательств и обслуживать программы, связанные со свопами с высокой маржей.

Раннее расширение

60-е годы были для международных банков временем первого расширения. Подъем в кредитовании американскими банками филиалов компаний США, действующих на Общем рынке, стал причиной открытия многочисленных зарубежных банковских отделений американских, а затем и неамериканских банков (табл. 9.1).

ТАБЛИЦА 9.1 ТЕНДЕНЦИИ И СОБЫТИЯ В МЕЖДУНАРОДНОМ БАНКОВСКОМ ДЕЛЕ

Период	Основные события
1. Раннее расширение в 60-х годах	1. Рост рынка евровалют 2. Увеличение числа зарубежных отделений банков
2. Нефтяной кризис и растущая конкуренция в 70-х годах	3. Первый и второй нефтяной шок 4. Рециклирование нефтедолларов 5. Рост синдицированного рынка еврокредитов 6. Возросшая конкуренция между международными банками, ослабление лидирующей позиции американских банков
3. Долговой кризис и финансовые инновации в 80-х годах	7. Развивающийся национальный долговой кризис 8. Финансовые инновации 9. Секьюритизация и портфель ценных бумаг 10. Интернационализация финансовых рынков, включая “большой шок” 1986 г. 11. Подвижка в сторону усиления инвестиционно-учредительской деятельности банков 12. Круглосуточная торговля на валютном рынке, казначейские ценные бумаги США 13. Международное соглашение по требованиям к капиталу банка
4. Подготовка к финансовой интеграции в 90-х годах	14. Международные банковские союзы 15. Единый европейский рынок финансовых услуг

Рынок евровалют также берет свое начало в 60-х годах нашего столетия. В этот период многие американские банки открывали отделения, например в Лондоне, чтобы принять участие в операциях на рынке евродолларов, и на Багамских островах, чтобы пользоваться статусом налогового убежища, а также на европейском континенте, чтобы обслуживать дочерние компании американских корпораций.

Нефтяной кризис и растущая конкуренция

Решение стран — экспортеров нефти (ОПЕК) повысить цены на нефть в 1973 г. вызвало целую серию кризисов на международном банковском рынке. Во-первых, правительство США было вынуждено приостановить программу контроля за капиталом, чтобы облегчить рециклирование нефтедолларов через финансовую систему США. Результатом повышения цен на нефть стало повышение инфляции, дестабилизирующее валютные рынки. К тому же это была первая проверка на прочность недавно введенной системы плавающего курса, которая, к счастью, справилась с этим испытанием достаточно неплохо.

Международные банки столкнулись с ростом спроса на кредиты в 70-х годах. Этот спрос был вызван как странами — импортерами нефти, так и инфляцией цен, испытываемой в этот период. Синдицированный рынок еврокредитов развивался необыкновенно быстро, так же как росли и прибыли банков. Высокие доходы на этом рынке привлекли европейские, японские, канадские и другие банки. Растущая конкуренция на рынках евровалют и еврокредитов стала первым вызовом доминирующему положению американских банков в международной банковской системе.

Долговой кризис и финансовые инновации

Два нефтяных шока (1974 г. и 1978—1979 гг.) и процентный шок увеличили спрос на кредиты и расходы по обслуживанию долга. С этими проблемами столкнулось большинство развивающихся стран. К 1982 г. многие развивающиеся страны осознали, что они не способны оплачивать расходы по обслуживанию долгов, которые они приняли на себя, взяв кредиты на внешних рынках. Заявление 1982 г. Мексики и других крупных заемщиков о том, что они не способны оплатить эти расходы по обслуживанию долга, привело к серьезным изменениям на рынке международных финансов. Начиная с того момента многие международные банки сократили кредитование развивающихся стран и начали изыскивать новые способы обслуживания клиентов, которые бы позволили избежать прямых рисков связанных с балансовым кредитованием.

Ведущими стали рынки финансовых инноваций, такие как программа выпуска евронота (NIF) (глава 6), процентные свопы (глава 7) и валютные свопы. Секьюритизация международного кредитования вытеснила прямое банковское кредитование. Коммерческие банки переключили свое внимание на инвестиционную банковскую деятельность, связанную с андеррайтингом и размещением среднесрочных кредитных инструментов — программы выпуска евронота (NIFs), источников возобновляемого кредита (RUFs), коммерческих бумаг¹ (CPs) —, выпущенных заемщиками.

Банки начали уделять внимание развитию более полного рынка ценных бумаг. Например, в 80-х годы ценные бумаги Казначейства США начали продаваться в Токио и Европе также, как и на рынках Северной Америки, и по спотовым, и по фьючерсным контрактам (рис. 9.1). Также ведущие международные банки приступили к введению круглосуточной системы работы отделений банка, которая бы позволила ввести торговлю валютой, евровалютами и другими активами денежного рынка в любое время суток на любом ведущем финансовом рынке мира.

¹ Обращающиеся на рынке обязательства крупных компаний, не имеющие специального обеспечения.



Обозначения:

- SFE — Сиднейская фьючерсная биржа
- SIMEX — Сингапурская международная финансовая биржа
- LIFFE — Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов
- CBT — Чикагская товарная биржа

Источник: Джулиан Уолмсли "Новые финансовые инструменты" (Нью-Йорк, 1988) 105.

РИС. 9.1. РЫНОЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ФЬЮЧЕРСАМИ ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМ КАЗНАЧЕЙСТВА США

В 80-е годы произошло еще одно значительное событие. В 1988 г. было заключено международное Базельское соглашение, устанавливающее единые стандарты для капитала коммерческих банков. Детально мы обсудим это соглашение в последующем разделе этой главы. Эти требования к капиталу с учетом риска стали необходимыми ввиду растущей конкуренции между международными банками, увеличивающейся изменчивости на финансовых рынках и растущими опасениями, что банковский кризис в одной стране может распространиться и на другие страны, если не будут приняты согласованные меры безопасности.

Подготовка к финансовой интеграции

В 90-х годах образовался единый европейский рынок финансовых услуг. Результатом этого события явилось то, что европейские банки стали вступать в союзы друг с другом, чтобы лучше противостоять усиливающейся конкуренции. В то же время главным стремлением неевропейских банков было защитить свое существующее положение на рынке в Европе или добиться присутствия на этих рынках, если они еще не принимали в нем участия.

Первая волна создания международных банковских союзов была вызвана “Большим шоком” 1986 г., когда Лондонская фондовая биржа была реорганизована, и британские банковские власти стремились модернизировать систему рынка ценных бумаг в Лондоне. Американские и европейские банковские организации приобрели права собственности над старинными британскими торговыми банками и лондонскими биржевыми брокерами. Вторая волна создания международных банковских союзов началась в 1988-1989 гг., когда произошел “маленький шок” на Мадридской фондовой бирже. Тогда же началась и подготовка к образованию единого рынка финансовых услуг в Европе.

Международная банковская деятельность

Развивающаяся международная банковская деятельность стала причиной изменения существующих услуг и добавления многих новых видов деятельности. Развитие новых видов деятельности, в свою очередь, вызвало рост международных банков. Новые виды деятельности могут быть классифицированы в соответствии с тем, как долго банковские институты используют их в своей работе. Для того чтобы определить и лучше понять виды финансовых операций мы рассмотрим их краткие характеристики.

В первую группу входят традиционные виды деятельности. Используемые сегодня методы финансирования торговли применяются уже несколько столетий. Мы изучим финансирование экспортно-импортных операций в разделе 10. Сделки с валютой и зарубежные кредиты также являются традиционными для банковских институтов. (вкладыш 9.1 “Получение прибыли от сделок с валютой”).

Во вторую группу включают виды деятельности, которые начали применяться лишь около 10 лет назад. Здесь мы сосредоточим наше внимание на Еврорынке и его развитии. Мы изучим эти виды деятельности в главе 6 (Организация рынка евровалют), в главе 7 (Рынок еврооблигаций) и в главе 11 (Денежно-кредитная политика банка).

Третья группа включает инновационные виды деятельности, впервые разработанные в прошлом десятилетии или постепенно в процессе развития. Мы обсудим четыре различные сферы деятельности. Первая — это инновационное финансирование, включающее программы выпуска евронот (NIFs), процентные свопы и другие методы, разработанные в 80-е годы. Они рассмотрены в главе 7 (Международные облигации) и в главе 14 (Финансирование зарубежных филиалов). Главные причины возникновения мирового денежного рынка — это стремление международных банков к росту и поиск ими новых возможностей для развития круглосуточной торговли и благоприятных условий для использования таких рыночных инструментов, как казначейские ценные бумаги США, иные выпуски государственных ценных бумаг, депозитные сертификаты и прочие ценные бумаги денежного рынка.

В 80-х годах многие банки-кредиторы столкнулись с проблемой управления портфелями выданных ими развивающимся странам займов в существующих неблагоприятных условиях. Некоторые страны уже несколько раз объявляли о приостановке ими выплаты задолженности по процентам и по основным суммам кредита, а в некоторых случаях и о полном прекращении выплат. Банки реагировали на эти случаи пересмотром условий и изменением структуры долга, списанием безнадежных долгов или продажей кредитов на развивающемся вторичном рынке. Также в некоторых случаях банкам открывались возможности конвертирования долговых бумаг в более привлекательные капиталовложения. Эти виды деятельности рассмотрены в главе 12.

ТАБЛИЦА 9.2 РАЗВИТИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Деятельность	Сущность операции
I. Традиционные виды деятельности (60-е годы)	
1. Финансирование экспортно-импортных операций	Аккредитив, инкассация, работа с переводными векселями и документами
2. Сделки с валютой	Купля-продажа иностранных валют
3. Иностранные займы	Кредиты клиентам, находящимся в других странах
II. Новые виды деятельности (70-е и 80-е годы)	
1. Рынок евровалют	Сделки и финансирование в евровалюте
2. Синдицированные еврокредиты	Организация и участие в синдицированных еврокредитах
3. Торговое банковское дело	Выпуск еврооблигаций и торговля на вторичном рынке, корпоративные услуги, включая слияние
III. Инновационная деятельность (80-е и 90-е годы)	
1. Инновационное финансирование	Обеспечение программы выпуска евронот (NIFs), процентные свопы и специфические нововведения
2. Мировой денежный рынок	Круглосуточные дилинговые операции
3. Управление портфелем выданных развивающимся странам займов	Взыскание долгов, пересмотр условий и изменение структуры долга, торговля долговыми обязательствами развивающихся стран на вторичном рынке, свопы
4. Частное банковское дело	Обеспечение финансовых услуг богатым клиентам в мировом масштабе

Частное банковское дело — это новый вид деятельности для международных банков, хотя он существовал уже давно как небольшая часть внутренней банковской деятельности на территории своей страны. В основном главная задача частного банковского дела — это обслуживание отдельных людей с высоким уровнем дохода и богатства, как старого, так и новоприобретенного. Этот слой клиентов огромен. Точных цифр о размерах самых крупных состояний мира не существует, но из расчетов Международного Валютного Фонда и других источников следует, что вклады в четырех крупнейших налоговых убежищах (Швейцария, Сингапур, Каймановы острова и Люксембург) составляют сумму, равную 700 млрд. долл. Международное частное банковское дело отличается от аналогичной деятельности банков на территории своей страны. В Трастовой компании изготовителей Ганновера банковские активы американских клиентов размещены следующим образом: 80% — на кредиты, 10% — на депозиты и 10% — на управляемые портфели. С другой стороны, международные частные активы этого банка распределены так: 80% на депозиты, 10% на управляемые портфели и 10% на кредиты. Частное банковское дело привлекает более высокий уровень вложений и бизнеса по доверенности, но также ведет к значительным корпоративным расходам. В компании “Морган Гэрэнти” осознали важность корпоративных финансов в развитии деятельности частных банков. Компания привлекла к работе специалистов с навыками в области корпоративных финансов с целью установления связи между ее частным банком и корпоративными финансовыми группами.

Дополнение 9.1**ПОЛУЧЕНИЕ ПРИБЫЛИ ОТ СДЕЛОК С ВАЛЮТОЙ**

В сентябре—октябре 1992 мировые валютные рынки были потрясены спекулятивной и хеджевой торговлей, основанной на опасениях, что европейская валютная система вскоре потерпит крах. Это смятение на валютном рынке сопровождалось изъятием фунтов стерлингов из европейского механизма фиксированных обменных курсов и сильным обесцениванием испанской песеты и итальянской лиры.

Но этот случай принес прекрасные результаты коммерческим банкам, работающим в качестве дилеров, торгующих валютой. Их минимальный ежедневный уровень оборота на валютном рынке не опускался ниже 1 трлн. долл. Эти коммерческие банки преуспели за счет изменчивости, которая так пугает крупных банкиров. Ведущие аналитики и консультанты подсчитали, что за третий квартал 1992 г. циркуляция на рынке иностранных валют увеличила чистый доход от деятельности по сделкам с валютой с 50 до 100% по сравнению со средним уровнем за квартал предыдущего года. Это увеличение выражается в росте общей совокупной прибыли с 250 млн. до 500 млн. долл. для шести крупных американских банков, занимающихся валютными сделками (Ситикорп, Химический банк, Бэнкерз Траст, БанкАмерика, Джи.Пи. Морган и Чэйс Манхэттэн). Ситикорп, самый крупный торговый банк, увеличил свой доход от валютных операций до 709 млн. долл. в 1991 г. по сравнению с 453 млн. долл. в 1987 году.

Когда банки получают спекулятивные доходы, держа пари, упадет или вырастет доллар по сравнению с немецкой маркой, они, в общем-то, зарабатывают огромное количество своей прибыли как рыночные дилеры, наживаясь на разнице между продажей (ценой продавца) и покупкой (ценой покупателя). Обычно эта разница достаточно небольшая, но может меняться под влиянием определенных движущих сил рынка. Например, эта разница для британского фунта была в 10 раз больше во время его стремительного падения в цене в третьем квартале 1992 г., т. е. 50 пунктов вместо обычных 5 пунктов (один пункт равен 0,01%). Частично увеличение разницы происходит из-за повышения риска для банка во время изменения цен.

Отрывок из статьи: С. Лор. Получение дохода от беспорядка на валютных рынках // Нью-Йорк Таймс, 1992, 13 октября.

Изменения в составе 100 крупнейших банков в 1956—1991 годах

За последние три десятилетия с 1956 г. по 1991 г. в мировой банковской системе произошли радикальные изменения в структуре и конкуренции. Эти изменения отражены в табл. 9.3, которая содержит также данные о национальной принадлежности самых крупных банков мира в 1956—1991 годах. Следующие наблюдения сделаны на основе данных об этих изменениях.

Первое. Хотя банки США занимали ведущую позицию в 1956 г., эта ситуация быстро менялась, и впоследствии неамериканские банки заняли доминирующие позиции. В 1956 г. 5 из 10 крупнейших банков были американскими, а из 100 крупнейших банков американскими банками были 44. В 1989 г. в первой десятке не было ни одного американского банка, а из 100 банков только 7 были американскими. К 1991 г. в этой сотне осталось лишь 5 банков США. В 1956—1991 гг. доля американских банков в депозитах среди сотни крупнейших банков снизилась с 52,4% до 2,9%. Можно найти много факторов, объясняющих эти перемены. Это и резкое падение стоимости американского доллара отно-

сительно других валют, и плохое состояние платежного баланса, что снизило способность банков США обеспечивать международные кредиты, и расширение неамериканских экономических институтов с завоеванием ими значительно лучшей позиции в мировом кредитовании, чем у американских банков.

Второе. В табл. 9.3 отражена возросшая значимость японских банков. Представительство японских банков среди 50 крупнейших банков мира возросло с 3 до 20. В тот же самый период доля японских банков в депозитах среди 100 крупнейших банков увеличилась с 5,1% до 44,6%.

Третье. Исчезло четкое представительство среди крупнейших банков. Банки самых разных стран теперь входят и в первые пятьдесят банков, и в первые сто. Эта тенденция отражает повысившийся уровень финансового развития в этих странах, а в некоторых случаях и изменения в структуре банковской системы, ставшие результатом слияний и поглощений компаний.

Также информация, представленная в табл. 9.3, отражает падение международной конкурентоспособности банков США, так же как и изменения в конкурентоспособности главных банковских институтов в других странах. Этот вопрос мы разберем в последнем разделе этой главы.

ТАБЛИЦА 9.3 НАЦИОНАЛЬНАЯ ПРИНАДЛЕЖНОСТЬ КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ МИРА

	Число банков в первой десятке по размеру вкладов							Число банков из первых 50 по размеру вкладов						
	1956	1960	1970	1979	1986	1989	1991	1956	1960	1970	1979	1986	1989	1991
Япония	—	—	—	—	7	8	8	3	8	11	16	22	22	20
США	5	6	4	2	—	—	—	25	19	13	6	3	2	1
Германия	—	—	1	2	1	1	—	—	3	4	7	7	8	8
Италия	—	—	1	—	—	—	—	3	5	4	2	1	3	4
Канада	2	1	1	—	—	—	—	6	5	5	4	2	1	1
Великобритания	3	3	2	2	—	—	—	7	5	4	4	4	4	4
Франция	—	—	1	4	2	1	2	3	3	3	4	4	5	5
Нидерланды	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1	3	3	2	3
Испания	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Швейцария	—	—	—	—	—	—	—	—	—	3	3	3	2	3
Бельгия	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1	—	—	—
Швеция	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Австрия	—	—	—	—	—	—	—	1	1	1	—	—	—	—
Прочие	—	—	—	—	—	—	—	2	1	1	—	1	1	1

	Число банков из первых ста банков по размеру вкладов							Размеры вкладов в % (принадлежащих национальным концернам)						
	1956	1960	1970	1979	1986	1989	1991	1956	1960	1970	1979	1986	1989	1991
США	44	37	22	15	10	7	5	52,4	44,8	29,1	14,4	7,8	4,4	2,9
Германия	3	7	11	14	11	12	11	1,3	5,0	10,0	16,8	10,8	11,1	11,8
Италия	6	7	9	9	8	8	9	3,8	5,4	8,7	6,6	5,9	5,5	6,3
Канада	7	7	5	6	5	5	5	9,5	8,7	6,8	5,2	3,7	3,2	3,1
Великобритания	10	10	5	5	6	6	6	14,9	13,6	7,6	6,9	6,3	6,2	6,3
Франция	5	4	3	4	8	7	8	4,0	4,1	4,8	10,4	9,3	9,1	8,9
Нидерланды	1	1	3	4	4	4	3	0,4	0,5	2,1	4,5	3,0	3,1	2,6
Испания	2	1	3	4	1	2	6	0,9	0,5	1,3	1,9	0,4	0,9	2,7
Швейцария	5	4	3	3	3	3	3	2,2	2,4	3,2	3,3	3,4	2,8	3,3
Бельгия	1	3	4	3	4	4	5	0,5	1,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,4
Швеция	2	2	2	2	1	1	3	1,1	1,2	1,0	0,9	0,3	0,4	1,3
Австрия	2	2	3	2	2	3	4	1,2	1,1	2,1	0,9	0,8	1,3	1,8
Прочие	3	3	3	5	6	7	4	2,2	2,0	1,8	2,5	3,5	4,0	2,0

Прочие включают: Аргентина, Австралия, Дания, Индия, Бразилия, Гонконг, Израиль, Австрия, Иран, Ирак.

Источник: *Foreign Acquisition of U. S. Banks (1981)*, 194 // Управление контролера денежного обращения (Министерства финансов США); *Banks & Finance Manual* // Различные выпуски бюллетеня рейтинговой фирмы Moody.

ОБЩЕМИРОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ФОРМЫ И ОПЕРАЦИИ

Международное банковское дело

Управляющие банками стремятся обеспечить максимальный уровень доходов и роста при соблюдении благоразумного уровня риска. Эти общие принципы, применяющиеся в коммерческих банках для политики по операциям внутри страны, применимы и для международной банковской деятельности. Банки США проводят свои международные операции, используя несколько типов организационных форм и взаимосвязи, таких как зарубежные банки-корреспонденты, отделения, филиалы и международные банковские корпорации. Банки также используют все разнообразие стратегий для развития и расширения своих международных контактов. Один из банкиров отметил: “Нет ни одного пути, который бы был лучшим для всех стран и для любых условий”.

Большинство банков полагаются, хотя бы отчасти, на банки-корреспонденты для развития своего бизнеса за рубежом. В соответствии с этим подходом американский банк может иметь соглашение с иностранным банком об оказании взаимовыгодных агентских услуг. По этому соглашению эти два банка могут совершать и принимать платежи, пускать в обращение и акцептовать переводные векселя друг друга. Также банки могут поддерживать депозитный баланс для обеспечения платежей и расчетов по счетам банка-корреспондента на обоюдной основе. Банки также передают друг другу дела для ведения. И наконец, они оказывают друг другу различные виды услуг, такие как получение кредитов или информации, касающейся предполагаемых заемщиков, деловых сведений, необходимых клиентам. Для открытия структурного подразделения в принимающей стране банками используются альтернативные организационные формы, включая организацию филиалов, агентств, представительств и дочерних банков. О всех этих формах мы поговорим подробнее в последующих разделах.

Национальные системы и принцип взаимной выгоды

Национальные банковские системы отличаются друг от друга по многим признакам. По этой причине мы должны учитывать некоторые из ключевых отличий между определенными национальными системами. Наша цель — это понять следующее.

1. Смысл понятия “банковское дело” в различных странах не совпадает. Разрешенные банкам виды деятельности могут быть различными в двух разных странах. В некоторых странах банкам разрешены операции с ценными бумагами, зарегистрированными на фондовой бирже, в других странах такие операции запрещены законом. В Приложении к этой главе описана роль и положение германских банков, которые являются держателями обыкновенных акций в компаниях этой страны.
2. Каждая страна, в которой действует банк, имеет свои взгляды на политику, проводимую в отношении международных банковских операций. Некоторые страны сурово ограничивают проникновение иностранных банков (Тайвань, Мексика).
3. Все вышеописанные различия в первую очередь затрагивают как размах международных банковских операций, так и используемые организационные формы.

Национальные системы

Для сопоставления национальных банковских систем по признаку широты разрешенных банковских операций мы должны учесть два используемых подхода. Первый — это универсальный подход, который является самым либеральным и позволяет банкам осуществлять операции с вкладами и кредитные операции, операции с ценными бу-

магами и заключать сделки на права собственности. Страны, в которых используется такой подход, — это Германия и Швейцария. В приложении к этой главе содержатся детали, касающиеся деятельности германских банков, в особенности их доли в собственности промышленных корпораций. Второй, специализированный подход стремится отделить операции с вкладами и кредитами от операций с ценными бумагами. Коммерческим банкам, действующим в соответствии со вторым подходом, разрешается осуществлять деятельность по вкладам и кредитам, но им в основном запрещено принимать участие в большинстве операций с ценными бумагами. Этот подход применяется к банкам, действующим в США и Великобритании.

Другие страны находятся как бы между этими двумя основными подходами. Например, в Японии ко многим банковским операциям применяется специализированный подход. Коммерческие банки не принимают участия в андеррайтинге новых выпусков ценных бумаг и в торгах на биржах. Однако промышленные структуры Японии всегда следовали принципу круговых интересов. Ведущие городские банки формируют ядро групп предприятий, которые стали преемниками бывших конгломератов “дзайбацу”. Таким образом, определенное число групп “кейрецу” существует там, где основную часть промышленной структуры составляют биржевые капиталовложения. Банки участвуют в этих группах “кейрецу” достаточно активно, владея долями в промышленных компаниях. А доли в самих банках принадлежат, в свою очередь, другим компаниям — участникам этих групп.

Принцип взаимной выгоды

Правительства различных стран берут на вооружение два основных подхода при регулировании отношений с другими странами, касающихся внешних и внутренних инвестиций. Эти подходы включают принцип взаимной выгоды и принцип распространения национального режима на иностранные инвестиции. В случае использования принципа взаимной выгоды внутренние инвестиции будут разрешены, если страна инвестора также разрешит равнозначные вложения в свою экономику. В случае использования принципа распространения национального режима на иностранных инвесторов последние будут обладать теми же правами, что и внутренние инвесторы. Закон о международных банковских операциях вносит полную ясность в политику США в отношении иностранных банков. Этот вопрос мы разберем в следующем разделе.

Банковская система США заметно отличается от других банковских систем по двум главным причинам. Во-первых, американская система дробится на 50 полусамостоятельных систем штатов, действующих под двойным надзором (федеральным и надзором штата). Во-вторых, политика США не способствует, и не препятствует внутренним и внешним инвестициям иностранных и американских банков. В прошлом два основных штата — Калифорния и Нью-Йорк — использовали принцип взаимной выгоды и продолжают эту практику до сих пор. Но другие штаты запрещают иностранным банкам открывать отделения в их юрисдикции, за исключением отделений, открытых по закону Эджа. В отношении открытия иностранных банков в США и поглощения ими существующих институтов федеральные власти используют принцип распространения на них национального режима. Этот принцип является частью политики недискриминации, которая предоставляет равные возможности как иностранным, так и внутренним банкам¹.

Все эти условия имеют целью облегчить доступ иностранным банкам на рынок США без требования тех же действий от правительств других стран. Многие государства, имеющие представительства на территории США, запрещают иностранным банкам владение контрольным пакетом акций в их банках. К тому же концентрация

¹ Стивен Дж. Уэйсс “Критическая оценка взаимодействия при иностранном поглощении банков”. Иностранное поглощение банков США. Валютный контролер (1981):263.

банков в этих странах может быть так велика, что не позволяет иностранным (в частности, американским) банкам получить доступ на рынки этих стран. США, напротив, сократили концентрацию банков на национальном уровне. США также предоставляют потенциальным иностранным покупателям американских банков значительные возможности для этого.

Банковские структуры многих стран не предоставляют возможностей для проникновения американских банков. В большинстве индустриальных государств верхний ярус банков, куда входят от 3 до 7 крупнейших банков, контролирует от 40 до 80% всех активов коммерческих банков. Все более сужающаяся область возможностей является следствием того, что некоторые из этих банков являются собственностью правительства.

Открытие зарубежных отделений всегда было и, скорее всего, останется основным способом проникновения и размещения капитала американских банков за рубежом. По причине гибкости, контроля и низкой стоимости это первоочередная форма проникновения на рынки других стран для банков США.

Формы международного представительства

В этом разделе мы рассмотрим формы, используемые банками для развития и расширения своей международной деятельности. В табл. 9.4 указаны наиболее широко используемые формы. Представительства применяются в том случае, если правительство принимающей страны не разрешает открытие отделений или дочерних банков, или как стадия, предшествующая последующему открытию целого отделения. Представительства не уполномочены осуществлять весь спектр банковских операций, но они являются точкой взаимодействия с местными клиентами.

ТАБЛИЦА 9.4 ФОРМЫ МЕЖДУНАРОДНОГО ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ КОММЕРЧЕСКИМИ БАНКАМИ

Формы	Виды деятельности	Преимущества	Недостатки
Зарубежное отделение	Общая банковская деятельность	Гибкость Легкость в управлении	Все убытки по операциям идут на счет головного банка
Представительство	Контакты с клиентами	Низкая стоимость Легкость организации	Ограничения в деятельности
Агентство	Широкий спектр операций	Не ограничено в кредитовании	Не может принимать вклады
Дочерний банк	Общая банковская деятельность	Расширение через поглощение	Правительство страны действия банка может ограничить использование дочерних компаний
Международная банковская корпорация	Корпорации Эджа	Гибкость	Специальные регулирующие постановления
Дочерняя финансовая компания	Коммерческие суды, лизинг и др.	Используются там, где запрещены банки	Не может принимать вклады
Торговый банк	Банковская и корпоративная деятельность	Гибкость	Низкий уровень собственного капитала
Консорциальный банк ¹	Рынок евровалют	Самостоятельная экономическая единица, участие в еврокредитах	Долевое владение и контроль
Система международных банковских "зон" (подразделений банков) с льготным режимом (IFB)	Банковская деятельность с евродолларами с отделением на территории США	Совместные банковские средства, льготы, размещение в США и временной пояс	Не может кредитовать заемщиков в США

¹ Банк, временно создаваемый несколькими финансовыми учреждениями для проведения крупных финансовых кредитных операций.

Зарубежные отделения представляют собой наиболее полное сочетание гибкости и контроля. В основном они уполномочены выполнять весь спектр банковских услуг. Зарубежные отделения всегда были основной организационной формой, используемой американскими банками для расширения бизнеса за рубежом. В последующем разделе мы детально изучим эти виды деятельности.

Агентства функционируют почти аналогично отделениям, с той лишь разницей, что в основном они не могут принимать вклады. Агентства используются там, где отделения запрещены, где первостепенной является деятельность не по привлечению вкладов (например, кредитование) или там, где требования взаимной выгоды могут быть невыполнимыми. Иностранные банки обычно использовали формы агентства в Нью-Йорке и в прошлом там выдавались лицензии агентствам и отделениям иностранных банков. В 60-х и 70-х годах японские банки также использовали форму агентства для кредитования японских компаний, включая крупные торговые дома. Но большие риски по этим кредитам не могли устроить банковских контролеров, если эти кредиты предоставляло принимающее депозиты отделение.

Дочерний банк может быть либо основан как новое предприятие, либо создан путем поглощения существующего банка. Например, произошедшее поглощение Банковской корпорацией Гонконга-Шанхая компании "Марин Мидлэнд" в Нью-Йорке позволило головному банку в Гонконге занять прочную позицию на нью-йоркском банковском рынке. В другом случае, Банк Токио, с разрешения главы банковского департамента штата Нью-Йорк, основал дочерний банк в Нью-Йорке. Национальный Вестминстерский банк (Великобритания) открыл сеть представительств в США через дочернюю компанию НэтВест в США - в 1988 г. эта компания владела активами в размере 11,9 млрд. долл. и занимала 23-е место в США.

Специальные международные банковские корпорации используются различным образом, что зависит как от потребностей и возможностей, так и от регулирующих условий. В США, после принятия в 1919 г. закона Эджа¹, используются корпорации Эджа. В 1989 г. в наличии было 120 корпораций Эджа. Корпорации Эджа получают привилегии на федеральном уровне, и их деятельность контролируется Советом управляющих Федеральной резервной системы.

Корпорации Эджа выполняют три основных вида операций: общее международное банковское дело, паевые вложения в акции и специализированное финансирование. По причине введения ограничений на банковские операции между штатами многие внутренние банки и банки Западного побережья открыли корпорации Эджа в Нью-Йорке для обслуживания своих клиентов, нуждающихся в осуществлении валютных сделок, финансировании торговли и услугах на международном денежном рынке. Примерно 80% корпораций Эджа было сосредоточено в Нью-Йорке, Чикаго, Лос-Анджелесе, Майами, Хьюстоне и Сан-Франциско². После выпуска Закона о международных банковских операциях в 1978 г. иностранным банкам также разрешено открывать корпорации Эджа и владеть ими.

Корпорации Эджа имеют право осуществлять паевые вложения в иностранные банки и финансовые компании, а также в компании, осуществляющие и услуги по финансированию, и банковские услуги. Также компании Эджа могут оказывать специальные услуги зарубежным заемщикам. Эти услуги могут включать приобретение долгосрочных векселей и облигаций, выпускаемых промышленными компаниями-заемщиками в развивающихся странах. Такое финансирование может не подходить головному банку, так как требует обеспечения этих кредитов средствами на депозитных счетах. Компании Эджа, обеспечивающие такие операции средствами в основном на недепозитных счетах, могут сделать такие кредиты доступными для зарубежных заемщиков.

¹ О порядке учреждения иностранных филиалов американских банков.

² Кэрл Куртис и Джеймс С. Бэйкер "Развитие корпораций Эджа: Регулирование и деятельность Банков Эджа" Журнал "Закон мировой торговли" том 21 (декабрь 1987):32.

Консорсионные банки — это результат раннего развития рынка евровалют (1968-1975). Такие банки организовывались двумя или более головными банками, которые стремились открыть дочернее банковское объединение, которое могло бы приносить доход и независимо развиваться, занимая свою собственную нишу на быстрорастущем рынке евровалют.

Дочерние финансовые компании были основаны или введены там, где проникновение банка на рынок было запрещено или строго ограничено правительством принимающей страны (Австралия, Тайвань, Южная Америка). Как альтернативная форма, специализированные дочерние финансовые компании призваны осуществлять операции, не разрешенные банковским компаниям, включая лизинг и брокерскую деятельность на рынке ценных бумаг. В результате этого американские и европейские банки открывали лизинговые филиалы во многих развивающихся странах, вкладывали средства в создание инвестиционных банков в Латинской Америке и имели своих посредников по операциям с ценными бумагами и дилеров в Великобритании до “Большого шока” в 1986 г.

Торговые банки нельзя однозначно определить. Скорее всего, самые известные торговые банки — это те, которые расположены в Лондоне и осуществляют международные банковские операции, деятельность по управлению портфелями ценных бумаг и оказывают услуги корпорациям. Самыми известными торговыми банками являются Гамброс, Ротшильд, Кляйнворт Бенсон, Лэзерд и Морган Гренфел. Не так давно термин “торговый банк” стал ассоциироваться с переходом к инвестиционной деятельности и операциям с ценными бумагами.

Система международных банковских “зон” (подразделений банков) с льготным режимом (IBF) была впервые создана в США в 1981 г. Американские и иностранные банки могут открывать отделения IBF, которые принимают срочные депозиты от иностранных клиентов, не соблюдая действующих в США требований по созданию обязательных резервов. В настоящее время действует почти 600 отделений IBF, в основном как посредники на рынке евродолларов с той лишь разницей, что они расположены в США, в основном в Нью-Йорке, Калифорнии и Флориде. Отделения IBF повышают конкурентные позиции США и сделались довольно популярными. Американским банкам принадлежит примерно половина всех отделений IBF.

Банки IBF и корпорации Эджа обладают как чертами сходства, так и чертами различия. Эти две организационные формы доступны как американским, так и иностранным банкам, действующим в США. Сходства и различия между ними показаны в табл. 9.5.

Зарубежные отделения американских банков

Зарубежные отделения играют ведущую роль в развитии и диверсификации международных операций американских банков. В 1960 г. действовало только 124 зарубежных отделения американских банков. Эти отделения имели активы в 12 млрд. долл.¹. К 1989 г. уже 126 банков имели 819 зарубежных отделений с общими активами в 264 млрд. долл. (табл. 9.6). А в 1993 г. зарубежные отделения имели в активах 560 млрд. долл., что равнозначно 16% активов во внутренних отделениях американских банков.

¹ Лис Ф. А. Международное банковское дело и финансы // Лондон: Макмилан, 1974.

ТАБЛИЦА 9.5 СРАВНЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННЫХ ФОРМ ОТДЕЛЕНИЙ ЭДЖА И ОТДЕЛЕНИЙ IBF

Корпорации Эджа	Отделения IBF
СХОДСТВО	
1. В основном действуют в отделениях, расположенных в США 2. Эти организационные формы могут использовать как американские, так и иностранные банки 3. В основном им запрещается обслуживать международную клиентуру	
РАЗЛИЧИЕ	
1. Широкая структура операций, включающая общее банковское дело, специальное финансирование и паевые вложения в акции филиалов зарубежных банков	1. Более узкая структура операций, в основном относящаяся к евробанковским видам деятельности
2. Являются внутренними экономическими единицами и подчиняются внутренним (США) резервным требованиям и местным налогам	2. Являются оффшорными экономическими единицами и ограниченно подчиняются или вообще не подчиняются внутренним (США) резервным требованиям и местным налогам

ТАБЛИЦА 9.6 РОСТ ЗАРУБЕЖНЫХ ОТДЕЛЕНИЙ АМЕРИКАНСКИХ БАНКОВ, 1970—1985 ГОДЫ

	1970 г.	1975 г.	1980 г.	1985 г.	1986 г.	1989 г.	1993 г.
Число банков, имеющих отделения	79	126	159	162	158	126	153
Число зарубежных отделений	532	762	787	916	885	819	772
Активы отделений, млрд. долл.	50,0	145,3	310,5	289,7	290,0	264,0	560,5
Процентное отношение этих активов к общему объему активов: застрахованные коммерческие банки, %	7,3	13,1	16,3	8,9	8,3	6,7	16,7
Активы отделений в Великобритании, млрд. долл.	24,0	66,7	107,4	93,9	94,0	72,0	172,7
Активы отделений на Багамских и Каймановых островах, млрд. долл.	4,0	36,6	93,3	76,5	76,0	81,0	140,1

Источник: Статистическое резюме США.

Иностранные отделения банков США играют важную роль по следующим причинам.

1. Они становятся мощной конкурентной силой на внутренних денежных и банковских рынках принимающей страны. Они фактически преобразовали денежные рынки Лондона, Сингапура и Гонконга.
2. Они стали главным фактором развития рынка евровалют, ставшего теперь одним из трех крупнейших международных денежных рынков.
3. Они являются интеграционным механизмом, связывающим финансовые рынки мира.
4. Они облегчают осуществление финансовых услуг головным банком клиентам, независимо от географического положения обслуживаемого банка или временного пояса.

Объединенный баланс зарубежных отделений американских банков приведен в табл. 9.7. На основании этого баланса можно сделать несколько основных выводов, касающихся деятельности отделений:

- 1) торговля евровалютами показана в строчке 8 (требования к неамериканским банкам) и в строчке 21 (обязательства перед неамериканскими банками). Большая часть средств на этих счетах является результатом торговли евровалютами;
- 2) межбанковские требования являются доминирующими в этом балансовом отчете. Более 65% активов и 60% пассивов являются взаимными требованиями между головным банком, другими отделениями головного банки или другими банками;

ТАБЛИЦА 9.7 ЗАРУБЕЖНЫЕ ОТДЕЛЕНИЯ БАНКОВ США — ОБЪЕДИНЕННЫЙ БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ, ИЮНЬ 1989 г., СЕНТЯБРЬ 1990 г. И НОЯБРЬ 1992 г.

	Июнь 1989 г.	Сентябрь 1990 г.	Ноябрь 1992 г.
АКТИВЫ			
1. В общем по всем валютам	523,6	546,1	565,5
2. Требования к США	177,4	182,6	177,5
3. Требования к головному банку	132,3	140,9	141,5
4. Требования к другим банкам в США	14,2	14,2	10,0
5. Требования к небанковским учреждениям	30,8	27,5	25,9
6. Требования к иностранным клиентам	303,7	311,3	328,3
7. Требования к другим отделениям головного банка	115,9	123,4	125,1
8. Требования к банкам	94,9	83,2	85,9
9. Требования к государственным заемщикам	16,7	16,4	20,3
10. Требования к иностранным небанковским компаниям	76,1	88,4	96,8
11. Другие активы	42,5	52,3	60,6
12. Общие выплаты в американских долларах	367,5	360,2	374,2
ПАССИВЫ			
13. В общем по всем валютам	523,6	546,1	566,5
14. Обращаемые депозитные сертификаты	28,1	22,0	12,3
15. Обязательства перед США	179,8	172,7	187,8
16. Обязательства перед головным банком	113,2	117,2	1331,6
17. Обязательства перед другими банками в США	12,9	9,0	13,3
18. Обязательства перед небанковскими клиентами	53,6	46,6	42,7
19. Обязательства перед иностранными клиентами	289,6	317,3	330,3
20. Обязательства перед другими отделениями головного банка	118,9	125,5	126,0
21. Обязательства перед банками	74,2	75,3	74,5
22. Обязательства перед государственными учреждениями	17,5	17,6	20,6
23. Обязательства перед небанковскими иностранными клиентами	78,8	98,9	109,1
24. Другие пассивы	26,0	34,1	36,0
25. Общие выплаты в американских долларах	378,3	364,9	372,1

* Все цифры в миллиардах американских долларов.

Источник: Федеральный резервный бюллетень.

- 3) существует большой спрос на корпоративные кредиты и вклады. В строчках 5 и 10 представлены требования к небанковским (корпоративным) клиентам, а в строчках 18 и 23 — обязательства банка перед небанковскими клиентами;
- 4) оказание услуг в самом отделении является важной частью деятельности отделений. По активам строчки 3 и 7 представляют требования внутри самой системы (47% активов). По пассивам строчки 16 и 20 отражают требования внутри системы (45% пассивов). Эти операции — внутренние обязательства за оказание услуг одного подразделения системы другому, за перевод средств через систему на счета клиентов и (в меньшем объеме) межсистемные переводы средств, относящиеся к денежному арбитражу и международному финансированию.

На рис. 9.2 мы можем отчетливо представить себе некоторые виды деятельности отделений и ту роль, которую они играют в отрасли. Главный вывод состоит в том, что именно благодаря системе отделений мировые банки получают возможность выполнять свои функции более эффективно.

На рис. 9.2. показано четыре типа банковских услуг. Во-первых, благодаря системе отделений можно вести сделки с валютами в разных временных поясах. Эта функция сокращает рискованность торговли на денежных рынках и повышает шансы получить преимущества, обеспечиваемые местными публикациями новостей. Например, отделения Гонконга или Сингапура могут действовать на рынке казначейских ценных бумаг США (через торговлю на рынке фьючерсов) и одновременно быть на местном рынке, чтобы вовремя реагировать на новые публикации из Токио (публикации торгового баланса Японии, публикации процентных ставок).

Зарубежные отделения могут осуществлять местные финансовые услуги для клиентов в любой точке мира. Также отделения могут выдавать средства для местного кредитования. Ну и конечно, эти отделения могут оказывать прямые финансовые услуги, когда идут торговые потоки между двумя странами, в которых расположены эти отделения (см. рис. 9.2., дальневосточная страна и латиноамериканская страна).



РИС. 9.2. МИРОВАЯ СИСТЕМА ОТДЕЛЕНИЙ — ОСНОВНЫЕ СПОСОБЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

Региональные характеристики зарубежных отделений

Основная функция зарубежных отделений — это удовлетворение потребностей головного банка в пределах, обусловленных местной средой. Операции зарубежных отделений отражают как особенности принимающей страны, так и нужды головной организации. В последующих разделах мы разберем характер основных операций, выполняемых отделениями в разных частях мира.

В Великобритании отделения играют особую роль. Лондон — это ведущий финансовый центр мира, обладающий уникальным механизмом денежного рынка. Экономика Великобритании также предоставляет американским многонациональным компаниям благоприятные возможности для инвестиций. Следовательно, главных видов деятельности отделений в Великобритании в основном два, а именно: операции на оптовом денежном рынке и оказание услуг многонациональным компаниям, в основном американским. Средний размер отделений в Великобритании является наглядным подтверждением оптового характера его деятельности (строчка 1а, табл. 9.8). В рамках операций на денежном рынке существенную роль играют торговля евродолларами и свопы по фунтам стерлингов.

Отделения, расположенные на континенте, функционируют во многом идентично отделениям в Великобритании. И все же есть несколько отличий. Во-первых, отделения, расположенные на континенте, являются более мелкими, что объясняется тем, что Лондонский рынок евродолларов препятствует росту других секторов еврорынка. Во-вторых, деятельность континентальных отделений в основном проходит на мультивалютной основе (смешанные евродоллары, евростерлинги, еврофранцузские франки).

ТАБЛИЦА 9.8 РЕГИОНАЛЬНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАРУБЕЖНЫХ ОТДЕЛЕНИЙ АМЕРИКАНСКИХ БАНКОВ — 31 МАРТА, 1989 г., МЛН. ДОЛЛ.

Месторасположение отделений	Число отделений	Общие активы	Активы на отделение
1. Европа			
а. Великобритания	72	\$53,108	\$738
б. Континент	141	\$50,222	\$356
2. Латинская Америка и Карибские острова			
а. Латинская Америка	206	\$17,986	\$87
б. Карибские оффшорные центры ¹	201	\$9,655	\$46
3. Азия			
а. Азия ²	100	\$17,355	\$174
б. Япония	29	\$24,344	\$839
в. Гонконг	73	\$9,977	\$137
г. Сингапур	26	\$6,274	\$241
4. Африка и Средний Восток			
а. Африка	20	\$3,020	\$151
б. Средний Восток	30	\$2,253	\$75
5. Океания	12	\$1,922	\$160
6. США ³	—	\$180,788	—

¹ Включает Багамские, Бермудские, Каймановы острова, Нидерландские Антильские острова и Панаму.

² Исключая Японию, Гонконг и Сингапур.

³ Относится к активам банков IBF, принадлежащим американским банкам в США, но представляющий собой иностранные отделения с подчинением резервным требованиям. Примерно половина этих отделений управляется иностранными банками как дополнение к их банковской деятельности в США.

Источник: Совет управляющих Федеральной резервной системой.

В то время как европейские отделения в основном имеют оптовую направленность, латиноамериканские отделения главным образом розничные. В среднем размер латиноамериканских отделений равен 1/5 размера отделений в Европе (табл. 9.8, строка 2а). Эти отделения осуществляют общие финансовые услуги, выполняют местные платежи между торговыми фирмами (что является практикой во многих странах Латинской Америки), финансируют внешнюю торговлю и производят учет долларовых средств для головной организации. Эти последние операции относятся в первую очередь к внешним долларовым кредитам, в которых принимает участие головной (американский) банк. Эти активы могут быть конвертированы в облигации, паевые вложения в акции или портфельные инвестиции в стране-заемщике. Эти отделения выполняют функцию поиска более привлекательных возможностей обмена долговых обязательств (долларовых) на более привлекательные активы.

Азиатские отделения функционируют в различных условиях. В среднем эти отделения владеют значительно большим объемом активов, чем латиноамериканские отделения, но все же они не так велики, как европейские отделения. Исключение составляют отделения в Японии, которые достаточно велики и занимаются в основном оптовыми операциями.

Отделения в Гонконге и Сингапуре получают прибыль за счет прямого доступа на рынок азиатских долларов¹. Таким образом, эти отделения имеют возможность обменивать средства между местным валютным рынком и рынком азиатских долларов, получая прибыль от этих операций. Также им предоставляется возможность оказания самых разнообразных финансовых услуг в этих региональных центрах, такие как участие в финансировании торговли, оффшорные депозиты, синдицированные кредиты, кредиты торговым банкам и инновационное финансирование (включая программы выпуска евроноты и процентные свопы). Со времени открытия экономики в континентальном Китае отделения Гонконга участвуют в финансировании быстро развивающейся торговли и в растущих взаимных инвестициях между Китаем и Гонконгом.

Африканские отделения в среднем обладают большими активами, чем латиноамериканские отделения. В частности, это отличие объясняется близким соседством с африканскими странами — экспортерами нефти, где доходы и ликвидные средства выше. Африканские отделения осуществляют смешанные услуги по финансированию развития, общие розничные банковские услуги, финансирование торговли и услуги местным филиалам многонациональных компаний.

Средневосточные отделения пользуются нефтяными богатствами стран — экспортеров нефти. Однако в периоды падающих или низких цен на нефть эти источники ликвидности могут иссякать. Отделения в Океании возникли относительно недавно, так как Австралия открыла свой банковский рынок для иностранных банков только в 80-х годах. Также некоторые недавно возникшие государства в регионе островов Тихого океана только недавно стали привлекать внимание международных банков.

Иностранные банки в США

В этом разделе мы рассмотрим современную ситуацию, касающуюся деятельности иностранных банков в США; мы проанализируем причины быстрого расширения зарубежного банковского дела в США, начиная с 70-х годов, а также опишем стратегии, используемые зарубежными банками для развития банковской деятельности в США.

¹ Азиатские доллары - банковские депозиты, размещенные в Сингапуре и используемые за пределами США.

В частности, в этом разделе мы стремились наглядно показать растущую важность мировых банковских операций для принимающей страны. В данном случае США выступают в качестве принимающей страны, получающей потоки зарубежных инвестиций, направленных на банковский сектор. На страницах этого раздела мы проследим за ростом и структурой проникновения зарубежных банков в США, изучим специфические цели, преследуемые иностранными банками при открытии представительств в США, а также ответное регулирование правительства США.

Рост и организационные формы

С начала 70-х годов резко возрос интерес иностранных компаний к приобретению американских банков. В 1972 г. активы иностранных банков, действующих на территории США, составляли 3,3% общих внутренних активов всех американских банков (26,1 млрд. долл.). В 1990 г. 288 зарубежных банков имели 718 банковских отделений, на которые приходилось 18% внутренних банковских активов. Эти отделения имели 757 млрд. долл. в активах (табл. 9.9). Ведущими зарубежными банками на территории США были японские, канадские, итальянские, английские и гонконгские банки.

Зарубежные банки используют в США все разнообразие организационных форм, включая агентства, дочерние банки, представительства, корпорации Эджа, инвестиционные компании и отделения IBF. Главное различие между агентством и отделением состоит в том, что агентство не принимает вклады. Канадские банки использовали форму агентств в Нью-Йорке, в частности, чтобы управлять средствами в американских долларах, вложенных в нью-йоркский денежный рынок. А японские банки использовали свои нью-йоркские агентства для учета больших долларовых кредитов.

ТАБЛИЦА 9.9 ОТДЕЛЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ БАНКОВ И ИХ АКТИВЫ В США (1986—1990 ГГ.)

НАЦИОНАЛЬНАЯ ПРИНАДЛЕЖ- НОСТЬ БАНКА	ЧИСЛО БАНКОВ, ИМЕЮЩИХ ОТДЕЛЕНИЯ В США			ЧИСЛО ОТДЕЛЕНИЙ В США			АКТИВЫ ОТДЕЛЕНИЙ В США, МЛРД. ДОЛЛ.		
	1986 г.	1988 г.	1990 г.	1986 г.	1988 г.	1990 г.	1986 г.	1988 г.	1990 г.
Общее количество	263	266	288	638	666	718	468,1	638,3	757,4
Япония	27	33	45	91	116	137	201,8	328,1	408,9
Великобритания	14	11	11	52	46	42	44,3	45,4	38,6
Канада	9	6	6	53	46	49	42,0	46,3	42,8
Италия	12	12	1	26	25	27	28,1	37,8	46,6
Гонконг	11	10	10	30	32	30	24,1	27,5	25,9
Швейцария	7	6	6	17	17	17	21,9	22,6	22,4
Франция	15	14	15	42	41	37	20,2	27,3	33,2
Израиль	4	4	4	25	26	23	9,8	10,6	12,5
Германия	12	4	4	25	26		9,8	10,6	12,5
Нидерланды	4	4	4	17	17	27	6,5	10,1	15,7
Испания	—	—	8	—	—	27	—	—	13,2

Источник: Статистическое резюме США.

Дочерние банки в основном ориентированы на местные рынки и розничные банковские операции. Британские и японские банки имеют несколько крупных дочерних банков в США. Представительства не осуществляют банковские операции, но обеспечивают информационные услуги и поддерживают постоянный контакт с головным банком. Корпорации Эджа вовлечены в финансирование международной торговли и осуществляют другие международные банковские операции.

Инвестиционные компании располагаются в Нью-Йорке и вовлечены в инвестиционные и финансовые операции в соответствии с региональными ограничениями. Отделения IBF принимают участие в операциях денежного рынка евродолларов и их основная клиентура - нерезиденты США.

Стратегии — расширение головных банков

Отделения зарубежных банков в США могут быть рассмотрены и как расширение головных банков. Учитывая это, организационные формы и операции американских отделений должны быть такими, чтобы иностранный банк имел возможность перенести свою деятельность в США. Это должно учитываться, когда мы изучаем деятельность специфических банковских групп, особенно до 1978 г., когда Закон о международных банковских операциях вступил в силу (табл. 9.10).

До 1978 г. германские и швейцарские банки применяли стратегию открытия отделений в США и расположенных в Нью-Йорке филиалов по работе с ценными бумагами. Эта стратегия давала этим банкам возможность действовать в том же качестве, что и в своих странах, — в качестве универсальных банков. Они пользовались преимуществом над американскими банками, в связи с тем, что имели право на осуществление деятельности как в качестве коммерческих так и инвестиционных банков. Так как до Закона о международных банковских операциях 1978 г. в США отсутствовал федеральный надзор за иностранными банками, закон Гласса-Стигола о разделении коммерческой и инвестиционной банковской деятельности практически не имел силы.

Канадские банки имели возможность эффективно обслуживать своих канадских клиентов из отделения, расположенного либо в Нью-Йорке, либо в любой другой точке США. Если это отделение находилось в Нью-Йорке, канадские банки использовали форму агентства и нью-йоркской трастовой компании. Агентства осуществляли операции на денежном рынке и общие банковские операции (кроме депозитных). Нью-йоркские трастовые компании оказывали трастовые услуги корпорациям. Они проводили операции для инвесторов в облигации и канадских заемщиков, выплачивая проценты по этим облигациям расположенным в США инвесторам или выкупая облигации в связи с поступлением срока погашения или с досрочным отзывом.

Японские банки использовали одновременно нью-йоркские агентства, дочерние банки в Калифорнии и Нью-Йорке, отделения в Чикаго для наиболее эффективного обслуживания. Нью-йоркские агентства имеют возможность давать большие кредиты со значительной концентрацией (что не было разрешено банковским институтам, принимающим вклады). Эти кредиты могли быть обеспечены заимствованием на денежном рынке или другими средствами. Одновременное использование дочерних банков, расположенных в Нью-Йорке и Калифорнии, и отделений в Чикаго позволяло японским банкам проводить операции по принятию вкладов в разных штатах, что в основном не было разрешено американским банкам до 1978 г.

ТАБЛИЦА 9.10 АНАЛИЗ ОПЕРАЦИИ И ОРГАНИЗАЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ ИНОСТРАННЫХ БАНКОВ (ПЕРИОД ДО 1978 г.)

Национальная принадлежность банка	Организационная форма	Основные операции	Преимущества над внутренними банками США
Германские	Отделение в США и филиал по работе с ценными бумагами	Общие банковские операции, сделки с ценными бумагами	Одновременное осуществление коммерческой и инвестиционной банковской деятельности
Швейцарские	Отделение в США и филиал по работе с ценными бумагами	Общие банковские операции, сделки с ценными бумагами	Одновременное осуществление коммерческой и инвестиционной банковской деятельности
Канадские	Нью-йоркские агентства и трастовые компании	Управление фондами денежного рынка, трастовые операции для корпоративных инвесторов в Канадские облигации.	Контакты с канадскими клиентами
Японские	Нью-йоркские агентства и дочерние компании во многих штатах США	Большие кредиты, розничные и общие банковские операции во многих штатах	Депозитные операции в разных штатах

Различные цели

Открывая прямые представительства в США, иностранные банки руководствовались разными причинами и преследовали разные цели. Для крупных банков, таких как НэтВэст, Дойч, Дай Ичи Каньо, БНП, действующих в США, означали дальнейший рост и диверсификацию в международном масштабе. По причине того что США представляют собой крупнейший национальный рынок для банков и кредитно-финансовых учреждений, большинство крупнейших банков мира открыли банковские отделения в США.

Важная специфическая причина расширения иностранных банков в США — это обслуживание корпоративных клиентов. В последние десятилетия в США было несколько “всплесков” капиталовложений предприятий, осуществленных германскими, датскими, британскими, японскими, французскими и другими инвесторами. К этой тенденции прямое отношение имело и открытие этими странами банковских отделений, расположенных в соответствии с этой стратегией. Главная цель этой стратегии заключалась в сохранении основных банковских взаимоотношений с промышленными корпорациями своей страны и корпорациями других стран, вкладывающих средства в США.

Было подсчитано, что в 1987 г. в США¹ действовали 500 филиалов шведских компаний. Закон, вступивший в силу 1 января 1987 г., дал возможность шведским банкам открывать зарубежные отделения, что отчасти объясняет стремительный рынок шведских банков в США.

Зарубежные банки привлекала в Нью-Йорк возможность стать участниками крупного и гибкого денежного рынка, в целях вложения и получения финансовых ресурсов, а также получения прибыли от торговых операций на этом рынке. Расположение в Нью-Йорке также давало преимущества во времени над европейскими и другими банками.

¹ Прорыв японских и шведских банков // Банкир, 1987, март.

Также достаточно легкий доступ к долларovým средствам предоставлял банкам стратегические преимущества.

Некоторые иностранные банки открывали представительства в США главным образом с целью развития деятельности по предоставлению услуг корпорациям. В 1991 г. британский торговый банк “Бэрингс П.Л.С.” приобрел 40% акций в старинной инвестиционной фирме на Уолл Стрит “Диллон, Рид и К°.” (См. дополнение 9.2). Мистер Питер Бэринг, председатель британского банка, сообщил, что он надеется, что эта сделка будет способствовать развитию международного рынка финансовых услуг для корпораций и в частности, в области международных слияний и поглощений. Неамериканские банки не добились до этого момента особенного успеха в этой области.

Банки из развивающихся стран получают прибыль от своих отделений в США, особенно в Нью-Йорке. Во-первых, отделение в Нью-Йорке имеет возможность более эффективно управлять долларowymi средствами. Во-вторых, банк способен брать достаточно крупные долларové кредиты на долгий срок (финансирование торговли, долларové расчеты) при условии, что он имеет достаточно высокий кредитный рейтинг. В-третьих, отделения в Лондоне и Нью-Йорке повышают престижность банка. Это два крупнейших мировых центра для отделений зарубежных банков. Также в Нью-Йорке открывается более легкий путь к развитию деловых контактов, корреспондентских отношений и получению информации, касающейся новых тенденций в мировой финансовой системе.

Закон о международных банковских операциях 1978 г.

В этом разделе мы изучим вопрос о том, какие законы применяют правительства стран по отношению к иностранным банкам, открывающим отделения на их территории. Мы уже ссылались в этой главе на ограничения, прямые и косвенные, которые применяют правительства принимающих стран, и на ответное стремление банковских институтов к международному расширению.

Закон о международных банковских операциях 1978 г. был введен как ответная мера по регулированию и устранению несправедливостей, от которых страдали американские банки при расширении деятельности зарубежных банков в США. Мы должны понимать, что этот закон был первой попыткой американских властей поставить иностранные банки под федеральный контроль. До 1978 г. к иностранным банкам применялось только регулирование в штатах, и в соответствии с ним этим институтам позволялось самим избирать штаты и организационные формы (отделения, дочерние компании), которые максимизировали их конкурентоспособность и гибкость на рынке США.

Рассмотрим главные проблемы регулирования, существовавшие в 1978 г.:

1. Зарубежные банки имели возможность проводить депозитные операции в разных штатах, имея отделение или дочернюю компанию в Нью-Йорке, отделение в Чикаго и отделение или дочернюю компанию в Калифорнии. С другой стороны, американским банкам были запрещены депозитные операции между штатами.
2. Некоторые зарубежные банки открывали филиалы для операций с ценными бумагами в США, используя универсальный банковский метод, применяемый ими в своей стране. По закону Гласса-Стигола американским банкам было запрещено заниматься инвестиционной банковской деятельностью.

3. Зарубежные банки в основном не подчинялись требованиям о формировании обязательных резервов, определенным Федеральной резервной системой США. Многие зарубежные банки, действовавшие в США, подчинялись лишь резервным требованиям, налагаемым властями штата, которые чаще всего разрешали операции с государственными ценными бумагами и операции с межбанковскими срочными вкладами. Такая политика давала этим банкам преимущества перед американскими банками, которые подчинялись требованиям Федеральной резервной системы к наличным средствам.

Закон о международных банковских операциях имел целью устранить эти конкурентные неравенства, но в то же время принял открытый подход в отношениях с зарубежными банками. В этом отношении этот Закон относится скорее к методам законодательного урегулирования, а не к методам взаимодействия. Кроме того, не становится необходимыми детальные двусторонние переговоры. Для того чтобы удостовериться, что банкам США предоставляются справедливые и равные позиции в принимающих странах, Министерство финансов США должно в соответствии с этим Законом представлять периодические отчеты, касающиеся “Отношения зарубежных властей к банковским организациям США”. С момента вступления Закона в силу было представлено несколько таких отчетов.

Основные положения Закона о международных банковских операциях следующие:

1. Установить федеральный надзор за иностранными банками, действующими на территории США. Предусматривается также федеральное лицензирование отделений и агентств зарубежных банков в США как альтернатива лицензированию в штатах.
2. Ограничиваются депозитные операции иностранных банков между штатами в соответствии с практикой, применяемой к банкам США. Закон требовал, чтобы зарубежные банки избрали определенный штат действия и местонахождения банка, в котором такого рода операции будут разрешены. Проводимые депозитные операции между штатами были прекращены за исключением той деятельности, которая проводилась еще до принятия Закона.
3. Крупные иностранные банки, действующие на территории США, становились членами Федеральной резервной системы с подчинением резервным требованиям, применяющимся к вкладам в банках США. Также эти банки получали льготы, которые давало членство в Федеральной резервной системе, включая доступ к “дисконтному окну”¹.
4. Новая деятельность филиалов по операциям с ценными бумагами прекращалась, за исключением операций, проводимых еще до принятия Закона.
5. Банки США получили право участия в более гибких банковских операциях между штатами через корпорации Эджа. Корпорациям Эджа было разрешено открывать отделения в разных штатах. В то же время иностранные банки получили право вкладывать средства в корпорации Эджа.

После принятия Закона о международных банковских операциях продолжалось агрессивное завоевание американского банковского рынка иностранными банками. Но все же эта борьба происходит на более равных условиях, чем те, которые существовали до 1978 г.

¹ “Дисконтное окно” - возможность получения ссуды в центральном банке.

Дополнение 9.2 КОМПАНИЯ “БЭРИНГЗ” ДЕЛАЕТ ПОПЫТКУ ТАМ, ГДЕ ДРУГИЕ ПОТЕРПЕЛИ НЕУДАЧУ

Корпорация “Трэвэлэрз” дала согласие на продажу “Диллон, Рид и К°.” совместному предприятию, управляемому старинной инвестиционной компанией на Уолл Стрит и почтенным британским торговым банком “Бэрингз П.Л.С.” Эта сделка стоимостью 122 млн. долл., объединила две старейшие финансовые фирмы мира. Фирма “Диллон” осталась сравнительно небольшой компанией, чья деятельность сосредоточена лишь на нескольких областях бизнеса. Мистер Бэринг, председатель компании, отметил, что он надеется, что эта сделка, установившая связь между двумя небольшими, но престижными инвестиционными банками, будет способствовать проникновению компании “Бэрингз” в сектор экономики, который считается критическим: международные корпоративные финансы, слияния и поглощения компаний.

К моменту заключения этой сделки бизнес компании “Бэрингз” в США включал операции с недвижимостью и пенсионными фондами. Сделку по приобретению компании “Диллон, Рид и К°” можно назвать самой крупной за 299 лет истории компании “Бэрингз”, но тем не менее размер ее по сравнению со всей совокупностью остается достаточно скромным. В компании “Бэрингз” занято 2 900 человек, 46% из них за пределами Великобритании. В конце 1990 г. капитал компании составлял 372,8 млн. долл.

В дальнейшем рассчитывается, что отделение по слияниям и поглощениям компании “Бэрингз” в Нью-Йорке будет поглощено компанией “Диллон, Рид и К°”, а компания “Бэрингз” проделает то же самое в Лондоне. Но больше такие операции повторяться не будут. В планы этих двух фирм входит лишь сотрудничество в области внутренних финансов.

Компания “Бэрингз” лидирует по выпуску стерлинговых облигаций. Взаимодействие с компанией “Диллон, Рид и ко.” даст возможность компании “Бэрингз” утвердить свои позиции в США, и эти две компании вместе, скорее всего, будут иметь гораздо большую долю на континентальных рынках Европы. В 1990 г. компания “Бэрингз” была главным консультантом по операциям поглощения в Великобритании, с десятью сделками в 7,6 млрд. долл.

ФИНАНСОВЫЕ ДЕТАЛИ ПРОДАЖИ КОМПАНИИ “Диллон, Рид и К°” КОРПОРАЦИЕЙ Трэвэлэрз

Доля в капитале, приобретения у корпораций Трэвэлэрз:

Приобретено компанией “Диллон, Рид и К°”	60%	39 млн. долл.
Приобретено компанией “Бэрингз”	<u>40%</u>	<u>26 млн. долл.</u>
Всего	100%	6 млн. долл.
Приобретено компанией “Бэрингз”: привилегированные акции		52 млн. долл..
Уплачено компанией “Бэрингз”: дивиденды владельцу		5 млн. долл.
Всего по полному объему		122 млн. долл.

Источник: Нью-Йорк Таймс, 1991, 13 ноября.

Прецедент с банком международного кредита и коммерции и законодательство 1991 г.

В 1991 г. правительство Великобритании прекратило все операции, проводимые Банком Международного кредита и коммерции (ВССИ) в Лондоне и взяло под контроль все активы этого банка. Органы контроля над банковской деятельностью США и других стран также прекратили деятельность ВССИ на своей территории. С момента прекращения деятельности этого банка стало очевидно, что вкладчики во многих странах, где действовал этот банк, не смогут вернуть свои деньги после ликвидации активов ВССИ.

Банк ВССИ не имел права принимать участие в депозитных операциях в США. Но косвенным путем этот банк получил возможность контроля над Первым американским банковским союзом (первоначально известным как Общий финансовый банковский союз), который управлял банковскими операциями в округе Колумбия и нескольких штатах. Незадолго до прецедента с банком ВССИ этому банковскому объединению было предъявлено обвинение в “отмывании” денег, и в 1989 г. оно было признано виновным в Федеральном суде.

Прецедент с банком ВССИ вызвал ряд вопросов, касающихся регулирования международной банковской системы. Этот банк проводил операции по всему миру, что делало практически невозможным для органов контроля над банковской деятельностью на ключевых банковских рынках (Великобритании и США) добиться эффективного надзора за его деятельностью. Банк ВССИ функционировал как корпорация Люксембурга с главным правлением в Лондоне. Акционерами акции этого банка были в основном клиенты из Среднего Востока, а его операции проводились по всему миру.

Сложным надзор за деятельностью этого банка делали следующие факторы:

1. Органы контроля над банковской деятельностью одной страны не имели свободного доступа к информации аналогичных агентств в других странах.
2. Создание видимости законности операций банка ВССИ предотвращало раскрытие документов и другой информации, представляющих интерес для органов контроля над банковской деятельностью.
3. Законы, которым подчиняются международные банки, во многих случаях не требуют представления полного отчета о проводимых операциях.

В 1991 г. вступило в силу федеральное банковское законодательство, которое предоставило дополнительные полномочия Совету управляющих Федеральной резервной системой по надзору за деятельностью зарубежных банков в США. Это законодательство во многом стало откликом на проблемы и опасности, которые стали очевидными после прецедента с банком ВССИ.

Поправка 1991 г. к закону о международных банковских операциях

В декабре 1991 г. в федеральное законодательство была внесена поправка к Закону о международных банковских операциях. Эта поправка имела целью усиление надзора и изучения деятельности иностранных банков на территории США. Вот основные положения этой поправки:

1. По Закону о международных банковских операциях зарубежный банк должен получить разрешение Совета управляющих Федеральной резервной системы перед созданием отделения или агентства, а также перед приобретением контрольного пакета акций или полного приобретения коммерческих банковских компаний.

2. Перед предоставлением этого разрешения (пункт 1) Совет управляющих Федеральной резервной системы должен убедиться, что иностранный банк участвует напрямую в банковской деятельности за пределами США, подлежит всестороннему контролю и регулированию на консолидированной основе в своей стране и что банк представил полную информацию для получения разрешения.
3. Совет управляющих получил полномочия прекращать деятельность созданного по согласию властей любого штата коммерческого отделения, агентства или дочерней компании по коммерческому кредитованию, управляемых зарубежным банком, если этот банк не подлежит всестороннему контролю и регулированию в своей стране, или если он проводит свои операции небезопасным или неправильным образом.
4. Также Совету управляющих указано разработать и опубликовать критерии, которые должны быть использованы при оценке операций любого зарубежного банка в США, если Совет установил, что он не подлежит всестороннему контролю и регулированию.
5. Ко всем созданным по согласию властей любого штата отделениям и агентствам зарубежных банков применяются те же ограничения по видам операций и кредитной деятельности, как и к любым другим отделениям и агентствам, созданным по согласию федеральных властей, если иное не разрешено Советом управляющих или Федеральной корпорацией по страхованию депозитов.
6. Совет управляющих уполномочен учредить должность контролера денежного обращения для разработки условий для выдачи разрешения на открытие отделений и агентств, создаваемых по согласию федеральных властей.
7. В функции контролера денежного обращения входит изучение деятельности отделений и агентств.
8. Другие положения поправки к Закону 1991 г. требуют обязательного получения разрешения Совета управляющих при открытии банком представительств; для открытия дочернего банка требуется обладать счетами для розничных операций (на балансе до 100 тыс. долл.) и получить страхование депозитов от Федеральной корпорации по страхованию депозитов; а также от Совета управляющих требуется предоставление отчета Конгрессу по регулирующим стандартам капитала, которые применяются к зарубежным банкам, действующим на территории США.

Новые операции

Операции зарубежных банков в США могут быть проанализированы через сопоставление выборочных активов и обязательств зарубежных банковских учреждений с аналогичными категориями активов и обязательств американских банков. Таким образом мы можем установить долю специфических банковских операций, проводимых иностранными банками (табл. 9.11).

Мы должны помнить, что этот анализ не полный. Он не принимает в расчет важность дочерних банковских компаний, являющихся иностранной собственностью в США. Также в нем используются данные для сопоставления о пассивах и активах крупных банков, представляющих еженедельный отчет, что составляет лишь 40% от общих ресурсов внутренних банков США.

Вот несколько выводов на основе этого сравнения:

1. Совместные активы иностранных банков, представляющих еженедельный отчет, составляют 19,3% активов коммерческих банков США, представляющих еженедельный отчет.

ТАБЛИЦА 9.11 ВЫБОРОЧНЫЕ АКТИВЫ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА КРУПНЫХ ОТДЕЛЕНИЙ И АГЕНТСТВ ЗАРУБЕЖНЫХ БАНКОВ, ПРЕДСТАВЛЯЮЩИХ ЕЖЕНЕДЕЛЬНУЮ ОТЧЕТНОСТЬ ОТНОСИТЕЛЬНО ОБЪЕМА АКТИВОВ И ПАССИВОВ ВНУТРЕННИХ БАНКОВСКИХ УЧРЕЖДЕНИЙ, ДЕКАБРЬ 1992 ГОДА

	Крупные коммерческие учреждения (данной страны), представляющие еженедельную отчетность	Крупные отделения и агентства зарубежных банков в США, представляющих еженедельную отчетность	Отношение 2 к колонке 1, %	То же соотношение к июню 1989 г.
Выборочные активы:				
Ценные бумаги казначейства и правительственных ведомств США	267,390	27,064	10,1	6,1
Прочие ценные бумаги	54,462	8,618	15,8	7,5
Кредиты				
коммерческо-промышленные	278,560	100,772	36,2	22,7
недвижимость	399,724	34,249	8,6	4,5
финансовым властям и государственным учреждениям	1,384	364	26,3	39,3
на приобретение и хранение ценных бумаг	15,605	5,219	33,4	10,3
Общие активы	1,648,847	318,440	19,3	13,3
Выборочные пассивы:				
Операционные счета и кредитовый баланс	300,331	4,079	1,4	1,4
Неоперационные счета	722,843	100,904	13,9	6,6
Федеральные средства приобретенные/проданные	80,080	49,349	61,6	48,0
Другие пассивы по заемным средствам	247,654	42,969	17,3	16,1
Всего:				
Общие кредиты (без налогов)	1,331,293	216,164	16,2	10,0
Приобретенные средства ¹	327,734	92,318	28,2	22,4

¹ Сумма федеральных средств и других обязательства по заемным средствам.

Источник: Бюллетень Федеральной резервной системы.

2. Деятельность иностранных банков по созданию активов проявляется в полном объеме в видах деятельности:
 - а) коммерческие и промышленные кредиты иностранных банков составляют 36,2% кредитов банков данной страны;
 - б) кредиты иностранных банков финансовым учреждениям составляют 68,2% кредитов банков данной страны;
 - в) кредиты иностранных банков зарубежным властям и государственным учреждениям составляют 26,3% кредитов внутренних банков.
3. Финансирование операций отделений и агентств зарубежных банков зависит больше всего от приобретенных средств, особенно федеральных фондов. Отделения и агентства иностранных банков выступают как крупные заемщики на рынке федеральных средств, приобретая более 60% всех средств, предос-

тавляемых на рынок крупными коммерческими банками, предоставляющими еженедельный отчет. Кроме того, зарубежные отделения и агентства получают почти половину всех своих ресурсов из заемных средств (федеральные фонды, депозиты, соглашения о продаже и обратной покупке), что отражает узкую и неадекватную депозитную основу в США.

Сравнивая позиции иностранных банков в июне 1989 г. с позициями в декабре 1992 г. (колонки 3 и 4), мы видим, что их активы возросли по сравнению с активами внутренних банков с 13,3% до 19,3%. Особенно быстро эти активы увеличивались в сферах коммерческо-промышленных кредитов, кредитов на хранение ценных бумаг и казначейских ценных бумаг США.

ДОСТАТОЧНОСТЬ КАПИТАЛА И ТРЕБОВАНИЯ К КАПИТАЛУ БАНКА

Быстрый рост международного банковского дела в 60-х и 70-х годах принес и ряд проблем. Среди них можно выделить банкротства крупных банков, таких как Intra Bank of Lebanon (1967 г.) и Банк Герштат в Германии (1974 г.) по причине потерь на иностранных валютных рынках, и Национальный банк Франклина в Нью-Йорке (1974 г.), как результат слабого управления и проведения чрезмерного объема операций по торговле валютами¹.

По мнению Джеймса С. Бэйкера, расширение зарубежной деятельности банков выдвинуло на первый план вопросы достаточности капитала банка. Ограничения по кредитам, налагаемые на американские банки, скорее, относились к капиталу головного банка.

“Так как зарубежные отделения не имеют капитала, их кредитные ограничения относятся к капиталу их головного банка; это дает отделениям банков конкурентные преимущества перед местными внутренними банками. Это также позволяет отделениям проводить операции по кредитам, уровень риска по которым достаточно высок. Более высокий уровень риска по операциям, разрешенный зарубежным отделениям (но не разрешенный головным банкам) — это одна из причин, указывающая на необходимость принятия определенных требований по регулированию достаточности капитала по операциям зарубежных отделений².” Бэйкер сумел оценить надвигающуюся опасность за несколько лет до того, как это смогли сделать центральные банки.

Банковский капитал выступает в качестве гарантии платежеспособности банка. За последние два десятилетия с 1970 г. по 1990 г. в результате развития международного и внутреннего банковского дела внимание органов контроля над банковской деятельностью в США и других странах было привлечено к необходимости создания более четких и универсальных требований к капиталу банка. Результатом переговоров стало заключение Базельского соглашения, замечательного тем, что оно стало первым в истории многосторонним соглашением, утвердившим взаимно согласованные и действующие стандарты по банковскому капиталу. Заключение этого соглашения в 90-х годах было и остается важным событием. Но это соглашение наиболее замечательно тем, что оно может привести к дальнейшим международным соглашениям, касающимся условий конкуренции на мировых банковских и финансовых рынках.

¹ Эти случаи банкротства банков описаны в кн.: Бэйкера Дж. С. Международное банковское регулирование // Нью-Йорк, 1978, гл. 1.

² Бэйкер, с. 37.

Требования к капиталу с учетом риска

Первые требования к капиталу в США относились в основном к вкладам для обеспечения гарантии платежеспособности банка и защиты вкладчиков. Банковский кризис 30-х годов изменил существующие мнения по этому вопросу и сместил внимание на связь между собственным капиталом и уровнем активов. Этот подход к определению активов с учетом риска возник в 50-х годах и состоял в расчете соотношения банковского капитала и состава банковских активов. Базельские соглашения 1975 г. и 1983 г. стали первым шагом на пути создания системы международного регулирования банковского дела. В соответствии с этими соглашениями в случае наступления неплатежеспособности любого евробанка, центральный банк страны, где находится главное правление этого банка, должен выступить в качестве последнего кредитора в критической ситуации, если неплатежеспособный банк является зарубежным отделением.

В 1981 г. американские органы контроля над банковской деятельностью разработали систему минимальных коэффициентов, определяющих соотношение капитала и активов. В 1983 г. Закон о контроле за международным кредитованием вступил в силу. По этому Закону органы контроля над банковской деятельностью получили полномочия добиваться соответствия установленным требованиям к капиталу. Начиная с 80-х годов, минимальные коэффициенты, определяющие соотношение капитала и активов для коммерческих банков, начали неуклонно повышаться. В этот период некоторые события, такие как международный долговой кризис, повышающийся уровень забалансовых банковских операций, рост неустойчивости финансовых рынков и усилившаяся конкуренция международных банков, показали необходимость установления более высоких стандартов достаточности основного капитала.

В 80-х годах органы контроля над банковской деятельностью делали попытки разработать систему стандартов для капитала с учетом риска. Вот основные причины этих действий:

- 1) устранить препятствия к владению активами с низким уровнем риска (казначейский вексель США);
- 2) установить соотношение требований к капиталу, например к забалансовым операциям;
- 3) уравнивать стандарты капитала в США с аналогичными стандартами в других странах, банки которых являются главными конкурентами на международных рынках;
- 4) снизить риск, существующий в банковском деле США.

Первоначально органы контроля над банковской деятельностью США не имели целью заключение международного соглашения или разработку сводных стандартов банковского капитала.

В 1986 г. органы контроля над банковской деятельностью начали совместные обсуждения разрабатываемой общей системы с учетом риска с Банком Англии. Но возникло препятствие, которое замедлило этот процесс, оно заключалось в несогласии по вопросу о том, что составляет капитал банка. Итогом обсуждений стало двухпорядковое определение капитала, которое предшествовало подходу, использованному в Базельском соглашении. В январе 1987 г. службы США и Великобритании объявили о совместном соглашении, устанавливающем минимальные стандарты капитала, связанные с уровнем банковских рисков, включая забалансовую деятельность. Затем было предложено другим странам также принять минимальные требования к капиталу. В марте 1987 г. Федеральная резервная система и Банк Англии представили требования к капиталу на основе риска.

Еще до окончательного заключения соглашения между США и Великобританией японские банковские власти также присоединились к обсуждению. В октябре 1987 г. был разработан проект соглашения, устанавливающий требования к капиталу для 17 промышленных государств. Еще за год до этого Комитетом по банковскому надзору и регулированию (Комитетом Кука) было предложено расширить это соглашение, с тем чтобы включить некоторые промышленно развитые государства. К декабрю 1987 г. комитетом должностных лиц центральных банков были опубликованы специальные предложения по требованиям к капиталу на основе риска, включая минимальные стандарты, которые должны вступить в силу в 1992 г., и временные стандарты, вводимые в 1990 г. После внесения некоторых изменений в эти предложения, Базельское соглашение было объявлено в июле 1988 г. Все постановления Базельского соглашения касались только многонациональных банков. Эти требования начали применяться к коммерческим банкам во многих странах, включая США.

Подробнее о Базельском соглашении

Полностью Базельское соглашение вступило в силу в конце 1992 г., но временные правила применялись и до этого момента. Система определения структуры капитала на основе уровня его отдельных частей, содержащаяся в Базельском соглашении, включает следующие основные положения:

- 1) определение капитала для создания измеряющих показателей;
- 2) создание системы расчетов активов банка с учетом риска в соответствии с четырьмя основными категориями риска;
- 3) схема минимизации коэффициента капитала, взвешенного с учетом риска.

Капитал разделяется на два порядка. Капитал первого порядка включает выпущенные и полностью распроданные обыкновенные акции, нераспределенную прибыль, открытые резервы (первоначальное местонахождение нераспределенной прибыли), бессрочные некумулятивные привилегированные акции за вычетом гудвилла¹. Капитал второго порядка, или дополнительный капитал банка, включает привилегированные акции, с ограниченным сроком и кумулятивные, скрытые резервы, 45% резервов по переоценке, общие резервы для покрытия потерь от кредитов (не связанные со специальными активами) смешанные инструменты заемного капитала и субординированный долг. Банковские организации были обязаны иметь капитал первого порядка в объеме, равном по крайней мере 4% активов, взвешенных с учетом риска, к 1992 г., и общий капитал (сумма капиталов первого и второго порядков), равный хотя бы 8% активов с учетом риска.

В структуре учета риска, принятой Базельским комитетом, содержится четыре категории весов.

К первой категории (0%) относятся ценные бумаги центральных правительств и наличные деньги. Ко второй категории (20%) относятся краткосрочные банковские обязательства и в основном облигационные ценные бумаги муниципальных властей. К третьей категории (50%) относятся жилищные кредиты. А четвертая категория (100%) включает рискованные активы (коммерческие ссуды, требования к иностранным правительствам и некоторые другие активы).

В табл. 9.12 показан расчет объема кредитов и получение коэффициента капитала.

¹ Превышение цены покупки предприятия при его поглощении над балансовой оценкой его активов.

ТАБЛИЦА 9.12 ПРИМЕР РАСЧЕТА КОЭФФИЦИЕНТА КАПИТАЛА С УЧЕТОМ РИСКА

Инструкция Y, приложение А Основные положения достаточности капитала**Приложение 1 — пример расчета коэффициента капитала с учетом риска для банковских холдинговых компаний**

В качестве примера берется банковская организация с общим капиталом в 6000 долл. и следующими активами и забалансовыми статьями

Балансовые активы

Наличность	5 000 долл.
Казначейские ценные бумаги США	20 000 долл.
Сальдо в национальных банках	5 000 долл.
Кредиты, обеспеченные первыми залогами по семейной жилищной собственности 1—4 категорий	5 000 долл.
Кредиты частным корпорациям	65 долл.
Общие активы баланса	100 000 долл.

Забалансовые статьи

Резервные аккредитивы как залог выпусков долговых обязательств муниципальных органов	10 000 долл.
Долгосрочные вложения в частные корпорации, обязательные по закону:	20 000 долл.
Всего по забалансовым статьям	30 000 долл.

Соотношение общего капитала этой банковской холдинговой компании к общим активам (или коэффициент использования заемного капитала) рассчитывается так:

$$(6\,000 \text{ долл.} / 100\,000 \text{ долл.}) = 6,00\%.$$

Чтобы вычислить активы этой компании, взвешенные с учетом риска, необходимо:

1. Вычислить объем кредитов по каждой забалансовой статье

Забалансовая статья	Номинальная стоимость.		Коэффициент перевода		Объем кредитов
Резервные аккредитивы, обеспеченные муниципальными властями	10 000 долл.	X	1,00	=	10 000 долл.
Долгосрочные обязательства перед частными корпорациями	20 000 долл.	X	0,50	=	10 000 долл.

Основные положения достаточности капитала**Инструкции Y, приложение А**

2. Умножить каждый из забалансовых активов и объем кредита по каждой забалансовой статье на соответствующие веса рисков.

Забалансовые статьи	Номинальная стоимость		Коэффициент перевода		Объем кредитов
Категория 0%					
Денежные средства	5 000 долл.				
Казначейские ценные бумаги США	20 000 долл.				
	25 000 долл.	X	0	=	0
Категория 20%					
Балансы во внутренних банках	5 000 долл.				
Количество резервных аккредитивов, обеспеченных муниципальными властями, равнозначное объему кредитов	10 000 долл.				
	15 000 долл.	X	0,20	=	3 000 дол.
Категория 50%					
Ссуды под залог жилищной собственности 1—4 категории	5 000 долл.	X	0,50	=	2 500 дол.

(ПРОДОЛЖЕНИЕ)

ТАБЛИЦА 9.12 (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Категория 100%	Номинальная стоимость	Коэффициент перевода			Объем кредитов
Кредиты частным корпорациям	65 000 долл.				
Количество долгосрочных обязательств перед частными корпорациями, равнозначное кредитам	<u>10 000 долл.</u> 75 000 долл.	X	1,00	=	<u>75 000 дол.</u>
Всего по активам, взвешенным с учетом риска					80 500 долл.

Коэффициент общего капитала к активам, взвешенным с учетом риска (коэффициент капитала с учетом риска) этой банковской холдинговой компании составит: (6 000 долл. // 80 500 долл. = 7,45%.)

Источник: Совет управляющих, Федеральная резервная система, Инструкция Y, Приложение A, 1989, 15 марта.

Учет требований к капиталу для забалансовых инструментов представляет собой двухступенчатый процесс. Вначале они переводятся в кредитный эквивалент по рискам через умножение номинальной стоимости на коэффициент перевода кредита. Полученный результат взвешивается с учетом риска соответствующей категории. Забалансовые инструменты, являющиеся аналогами кредитных операций (резервные аккредитивы), относятся к категории риска 100%. Коэффициент перевода, равный 50%, используется при операциях с облигациями, евронотами (NIF) и источниками возобновляемого кредита (RUF). Коэффициент перевода 20% применяется для операций с краткосрочными пассивами, относящимися к торговле.

Применение требований

Принятие требований к капиталу с учетом риска повлекло за собой следующие изменения:

1. В определенной степени изменятся банковские портфели. То, что государственным ценным бумагам были присвоены достаточно небольшие веса по сравнению с кредитами (соответственно 0% и 100%), открывает для банков новые возможности вкладывать капитал в эти ценные бумаги, которые станут значительной частью их балансовых операций. В дополнении 9.3 показана сравнительная способность этих активов приносить доход.
2. Цена на некоторые забалансовые услуги может снизиться, так же как и их количество.
3. Некоторые банки в различных странах будут вынуждены либо увеличить собственный капитал, либо уменьшить активы. А в некоторых случаях оба эти действия окажутся необходимыми. У нескольких крупных банков США могут возникнуть сложности при введении этих требований. Как показано в табл. 9.13, в конце 1988 г. нескольким крупным американским банкам необходимо будет провести серьезную работу, чтобы не выходить за рамки новых коэффициентов. Неамериканским банкам также придется повысить дополнительный капитал. В дополнении 9.4 показано, до какой степени используются средства рынка привилегированных акций в США, для того чтобы произвести капитал первого порядка.
4. В будущем можно ожидать, что большее значение будет придаваться оценке устойчивости и платежеспособности банка с точки зрения достаточности капитала, чем общим активам.

Дополнение 9.3 СРАВНИТЕЛЬНАЯ СПОСОБНОСТЬ АКТИВОВ НЕКОТОРЫХ АМЕРИКАНСКИХ БАНКОВ ПРИНОСИТЬ ДОХОД ОТНОСИТЕЛЬНО КАПИТАЛА

В соответствии с факторами перевода активов по Базельскому соглашению, многие международные банки обнаружат, что каждая категория активов обладает различной способностью приносить прибыль. Чтобы это проиллюстрировать, мы в таблице оценим количество долларов, которое может быть получено по приносящим доход активам. Эти цифры указаны в колонке 1. Они рассчитываются следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Множитель} &= \frac{1}{\text{Коэффициент перевода}} = \frac{1}{0,20} = 5,0 \\ \frac{\text{Множитель} \times \text{Объем капитала}}{\text{Требуемый коэффициент капитала}} &= \frac{5 \times \$80}{0,08} = 5,000 \text{ млн. долл.} \end{aligned}$$

Эти вычисления применяются для муниципальных облигаций. В случае операций с жилищными кредитами необходимо заменить 0.50 на 0.20, чтобы получить множитель 2.

СПОСОБНОСТЬ ПРИНОСИТЬ ДОХОД КАЖДЫХ 80 ДОЛЛАРОВ КАПИТАЛА БАНКА

	Объем активов, приходящихся на 80 долларов капитала банка ¹	Процентный доход до вычета налогов ²	Доход после уплаты налогов ³	Процентное соотношение дохода и капитала банка ⁴
Казначейские ценные бумаги США	\$20000 ⁴	\$1600	\$240	300,0%
Муниципальные облигации	\$5000	\$360	\$90	112,5%
Межбанковские требования	\$5000	\$400	\$60	75,0%
Жилищные кредиты	\$2000	\$200	\$30	37,5%
Деловые кредиты	\$1000	\$110	\$16,50	20,6%

¹ Указанные цифры основаны на принятых 8% требуемого капитала и в них использованы веса риска, установленные последними требованиями достаточности капитала, утвержденными Федеральной резервной системой. Этими требованиями установлены 0% для казначейских ценных бумаг США, 20% для общих муниципальных облигаций и межбанковских требований, 50% для жилищных кредитов и 100% для деловых кредитов.

² Принятые процентные ставки составляют 8% для казначейских ценных бумаг США, 7,2% для муниципальных облигаций, 8% для межбанковских требований, 10% по жилищным кредитам и 11,0% по деловым кредитам.

³ В отношении доходов после уплаты налогов установлены брутто-коэффициент 75% по расходам и реальная налоговая ставка 40%. Таким образом, остается 15% брутто-доходов как прибыль после уплаты налогов, за исключением дохода по муниципальным облигациям, где прибыль после уплаты налогов составляет 25% брутто-ставки.

⁴ Хотя категории активов казначейских ценных бумаг США присвоен вес 0%, мы берем вес 5% и множитель 20 при расчете общего объема, который может быть получен на данное количество капитала банка.

Существует ли оптимальный набор активов, приносящих доход?

Ответ на этот вопрос может быть получен, если при выполнении банками различных операций мы учтем риски и ограничения. Если мы введем ограничения, что ни одна категория активов не может превышать 25% от общего объема активов, и что межбанковские требования также ограничены 10%, мы получим следующее распределение активов: 25% казначейских ценных бумаг США, 25% жилищных кредитов, 25% ссуд. Тогда взвешенный доход как процент от капитальных фондов может быть рассчитан следующим образом:

$$(300 \times 0,25) + (112,5 \times 0,25) + (37,5 \times 0,25) + (7,5 \times 0,10) + (20,6 \times 0,15) = 123,090\%$$

ТАБЛИЦА 9.13 КЛАССИФИКАЦИЯ НЕКОТОРЫХ БАНКОВ США ПО ПОЗИЦИЯМ КАПИТАЛА В ДЕКАБРЕ 1988 ГОДА — КОЭФФИЦИЕНТ КАПИТАЛА, ВЗВЕШЕННЫЙ С УЧЕТОМ РИСКА ВЕДУЩИХ 20 БАНКОВСКИХ ХОЛДИНГОВЫХ КОМПАНИЙ¹

Банк	Коэффициент первого порядка	Коэффициент второго порядка	Коэффициент общего капитала	Общий объем капитала первого порядка	Излишек/недостаток капитала первого порядка
Джи. Пи. Морган	9,2%	3,3%	12,5%	6,380	3,602
Бэнкерс Траст	6,7%	2,7%	9,4	3,878	1,579
РНС Файнэншл	9,4%	1,4%	10,8%	2,362	1,359
Флит/Норстар	10,0%	2,1%	12,2%	2,180	1,312
СанТраст Банки	9,2%	0,5%	9,7%	2,232	1,258
НСНБ	8,4%	1,0%	9,4%	2,013	1,051
НБД	9,4%	1,0%	10,4%	1,785	1,027
Секьюрити Пасифик	5,3%	4,0%	9,3%	4,097	1,023
Барнетт Банк	8,3%	0,6%	8,9%	1,745	908
Первая банковская система	8,2%	4,0%	12,2%	1,729	885
Первый межрегиональный	5,8%	4,7%	10,5%	2,737	856
Уэллс Фарго	5,5%	5,5%	10,9%	2,456	654
Банк Бостона	5,6%	3,9%	9,6%	2,054	598
Ситикорп	4,1%	4,1%	8,3%	9,747	336
Первый Чикагский	4,0%	4,0%	7,9%	1,827	-20
Меллон Банк	3,6%	3,6%	7,3%	1,148	-112
Чэйс Манхэттэн	3,9%	3,9%	7,7%	4,106	-141
Мануфактюерз Гановер	3,5%	3,5%	6,9%	2,760	-425
Банк Америка	3,5	3,5%	7,0%	3,311	-460
Химический	3,2%	3,2%	6,5%	2,670	-624

¹ Классификация по признаку излишка или недостатка капитала первого порядка.

Источник: Банкир, 1989, март, с.6.

- При измерении и оценке доходности банка будут больше применяться методы, основанные на измерении капитала, а не на измерении его активов.
- Вводимые ограничения заставят коммерческие банки заниматься более серьезно инвестиционными операциями. Этой стратегии уже следуют банки “Бэнкерс Траст” и “Джи. Пи. Морган”. Так как эти банки придают меньшее значение операциям долгосрочного кредитования, они обладают самыми ликвидными статьями баланса и имеют самые устойчивые позиции по капиталу с учетом риска, и их общий коэффициент капитала, установленный для активов с учетом риска, на 12% выше требуемой в 1992 г. нормы.

МЕЖДУНАРОДНАЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ БАНКОВ США

В течение последних двух десятилетий произошел спад в международной конкурентной позиции американских банков. Эти изменения в конкурентоспособности отражены в табл. 9.3, которую мы проанализировали в начале этой главы. По данным этой таблицы мы можем отметить, что за период с 1956 г. по 1991 г. значительно уменьшилось число американских банков, представленных в списке 100 крупнейших банков мира. В следующем разделе мы изучим данные о снижающейся конкурентоспособности банков США как на внутренних, так и на мировых банковских рынках, о том, как стоимость капитала может способствовать снижению конкурентоспособности, оценим стоимость капитала для различных финансовых услуг, а также рассмотрим основные факторы, влияющие на стоимость капитала банка.

Дополнение 9.4 БАНКИ ВЕЛИКОБРИТАНИИ И ДРУГИХ СТРАН ПОРЫВАЮТСЯ К ИСТОЧНИКУ КАПИТАЛА С НИЗКОЙ СТОИМОСТЬЮ — РЫНКУ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ США

Британские банки, постоянно находящиеся в поиске новых источников капитала, обнаружили такой источник на рынке привилегированных акций США. В течение пяти месяцев до ноября 1989 г. капитальные фонды британских и других неамериканских банков на этом рынке увеличились почти до 1 млрд. долл.. Стоимость капитала была равна почти половине от аналогичного показателя по обыкновенным акциям.

В соответствии с правилами Базельского соглашения привилегированные акции, несмотря на свою низкую стоимость, относятся к капиталу первого порядка или “сердцевинным” капиталу. Возникновение рынка привилегированных акций стало возможным благодаря исключению в Базельских правилах, сделанному в период их разработки. Органы контроля над банковской деятельностью согласились расширить определение капитала первого порядка и включить в него привилегированные акции, объясняя это тем, эти акции являются долгосрочными и что выплата дивидендов по ним может быть прервана, как и по дивидендам обыкновенных акций. Эти акции были известны как некумулятивные долгосрочные привилегированные акции. Исключение было сделано в основном в интересах американских банков, которые использовали эти акции в большом объеме. Американские корпорации обязаны проводить значительные платежи. Получающий дивиденды корпоративный инвестор получает право на исключение небольших сумм дивидендов из обложения федеральным налогом, которое было заложено в налоговую структуру США для минимизации двойного налогообложения межкорпорационных дивидендов.

“Барклайз” были выпущены привилегированные акции на сумму 184 млн. долл., дивиденды до уплаты налогов по которым составляют 10,875% (см. ниже), что равнозначно 8,156% чистой стоимости, т. е. почти половине стоимости собственного капитала Барклайз. После этого выпуска тому же примеру уже последовали либо планируют это сделать другие банки, такие как Объединенный ирландский, Мидлэнд и Королевский банк Шотландии.

ВЫПУСКИ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ В США

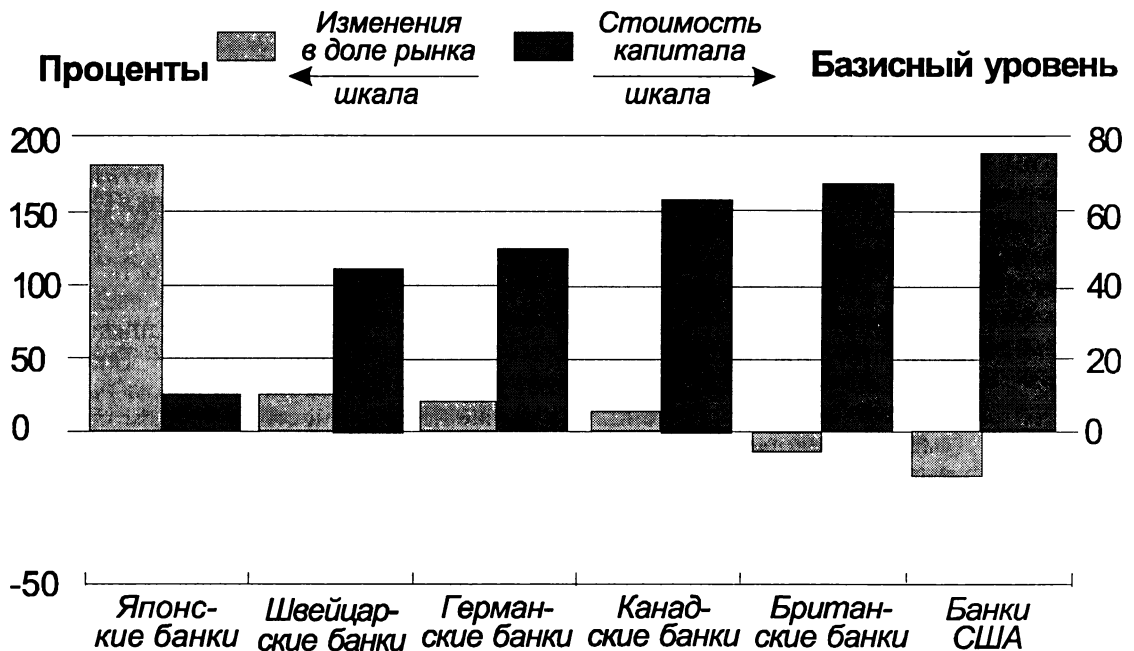
Эмитент	Объем (в млн. долларов)	Дивиденды до вычета налогов	Главный управляющий банк ¹	Помощник управляющего
Барклайз серия А	316	11,12	Ширсон	Мэрил Голдман
Барклайз серия Б	184	10,875	Мэрил Линч	Ширсон Голдман
Объединенный ирландский банк	180	11,875	Мэрил Линч	—
Королевский банк Шотландии	200	11,25	Мэрил Линч	Ширсон
Вестпак	100	12,000	Мэрил Линч	Ширсон ПруБаш
Зарегистрировано в Комиссии по ценным бумагам и биржам				
	Объем, млн. долл.	Советник		
Мидлэнд	500	Мэрил		
Барклайз	500	—		

¹ Банк (инвестиционный), выступающий главой синдиката андеррайтеров или кредиторов.

Снижение доли на внутреннем и мировом рынках

Увеличение доли американских корпоративных кредитов в зарубежных банках и вытеснение американских банков из зарубежного кредитования вызвали ряд вопросов, касающихся конкурентного статуса американских банков. Повышение доли зарубежных банков в активах американских банков проходило параллельно с повышением рискованности производственных активов США и их использованием, контролируемым зарубежными промышленными корпорациями. В отличие от американских банков, зарубежные операции американских промышленных корпораций не сокращались.

В исследовании, проведенном в 1991 г. Федеральным резервным банком Нью-Йорка, сообщалось о уменьшении доли американских банков в коммерческом кредитовании отечественных фирм¹. Сравнение банков США с банками пяти других стран наглядно показало, что с 1984 г. по 1989 г. эти изменения в доле рынка по коммерческому кредитованию в США были тесно взаимосвязаны со стоимостью капитала банка (рис. 9.3). За тот же период японские банки увеличили свою долю на рынке почти вдвое, так как обладали собственным капиталом с самой низкой стоимостью. Банки США и Великобритании, обладая высокой стоимостью капитала, теряли долю на рынке. Между английским и американскими банками с одной стороны и японскими с другой находились швейцарские, германские и канадские банки, доля которых на рынке также изменялась пропорционально стоимости капитала.



Источник: Федеральный Совет по изучению финансовых институтов. Отчет о состоянии, проанализированный Джорджем Будзейка. "Конкуренция в коммерческом кредитовании в США" отчет Федерального Резервного банка Нью-Йорка, приложение.

Замечание: Уровни стоимости капитала указывают средние взвешенные величины требуемого отношения рыночной цены к чистой прибыли для отделения и дочерней компании; величины по коммерческим кредитам указывают долю этих кредитов в отделениях и дочерних компаниях.

Источник: Квартальный отчет FRBNY (зима) 1991:54.

РИС. 9.3. ИЗМЕНЕНИЕ В РЫНОЧНОЙ ДОЛЕ ПО КОММЕРЧЕСКОМУ КРЕДИТОВАНИЮ ФИРМ В США

¹ Стивен Р. Зиммер и Роберт Н. Макколи. Стоимость собственного капитала банка и международная конкурентоспособность // Квартальный отчет Федерального резервного банка Нью-Йорка, зима 1991 г.

В дальнейшем анализе, проведенном FRBNY, отмечалось, что иностранными банками была завоевана еще большая доля на рынке резервных аккредитивов по сравнению с коммерческим кредитованием. На рынке резервных аккредитивов банк может продать долговое обязательство по которому наступил срок платежа, если компания или муниципальное правительство, которыми было выпущено это обязательство, не может ее оплатить. В 1985 г. банки США выписали практически одну треть всех резервных аккредитивов, обеспеченных коммерческими бумагами США, а в 1989 г. лишь 7%. В то же время японские банки увеличили свою долю на этом рынке с 18% в 1985 г. до 42% в 1989. По результатам исследования можно предположить, что этому увеличению доли рынка способствовало преимущество этих банков в стоимости капитала.

В исследовании FRBNY отмечалось, что американские банки также были вытеснены из зарубежного кредитования. За период с 1983 г. по 1989 г. доля американских банков в кредитах небанковским учреждениям снизилась с 28 до 17%.¹ Эта тенденция продолжается и после 1989 года, и по данным, полученным Банком международных расчетов, приведенным в главе 12, можно судить об этом продолжающемся уменьшении рыночной доли банков США.

Стоимость капитала банка и международная конкурентоспособность

В этом разделе мы рассмотрим, как может быть определена и измерена стоимость капитала банка, сравним стоимости капитала банков различных стран и изучим роль стоимости собственного капитала.

Определение и измерение стоимости собственного капитала банка

Мы определяем стоимость капитала банка как чистую разницу между банковскими процентными ставками, по которым банк получает средства и по которым выдает их заемщикам, и за счет которой увеличивается рыночная стоимость банка. В предыдущем разделе мы разобрали стандарты капитала с учетом риска, введенные Базельским соглашением. Международными стандартами, касающимися капитала банка, наложены ограничения на использование банком заемного капитала². Таким образом, стоимость собственного капитала банка устанавливается на фондовом рынке, где оцениваются доходы по установленным в случае необходимости рисковым премиям.

Но такое определение стоимости капитала отличается от определения, используемого для промышленных корпораций. Во-первых, стоимость капитала банка играет огромную роль; банки привлекают намного больший объем заемного капитала, чем промышленные корпорации, что вызывает необходимость получения достаточной прибыли по капиталу. Во-вторых, по действующим международным стандартам капитала необходимо установленное количество собственного капитала. И хотя эти стандарты устанавливают минимальный уровень собственного капитала, его реальный уровень определяется рынком.

Банкам необходимо иметь такое количество собственного капитала, которое необходимо для обеспечения кредитов и гарантии того, что рыночная стоимость выпущенных в обращение акций будет поддерживаться. Доход по собственному капиталу, необходимому для обеспечения увеличивающихся кредитов, должен быть таким же, как и уровень дохода по собственному капиталу банка находящегося в обращении. Необходимый уровень дохода — это доходы после уплаты налогов, деленные на рыночную стоимость собственного капитала.

¹ FRBNY, с. 34.

² Ограничения по соотношению между собственными и заемными средствами.

Если на фондовом рынке курс акций банка в 25 раз больше прибыли на одну акцию (отношение цены к прибыли), то банку необходимо установить минимальный уровень прибыли, составляющий 4% от собственного капитала, ассигнованного на этот кредит (получено делением 25 на 1). Это равно 16 базисным пунктам дохода после уплаты налогов (используется 4% собственного капитала первого порядка).

$$\begin{aligned}\text{Доход после выплаты налогов} &= \% \text{ собственного капитала} \times \text{Требуемая норма прибыли} \\ &= 0,04 \times 4\% \\ &= 0,16 \text{ (16 базисных пунктов)}\end{aligned}$$

Если уровень налогообложения составляет 40% прибыли, то банку необходимо получить чистую разницу до вычета налогов в 26,7 базисных пунктов¹.

$$\text{Чистая разница до вычета налогов} = \frac{\text{Требуемый уровень дохода после уплаты налогов, выраженный в базисных пунктах}}{(1 - \text{процент налога})} = 26,7 \text{ базисного пункта.}$$

Стоимость собственного капитала

Как связаны стоимость капитала банка и стоимость собственного капитала? Прибыль от какого-либо финансового продукта (например, банковского кредита) должна приносить необходимый процент прибыли по собственному капиталу, ассигнованному на обеспечение этого продукта. Эта прибыль равнозначна долгосрочному уровню дохода банка. Текущие уровни дохода могут быть использованы как временные величины долгосрочного уровня, так как общеизвестно, что уровень дохода, подверженный циклическим колебаниям, может повышаться в одно время, а в другое — банк может испытывать недостаток собственных средств. Когда банк испытывает недостаток капитала, стоимость собственного капитала увеличивается. Например, если уровень собственного капитала банка ниже международных стандартов, то банку необходимо либо сократить активы, либо выпустить новые акции. В любом из этих случаев произойдет либо уменьшение прибыли (при уменьшении активов), либо уменьшение прибыли акционеров, так как были выпущены новые акции. Текущие доходы банка, испытывающего недостаток капитала будут превосходить стоимость собственного капитала (отношение прибыли к собственному капиталу будет достаточно высоким, так как в разделе баланса по собственному капиталу будет уменьшена общая сумма).

При сравнении банковских доходов по отчетности в разных странах возникают определенные проблемы. Они связаны прежде всего с различиями в бухгалтерских системах и существованием различных экономических условий. В отчете FRBNY было сделано несколько корректировок в отчетных доходах банков, для того чтобы получить сопоставимые оценки стоимости собственного капитала:

- 1) поправка на различный режим долговых обязательств развивающихся стран;
- 2) поправка при проведении учета собственного капитала по акциям, принадлежащим японским и германским банкам;
- 3) поправка на зависимость номинальных нетто-активов банка от роста и инфляции;
- 4) поправка на расхождения между уровнем установленного и фактического обесценения основного капитала.

¹ Брутто-разница по кредиту должна покрывать расходы (Затраты труда и капитала, потери по невыполнению условий по кредиту и прочие расходы). Чистая разница после уплаты налогов, необходимая для получения требуемой прибыли по собственному капиталу, — это стоимость капитала банка по кредиту.

ТАБЛИЦА 9.14 ОТНОСИТЕЛЬНЫЙ РАЗМЕР ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ, РАСПРЕДЕЛЕННОГО СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА, БРУТТО- И НЕТТО-РАЗНИЦЫ

Баланс компании, долл.	
Кредиты	1,000 млн. долл.
Собственный капитал	40
Расчет прибыли (по базисным пунктам)	
Брутто-разница	50 ¹
Нетто-разница до уплаты налогов	26,7
Нетто-разница после уплаты налогов	16 ²
Доходы и расходы	
Доход по собственному капиталу	4% ³
Отношение рыночной цены к чистому доходу (PE)	25

¹ Объем прибыли, необходимый для того, чтобы после покрытия расходов и уплаты налогов, осталась достаточная чистая прибыль.

² Берем налоговую ставку 40%. Тогда остается 1,60 долл. на каждые 1000 долл. или 4% относительно собственного капитала.

³ Используем $1/PE = \text{доход по собственному капиталу}$.

В отношении американских банков были скорректированы в сторону увеличения предоставленные кредиты развивающимся странам. В отношении японских и американских банков была проведена корректировка (в сторону увеличения) долей их участия во взаимных капиталовложениях. И в отношении всех банков была скорректирована в сторону уменьшения стоимость собственного капитала в соответствии с их практикой расчета амортизации и корректировок с учетом инфляции.

Стоимость основного капитала по финансовым продуктам

Из предыдущего обсуждения видно, что калькуляция цены конкретного финансового продукта включает два этапа.

1. Оцениваем стоимость собственного капитала.
2. Рассчитываем разницу или плату за финансовый продукт, которая должна покрывать стоимость собственного капитала. (Затраты собственного капитала относятся к капиталу первого порядка в соответствии с Базельским соглашением. Но также необходимо покрыть расходы по стоимости капитала второго порядка, которые не указаны в наших расчетах, чтобы избежать излишней сложности).

По Базельскому соглашению для корпоративных кредитов устанавливается вес 100%¹, а вес требуемой нетто-стоимости компании составляет 4% от объема кредита. Управляющие банков должны оценить требуемую разницу. Для этой оценки необходима следующая информация.

Информация	Присвоенное значение
1. Стоимость собственного капитала	12%
2. Требуемый процент собственного капитала	4%
3. Веса риска по базельскому соглашению	100% (корпоративные кредиты)
4. Ставка налога по доходу корпораций	34%

¹ Для сравнения, по требованиям Базельского соглашения, вес риска по обязательствам кредитования составляет 50%, а по процентным свопам — 5% номинального объема плюс 100% положительной рыночной стоимости.

Назначаемая разница должна быть достаточной, чтобы обеспечить банку доход по собственному капиталу после уплаты налогов. Используя значения, указанные в таблице, мы получаем:

$$\begin{aligned} \text{Разница} \times (1 - \text{налоговая ставка}) &= \text{Стоимость собственного капитала} \times \text{вес риска} \times \\ &\quad \text{требуемый процент собственного капитала} \\ S \times (1 - T) &= 12 \times 1 \times 0,04 \\ S &= \frac{0,48}{0,66} \end{aligned}$$

Требуемая разница по корпоративному кредиту составляет 0,727 или 72,7 базисных пункта¹.

В исследовании FRBNY учтены разницы или оплаты, необходимые для покрытия стоимости собственного капитала по трем различным финансовым продуктам: стандартный корпоративный кредит, обязательства по кредитованию (на срок более 1 года) и процентный долларový своп на 10 лет. Оценки, указанные в исследовании FRBNY, показаны на рис. 9.4. В разных странах есть существенные различия по этим оценкам. Канадским, американским и британским банкам необходима чистая разница 60—80 базисных пунктов. Японским банкам необходима чистая разница чуть более 10 базисных пунктов. Эти различия не учитывают расходов. Требуемая плата по обязательствам кредитования приблизительно равна плате по корпоративным кредитам. Таким образом, американские, британские и канадские банки требуют значительно более высокой нетто-платы, чем японские банки.

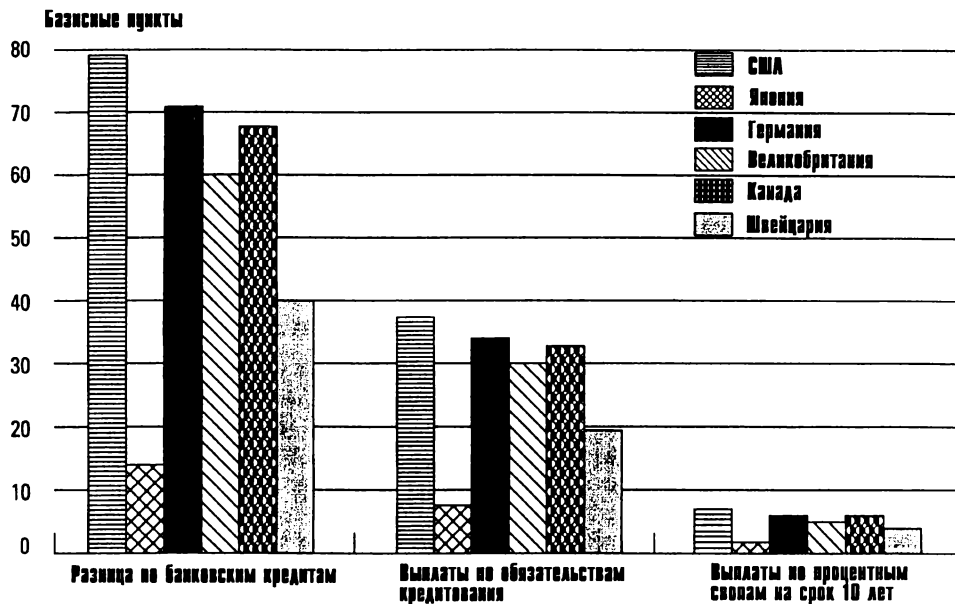


РИС. 9.4. РАЗНИЦА ИЛИ ПЛАТА, НЕОБХОДИМАЯ ДЛЯ ПОКРЫТИЯ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Источник: оценки Федерального резервного банка Нью-Йорка.

Примечание: Выплаты по процентным свопам равны половине установленной на рынке разницы по свопам.

Источник: Квартальный отчет FRBNY, зима 1991 г.

¹ Расчет стоимости капитала может быть более сложным, так как фактор инфляции может повлиять на реальный доход после уплаты налогов, полученный по собственному капиталу.

Также должны учитываться требуемые ежегодные чистые выплаты по процентным свопам. Эти выплаты составляют от 5 до 10 базисных пунктов для банков США и Великобритании, что означает, что эти банки не смогут получить достаточной прибыли по свопам для покрытия стоимости собственного капитала.

Международное налогообложение и затраты капитала

Международные банки конкурируют между собой на национальных кредитных рынках. Поэтому для международного банка, проводящего операции по кредитам и займам одновременно на многих рынках, предметом пристального внимания становятся налоговые системы разных стран. Выгоды от проведения операций в стране с низким уровнем корпоративных налогов снижаются, если банк проводит международные операции. Необходимо помнить, что оценки стоимости капитала, приведенные на рис. 9.4, относятся только к банкам, проводящим операции кредитования в своей стране.

Международный банк сталкивается с различными ставками подоходных налогов в странах, где он проводит финансовые операции. Необходимо покрыть стоимость собственного капитала после уплаты налогов, и банк сталкивается с разными затратами основного капитала в каждой стране, где он действует. По данным исследования, проведенного Федеральным резервным банком Нью-Йорка, можно сделать следующий вывод.

Чтобы оценить конкурентоспособность, например, германских и американских банков недостаточно сравнить стоимость капитала американского банка, действующего в США, со стоимостью капитала германского банка, действующего в Германии. Необходимо учесть затраты капитала банка на данном рынке, независимо от того, где находится этот рынок — в США, Германии, Великобритании или любой другой стране¹.

При расчете реальной налоговой ставки для банка на зарубежном рынке применяются следующие правила:

- 1) берется корпоративный подоходный налог, подлежащий уплате на зарубежном рынке;
- 2) для дочерних компаний учитывается налог с суммы дивидендов, распределяемых среди держателей акций (международные соглашения и межгосударственные договоры по налогообложению снижают применяемые ставки);
- 3) особенности налогового законодательства своей страны в отношении налогов, уплаченных за рубежом. Некоторые страны (например, США) используют систему скидок на уплаченные за рубежом налоги; в других (например, в Германии) из налогообложения исключается прибыль, полученная за рубежом.

Стоимость капитала по корпоративным кредитам зависит от стоимости собственного капитала, налогов на обслуживаемом рынке, международных соглашений и межгосударственных договоров по налогообложению, корпоративной организационной формы (отделение или дочерняя компания). В табл. 9.15 показаны требуемые разницы для банков, действующих в шести разных странах. По этим данным видно, что на рынке США (верхняя строчка) затраты капитала японских банков составляют 9 базисных пунктов по сравнению с 76 базисными пунктами для банков США, 46 пунктами для отделений германских банков и 44 пунктами для швейцарских отделений. Из этого можно сделать вывод, что государственные различия по корпоративным налоговым ставкам практически устраняются при проведении международных операций. Это происходит по причине сложного взаимодействия национальных кодексов законов о налогообложении и налогов с сумм дивидендов, распределяемых среди держателей акций. Эту тему мы обсудим подробнее в разделе международных корпоративных финансов.

¹ Квартальный отчет FRBNY, стр. 48.

ТАБЛИЦА 9.15 ТРЕБУЕМАЯ РАЗНИЦА (СПРЕД) ПО КРЕДИТАМ КОРПОРАЦИИ НА РАЗЛИЧНЫХ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЫНКАХ. РЕПАТРИРУЕМАЯ ПРИБЫЛЬ ОТДЕЛЕНИЯ/РЕПАТРИРУЕМАЯ ПРИБЫЛЬ ДОЧЕРНЕЙ ФИРМЫ/НЕРАСПРЕДЕЛЕННАЯ ПРИБЫЛЬ ДОЧЕРНЕЙ ФИРМЫ (В БАЗОВЫХ ПУНКТАХ)

Страна, в которой происходит деятельность головного банка						
Рынок действия	США	Япония	Германия	Великобритания	Канада	Швейцария
США	/76/	9/11/5	46/51/40	63/73/67	65/69/59	44/50/47
Япония	95/90/109	/10/	55/59/51	75/101/87	72/89/76	52/67/59
Германия	119/107/100	12/17/16	/65/	90/99/112	86/87/98	62/66/74
Великобритания	68/76/76	9/10/3	43/36/36	/59/	65/65/51	41/38/42
Канада	82/95/102	10/13/7	58/56/44	75/87/74	/65/	55/63/51
Швейцария	62/76/76	9/10/2	40/41/32	59/59/52	/65/65/46	/38

Оценки Федерального резервного банка Нью-Йорка.

Замечание: Требуемые разницы вычисляются на основе средней процентной ставки, инфляции по данным 1984-1990 г. и налоговой ставки 1990 г.

Источник: квартальный отчет FRBNY, зима 1991 г.

Международные различия в стоимости капитала банка

В целом международные различия в стоимости банковского капитала тесно взаимосвязаны с различиями в разных странах по уровням сбережений семей, макроэкономической стабильностью и связями между банками и корпорациями.

Низкая стоимость собственного капитала японских банков объясняется национальной политикой сглаживания экономического роста. К 1991 г. Япония достигла самого устойчивого роста по сравнению с другими ведущими индустриальными государствами. Японские банки сильно зависят от стоимости собственного капитала и получают большие выгоды, в частности, благодаря эффективной политике стабилизации.

Более высокие сбережения семей (например, в Японии и Германии) и более сложный доступ домашних хозяйств к банковскому кредиту снижают затраты собственного капитала. В то время как мобильность капитала между государствами связывает финансовые рынки, рынки собственного капитала остаются относительно разрозненными. Этот фактор обуславливает то, что различия в национальных сбережениях воздействуют на показатели потоков доходов по собственному капиталу между различными странами.

В Германии и Японии сложились тесные связи между банкирами и заемщиками, занимающимися различными видами бизнеса. Благодаря промышленной организации Германии и Японии, снижаются рискованные премии по долгам индустриальных фирм, что позволяет одновременно получить более высокий, чем в США или Великобритании, уровень дохода. Смешанные займы и требования банков к клиентам в Германии и Японии могут способствовать увеличению рисков и упрощению информационных потоков. Близкие связи с корпорациями сослужили японским банкам хорошую службу - взаимное участие в акционерных капиталах друг друга способствует снижению затрат капитала японских банков.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Расширение международного коммерческого банковского дела началось в 60-х годах и продолжает неуклонно расти. Каждое десятилетие это расширение проходило по-

разному. Основным событием 60-х годов было возникновение евrorынка и рост зарубежных отделений. Оно усилилось в 70-х годах, так как возникла необходимость рециклирования нефтедолларов и расширения синдицированных еврокредитов. В 80-е годы возникли финансовые инновации, произошла секьюритизация и интернационализация финансовых рынков.

В международном банковском деле используются разные организационные формы, включающие банки-корреспонденты, зарубежные отделения, агентства и другие виды зарубежных подразделений (представительства и дочерние компании).

Национальные банковские системы имеют много различий. Эти различия включают число операций, разрешенных банкам, и политику властей по отношению к проникновению зарубежных банковских институтов на национальные рынки. Правительства могут использовать два подхода: принцип взаимной выгоды или распространение национального режима на зарубежные банки, стремящиеся открыть отделения на территории их государства. При применении принципа распространения национального режима на иностранных инвесторов последние получают те же права, что и внутренние.

Основная организационная форма, которую используют банки США для развития деятельности за рубежом, — это иностранные отделения. Другие используемые организационные формы включают корпорации Эджа, дочерние банки и представительства.

Быстрое расширение операций зарубежных банков в США привело к принятию специального законодательства для регулирования этих операций. Главной целью Закона о международных банковских операциях 1978 г. было уравнивать конкурентные позиции иностранных банков, действующих в США, и внутренних банков. К зарубежным банкам стало применяться национальное законодательство.

Базельское соглашение 1988 г. ввело единые требования к капиталу международных банков. Принятие этого соглашения было вызвано необходимостью снизить риск в деятельности банков, уравнивать конкурентные позиции и не препятствовать банкам владеть активами с низкой степенью риска (государственные ценные бумаги).

Снизилась конкурентоспособность банков США. Эта тенденция проявляется в снижении доли рынка по коммерческому кредитованию и резервным аккредитивам. Эти изменения в рыночной доле коммерческого кредитования в США тесно взаимосвязаны со стоимостью капитала банка. Сравнивая банки шести ведущих стран, мы видим, что доля банков с высокой стоимостью собственного капитала на рынке быстро снижается, так как, имея высокую стоимость капитала, банки должны получать высокую разницу чистой прибыли по услугам, которые они оказывают.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Политика силы: влияние крупных банков Германии (Файнэншл Таймз, 1989, 20 июль, с. 17)

Дойче банк, Дрезднер банк и Коммерц банк владеют огромными долями в собственном капитале многих известных компаний, в особенности тех, которые занимаются строительством и розничными операциями. В соответствии со своим положением самого могущественного финансового института Германии, Дойче банк владеет настоящим сокровищем — 28% акций в самой крупной промышленной группе Германии “Даймлер-Бенц”. По различным политическим и финансовым причинам в последние время по поводу участия в капитале компании возникают ожесточенные споры, касающиеся власти банков.

Некоторые банкиры утверждают, что их отношения с деловым миром сейчас не такие тесные, как в прошлом. Отношения по типу “домашнего банка”, которые были настолько сильны, что могли крепко привязать корпорацию к определенному банку, сильно ослабли, так как компании стали более непостоянными, постоянно меняют формы займов и больше склоняются к использованию ценных бумаг.

Для оценки своего участия в капитале других компаний в соответствии со вторым выпуском Банковских директив Европейского сообщества, который широко одобряется, все банки Европейского сообщества, имеющие доли в капитале других компаний, должны соответствовать двум важным новым критериям:

- 1) ни одна доля в капитале компании не должна превышать 15% акционерных средств банка;
- 2) общая сумма долей участия банка в капитале компаний не должна превышать 60% краткосрочного капитала.

Эти правила затронут прежде всего Дойче банк, владеющий самым лучшим портфелем. В прошлом месяце им было объявлено, что рыночная стоимость его участия в капитале компаний, которое составляет 20% акций и более, равна 9,2 млрд. марок, что равнозначно примерно 40% текущего курса его акций.

Но пока эти новые указания не причиняют банкирам Германии много беспокойства, что нельзя сказать о растущих внутренних спорах о “власти” банков. Крупные банки уже стали предметом критики многих политиков. Некоторые настроены более критически, чем свободная либерально-демократическая партия. В соответствии с требованиями этой партии, доля участия в собственном капитале должна быть ограничена 15%. А социалистическая партия Германии требует введения 5%-ного ограничения.

Социалистическая партия также требует введения ограничений на число постов в наблюдательных советах, которые могут занимать ведущие банкиры. По этим требованиям члены совета управляющих банка не имеют права занимать более пяти постов в наблюдательных советах фирм, входящих в разные материнские компании. Это требование больше всего затронет Дойче банк; 12 членов Совета управляющих этого банка занимают в общем 100 должностей в различных наблюдательных советах. Управление федеративных картелей поддерживает эти требования и также считает, что представители одного банка не должны иметь права занимать посты в наблюдательных советах в компаниях-конкурентах.

По мнению мистера Вольфганга Роллера, исполнительного директора Дрезден банка, занимающего в настоящее время также пост президента Федерации банкиров Германии, только 114 мест из 1446 в наблюдательных советах крупнейших компаний Германии заняты банкирами частного сектора. По словам г. Герраусена, исполнительного директора Дойче банка, только в 86 случаях банкам принадлежит более 10% акций в капитале промышленных компаний.

Банки особо выделяют тот факт, что большая часть их участия в капиталах промышленных компаний является либо исторически сложившейся, либо наследием давних соглашений этих банков по избавлению от долга, когда долг был переведен в собственный капитал.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Объясните, как возникновение международных финансовых проблем вынуждало банки находить и использовать новые виды деятельности.

ТАБЛИЦА А1 УЧАСТИЕ В КАПИТАЛЕ ЗАПАДНОГЕРМАНСКИХ КОМПАНИЙ

Банк	Участие в капитале компании	%	
ДОЙЧЕ БАНК			
прямое участие	Даймлер Бенц	28,24	
	Филипп Хольцман	30,00	
	Карштадт	25,08	
	Клокнер		
	Хумбольдт Дойтц	40,00	
	Судзукер	23,05	
	Фиат	2,50	
	косвенное	Металгезельшафт	10,90
		Хортан	18,75
ДРЕЗДНЕР БАНК			
прямое	Брау унд Бруннен	27,20	
	Хайдельбергер цемент	25,10	
косвенное	Билфингер энд Бергер	25,00	
	Металгезельшафт	23,10	
КОММЕРЦБАНК			
прямое	Карштадт	25,00	
	косвенное	Хайдельбергер	
Друкмашинен		25,00	
Хохтиф		25,00	
Хортен		6,25	
Линатип		25,00	

2. Как различалось развитие и расширение международного банковского дела в течение 60-х, 70-х и 80-х годов? Можно ли сказать, что похожая структура будет преобладающей и в 90-х годах?
3. Какое воздействие оказывают круглосуточные операции на финансовых рынках на международные банки, заемщиков и инвесторов?
4. Что такое частное банковское дело, и почему можно сказать, что оно откроет дорогу международному расширению банков в будущем?
5. За 1956—1986 гг. состав 100 крупнейших банков мира изменился. Почему произошли эти изменения?
6. В чем важность корреспондентских отношений между международными банками?
7. Назовите черты сходства и различия принципа распространения на иностранные банки национального режима и принципа суверенитета как способов содействия и разрешения международной банковской деятельности.
8. Каковы черты сходства и различия универсальной банковской модели и банковской модели США?
9. Назовите преимущества и недостатки следующих организационных форм межгосударственной банковской системы:

представительство	корпорации Эджа	система международных банковских "зон" (подразделений банков) с льготным режимом (IBF)
зарубежное отделение	торговый банк	
консорциальный банк		
10. Покажите важность зарубежных отделений в международном расширении банков США.
11. Какую роль играют зарубежные банки в США? Есть ли различия в стратегиях, используемых зарубежными банками разных стран при расширении своей деятельности в США?

12. Каковы были причины принятия Закона о международных банковских операциях 1978 г.?
13. Почему важна достаточность капитала?
14. Что такое Базельское соглашение? Как применяются положения Базельского соглашения?
15. Международный банк владеет следующими активами: государственные ценные бумаги — 136 млн. долл., кредиты под залог жилища — 540 млн. долл., деловые кредиты — 621 млн. долл. и межбанковские требования — 149 млн. долл. Состав капитала того же банка следующий: обыкновенные акции — 25 млн. долл., нераспределенная прибыль — 17 млн. долл., кумулятивные привилегированные акции 10 млн. долл., общие резервы на случай потерь по кредитам — 12 млн. долл. и субординированный долг — 5 млн. долл.
 - а. Рассчитайте активы банка, взвешенные с учетом риска.*
 - б. Рассчитайте коэффициент соотношения общего капитала банка к общим активам, используя базельский метод весов риска.*
16. Объясните, как каждый из приведенных факторов может повлиять на стоимость капитала банка на острове Гельголанд.
 - а. Изменение уровня личных сбережений.*
 - б. Правительство вводит новую налоговую политику, которая сужает амплитуду деловых циклов.*
 - в. Правительство начинает программу страхования банковских вкладов.*
 - г. Введены новые правила корпоративного управления, по которым банк может вступать в "финансовые группы", где разрешено доленое участие.*
17. На фондовом рынке цена акции европейского банка в 15 раз больше чистой прибыли по ней. Налоговая ставка на доход банка — 35%. Применяются стандартные требования к капиталу первого порядка. Какова стоимость капитала банка?
18. Японский банк ведет переговоры о корпоративном кредите с канадским заемщиком. Стоимость собственного капитала — 9%, требования к капиталу первого порядка, вес риска по Базельскому соглашению — 100%, корпоративная налоговая ставка по доходам банка — 34%. Каково требуемое соотношение рыночной цены акции к чистой прибыли по ней?

Краткая библиография

- Bank for International Settlements. Annual Reports. Basle. Baker, James C. International Bank Regulation. New York: Praeger 1978.
- Baker, James C. and M.G. Bradford. American Banks Abroad: Edge Act Companies and Multinational Banking, New York: Praeger 1974.
- Bardos, Jeffrey. "The Risk-Based Capital Agreement: A Further Step Towards Policy Convergence." Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York, Winter 1987-1988.
- Bellanger, Serge. "Stormy Weather: The FBSEA's Impact on Foreign Banks," The Banker's Magazine, November- December 1992.

- Curtis, Carole and James C. Baker. "The Evolution of the Edge Act: Regulation and Operations of Edge Act Banks," *Journal of World Trade Law*, Vol. 21, December 1987. Comptroller of the Currency. *Foreign Acquisition of U.S. Banks*, Washington, D.C. 1981.
- Cooper, K. and J. Kolari, J. Wagster. "The Stock Market Effects of the Adoption of Risk-Based Capital Requirements on International Banks in Different Countries," Paper presented at Financial Management Association conference, October 1989, Boston.
- Dale, Richard. *The Regulation of International Banking*. New York: Prentice Hall 1984.
- DeLong, Gayle L. "The Challenge of Operating under a Foreign Regulatory System," *The Banker's Magazine*, November-December 1992. "International Banking Survey," *The Economist*, April 10, 1993.
- Grubel, Herbert G. "A Theory of Multinational Banking," *Banca Nazionale del Lavoro. Quarterly Review*, December 1977.
- Hultman, C.W. and I. Vertinsky. "Choice of Entry Timing and Scale by Foreign Banks in Japan and Korea," *Journal of Banking and Finance*, April 1992.
- Hultman, C.W. and L.R. McGee. "Factors Affecting the Foreign Banking Presence in the U.S.," *Journal of Banking and Finance*, 1989.
- "International Banking Survey," *The Economist*. April 10, 1993.
- Key, Sydney J. "Mutual Recognition: Integration of the Financial Sector in the European Community," *Federal Reserve Bulletin*, September 1989.
- Larnfalussy, A. "Globalization of Financial Markets: Supervisory and Regulatory Issues," *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review*, January 1988.
- Lees, Francis A. *International Banking and Finance*. New York: Macmillan 1974.
- Molyneux, P. and J. Thomson. "Determinants of European Bank Profitability: A Note," *Journal of Banking and Finance*, December 1992.
- Morgan, John. "New Look at Debt Rescheduling Indicators and Model." *Journal of International Business Studies*, Summer 1986.
- Morgan Guaranty Trust Company. *World Financial Markets*, various. Quinn, Brian Scott. *The New Euromarkets*. New York: Halsted-Wiley 1975.
- Rochet. Jean-Charles. "Capital Requirements and the Behavior of Commercial Banks." *European Economic Review*, June 1992.
- Rivera, Luis Eduardo, "The Influence of Multinational Bank Entry on Net Interest Margins - Case Study Spain," Paper presented at meeting of Eastern Economic Association, March 1992, New York.
- Rose, Peter S. *Japanese Banking and Investments in the United States: An Assessment of Their Impact Upon U.S. Markets and Institutions*, New York: Quorum Books, 1991.
- Seth, Rama. "Profitability of Foreign Banks in the United States, Federal Reserve Bank of New York Research Paper, December 1992.
- Sibi. M. "An Application of the Theory of Foreign Direct Investment to Multinational Banking in LDCs," *Journal of International Business Studies*, Fall 1988.
- Tschoegl, Adrian E. *The Regulation of Foreign Banks*. New York: Salomon Brothers Center, New York University, 1981.
- Vander Weyer, Martin. "Hong Kong Officer Corps Builds a Global Empire," *Euromoney*, April 1993. Walmsley, Julian. *The New Financial Instruments*. New York: Wiley 1988.

Финансирование внешней торговли

ВВЕДЕНИЕ

Продолжающийся с 80-х годов рост мировой экономики вывел объем мировой торговли на новый уровень, который в 1988 г. составил 2,8 трлн. долл. В соответствии с данными, приведенными в “Экономическом обзоре” Международного валютного фонда (МВФ) в 1989 г., средний ежегодный темп роста мировой торговли составил 3,75%, а средний ежегодный темп роста мирового экспорта и импорта достиг 4,93%. Рост международной торговли в этот период был связан с увеличением объема торговли между промышленными странами. Доля промышленных центров в объеме торговли возросла с 63 до 70%, в то время как доля развивающихся стран снизилась с 26 до 22%, а доля стран с централизованной плановой экономикой упала с 10 до 8%¹.

Каждое государство заинтересовано в расширении торговли на благоприятных условиях ее финансирования. Во-первых, правительства государств занимаются финансированием внешней торговли, так как повышающийся уровень экспорта и импорта приводит к увеличению количества рабочих мест и дохода. Именно по этой причине многие страны рассматривают внешнюю торговлю как “двигатель экономического роста”. Международная торговля (экспорт и импорт) составляет примерно 46% валового внутреннего продукта (ВВП) Великобритании, 53% Западной Германии, 178% Сингапура, 25% Японии и 15% США. Далее в этой главе мы рассмотрим различные виды политики правительств, которые служат для поддержки и поощрения внешней торговли. Во-вторых, экспортеры частного сектора должны позаботиться о своевременной оплате зарубежными покупателями. Они должны принимать активное участие в контроле за уровнем издержек производства, в управлении риском отгрузки на зарубежные рынки и прибыльностью. В-третьих, в условиях свободной торговли потребители выигрывают, так как имеют более широкий выбор товаров по более низким ценам. Методы финансирования импорта оказывают определенное влияние на выбор импортера, так как он должен решить: что импортировать, из какой страны импортировать и как импортировать, для того чтобы лучше удовлетворить внутренний спрос. В-четвертых, финансирование торговли — это один из важных видов операций в международном банковском деле. Традиционно в междуна-

¹ Организация Объединенных Наций, Мировой экономический обзор, 1989, с. 44.

родном банковском деле основными видами операций являлись финансирование торговли и валютный обмен, но произошедшие в недавнем прошлом изменения в структуре торговли, экономической окружающей среде и в методах финансирования торговли вынудили банкиров начать поиск новых путей и инструментов получения прибыли. Даже центральные банки государств вынуждены учитывать воздействие, которое их денежная политика может оказать на процентные ставки, стоимость национальной валюты и позицию государства в международной торговле.

В этой главе мы проанализируем финансирование зарубежной торговли с практической точки зрения. В первом разделе мы рассмотрим риски, которые присутствуют во внешней торговле и которые связаны с финансированием торговли. Во втором разделе мы изучим традиционные виды финансирования торговли — аккредитивы и современные технологии, применение которых повысило эффективность аккредитивов. В третьем разделе мы выясним, какие еще методы финансирования торговли (начиная от самых простых и заканчивая наиболее сложными), используются в настоящее время экспортерами и импортерами во всем мире. В четвертом разделе показаны различные виды учреждений, частных и государственных, которые осуществляют финансирование внешней торговли и содействие ей и которые являются ключевыми участниками международной торговли. В последнем разделе мы обсудим последние тенденции международной торговли, источники информации по финансированию торговли, а также выбор стратегий и методов финансирования торговли, направленных на сокращение затрат и риска.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Ознакомиться с общими рисками (географическими, валютными, политическими, инфляционными и процентными, рыночными и платежными) во внешней торговле, с которыми сталкиваются все стороны, принимающие участие в торговых операциях.
2. Подробно проанализировать применение аккредитивов как традиционного финансового инструмента внешней торговли, включая современную технологию “электронного аккредитива”.
3. Объяснить другие методы финансирования внешней торговли, такие как открытый счет¹, консигнация², факторинг³, форфейтинг, бартер⁴ и международный лизинг⁵, которые являются гибкими средствами, помогающими импортерам и экспортерам приспосабливаться к меняющимся условиям.
4. Изучить различные важные функции, выполняемые государственными и международными институтами в целях финансирования международной торговли и содействия ей.
5. Собрать и проанализировать информацию, касающуюся внешней торговли, в целях планирования стратегии, направленной на минимизацию затрат и рисков, в процессе финансирования торговли включая выяснение спорных вопросов.

¹ Форма расчетов, при которой покупатель периодически оплачивает задолженность.

² Вид договора, по которому комитент передает комиссионеру товар для продажи со склада комиссионера.

³ Предоплата требований, счетов к получению.

⁴ Встречная (компенсационная торговля).

⁵ Долгосрочная аренда (машин и оборудования).

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

- | | |
|---|---|
| • подтвержденный безотзывный аккредитив | • отзывный аккредитив |
| • встречная торговля | • автоматически возобновляемый аккредитив |
| • корпорации Эджа ¹ | • вексель на предъявителя |
| • факторинг | • резервный аккредитив |
| • форфейтинг | • синдицированная аренда |
| • калькуляция реальной прибыли | • срочная тратта ² — банковский акцепт |
| | • торговый блок |

СОКРАЩЕНИЯ

L/C	— аккредитив	MITI	— Министерство международной торговли и промышленности Японии
D/P	— документы против платежа	IFC	— Международная финансовая корпорация
D/S	— через n дней после предъявления векселя	EXIM	— Экспортно-импортный банк Японии
D/A	— документы против акцепта	GATT	— Генеральное соглашение о тарифах и торговле (ГАТТ)
ICC	— Международная торговая палата	COFACE	— Французская компания страхования внешней торговли
Exim-bank	— Экспортно-импортный банк США (Эксимбанк)	BFCE	— Французский банк внешней торговли
FCIA	— Ассоциация страхования заграничных кредитов	KFW	— Кредитанштальт фюр Видерауфау — кредитное учреждение для восстановления экономики
PEFCO	— Корпорация финансирования частного экспорта	IDA	— Агентство международного развития (США)
CCC	— Товарно-кредитная корпорация (США)	FCS	— Управление внешней торговли (Министерства торговли США)
OPIC	— Корпорация зарубежных частных инвестиций (США)		
ECGD	— Департамент гарантии экспортных кредитов (Великобритания)		
АКА	— Аусфур Кредит		

РИСКИ ВО ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛЕ

Внешняя торговля включает в себя как движение товаров, так и потоки услуг и капитала между торговыми партнерами и финансовыми учреждениями. В силу того что различные государства обладают своими правительственными правилами регулирования, валютами, культурами и языками, при проведении международной торговли возникают определенные проблемы и риски. Как импортеры и экспортеры, так и финансовые учреждения, принимающие участие в финансировании торговли, должны осознавать это и уметь правильно вести дела в таких условиях. Эти риски не яв-

¹ Корпорации, созданные по закону Эджа (о порядке учреждения иностранных филиалов американских банков, 1919 г.).

² Платежи через определенный срок после предъявления.

ляются взаимоисключающими. Например, недостаток средств передачи информации между покупателем и продавцом в различных странах может привести к полному игнорированию внешнего рынка, так как там продавец может сбыть товар по несправедливой цене. Резкое изменение в политических отношениях между двумя государствами может нанести ущерб интересам импортеров и экспортеров. Экспортеры могут столкнуться с ограничениями, связанными с перевозкой товара импортеру в другой стране, даже если до этого участники подписали обязательные контракты. Также импортеры могут испытывать затруднения при осуществлении выплат продавцу в другой стране, если правительство этой страны вводит валютный контроль. Всесторонний анализ рисков должен включать:

- географический риск,
- валютный риск,
- политический риск,
- инфляционный и процентный риск,
- рыночный риск,
- платежный риск.

Географический риск

Общая проблема, с которой приходится сталкиваться компаниям, занимающимся внешней торговлей, — это географический риск, или риск расстояний. Этот риск возникает при осуществлении перевозки товаров по морю, по суше или по воздуху. Перевозка по морю требует длительного времени и связана с рисками порчи, пожара, столкновения и задержки по причине погодных условий. Перевозка по суше, хотя и является более удобной, но все же включает риск, связанный с различными системами перевозки и таможенными правилами регулирования (например, Австрия и Венгрия). Воздушные перевозки более скоростные, но и более дорогостоящие. Современные методы перевозки, такие как использование контейнеров, воздушный фрахт и железнодорожные грузы, снижают затраты по перевозке, но также связаны с остаточными рисками. К счастью, есть возможность застраховать многие риски, такие как пожары, штормы, порчи, повреждения от воды, а также забастовки рабочих. В дополнение к проблемам перевозки может представлять определенную сложность и недостаток средств связи между покупателем и продавцом в разных странах. Недостаточная информированность импортера или экспортера может привести к возникновению непонимания. Именно по всем этим причинам компании, занимающиеся внешней торговлей, и финансовые учреждения должны учитывать различные виды рисков, связанных с географическим положением.

Валютный риск

Система фиксированного валютного курса предполагает валютный риск меньшей степени, чем система плавающих ставок. Тем не менее даже фиксированные валютные ставки могут меняться, если состояние платежного баланса требует определенных изменений. Со времени введения в 1973 г. системы плавающего валютного курса стоимость валют устанавливалась в соответствии с предложением и спросом. В основном спрос и предложение валюты зависят от потоков экспорта и импорта страны, а также от объема притока капитала в страну и оттока из нее. И импортер, и экспортер сталкиваются с валютным риском. Колебания стоимости валют отражаются на затратах и прибыли проводимых операций. Цены на ввозимое сырье могут меняться, если повышается или понижается стоимость валюты страны-экспортера по сравне-

нию с валютой страны-импортера. Изменения в ценах на сырье оказывают воздействие также на цену продажи и прибыль, получаемую экспортером, и на прибыль, которую может получить импортер от проводимой операции с товаром.

Международные торговые компании в целях минимизации неблагоприятного воздействия валютных колебаний могут либо застраховать валютный риск, приобретая форвардные контракты, либо использовать другие страховые инструменты, о которых говорилось в главе 5.

Во избежание валютного риска многие импортеры и экспортеры предпочитают выписывать счета по проводимым операциям в валюте, обладающей устойчивой стоимостью, даже если эта валюта не обращается на территории их страны. До второй мировой войны торговые компании оказывали предпочтение британскому фунту стерлингов по причине устойчивости этой валюты. Доллар США получил признание в финансировании внешней торговли уже после войны. Японские иены и немецкие марки также используются в международной торговле по причине относительной стабильности их стоимости.

Политический риск

Политический риск в зарубежной торговле может принимать различные формы. В серьезных случаях, таких как война между государствами, торговля между государствами, находящимися в состоянии войны, становится невозможной. Революция может привести к временной приостановке операций, связанных с торговыми отношениями с другими странами. Национализация банков правительством может передать функции финансирования торговли от частных коммерческих банков к правительственным ведомствам. Введение правительством Великобритании валютного контроля и контроля за капиталом в 1957 г. стало классическим примером того, как спрос на финансирование торговли переместился от фунтов стерлингов к долларам США практически за одни сутки.

Но даже при обычных обстоятельствах торговые компании сталкиваются с политическим риском, если государство изменяет свою торговую политику, касающуюся тарифов и квот, ограничивает импорт и экспорт, вводит специальные налоги. Во внешней торговле можно назвать несколько подобных случаев. В 30-е годы большинство промышленных государств приняло ряд мер по защите торговли, включая введение торговых ограничений и валютного контроля. Сокращение объема международной торговли в 30-е годы препятствовало развитию не только внешнеторговых фирм, но и мировой экономики в целом. В 70-е годы страны ОПЕК (Организация стран-экспортеров нефти) установили картельную цену на нефть, что оказало серьезное воздействие на структуру мировой торговли.

Инфляционный и процентный риск

Инфляция может оказать как благоприятный, так и неблагоприятный эффект на прибыльность внешнеторговых фирм. Если в стране-экспортере происходят инфляционные процессы, то импортер должен точно установить, как изменение цен импортируемых товаров во внутренней валюте повлияет на реальный маржинальный доход. Если инфляционные процессы происходят в стране-импортере, то импортер должен установить цену импортируемых товаров в соответствии с внутренним индексом цен плюс маржа прибыли. В противном случае импортер может потерпеть убытки. Эта процедура получила название “калькуляции реальной прибыли”. В некоторых случаях импортер, действующий в среде, подверженной инфляции, использует метод “инфляционных ожиданий”, который помогает примерно наметить цену товара. Однако применение такой практи-

ки может воспрепятствовать приобретению товаров потребителями, укрепить, а иногда и усилить инфляционные ожидания и замедлить внешнюю торговлю.

Инфляция также оказывает влияние на процентные ставки, что, в свою очередь, отражается на стоимости финансирования внешней торговли. По данным “Мирового экономического обзора” ООН 1988 г., общий объем мирового экспорта понизился с 1989 млрд. до 1830 млрд. долл. в период с 1980 г. по 1982 г., который характеризовался высокими темпами инфляции и высокими процентными ставками.

Рыночный риск

Из всех рисков, рассмотренных нами в этой главе, рыночный риск может оказать самое непосредственное и немедленное воздействие на экспортеров и импортеров. Рыночный риск в основном связан с проблемами, относящимися к товарам, ценам, конкуренции и предельной покупательской способности. Если говорить об экспортере, то может потребоваться серьезный анализ для проведения успешного сбыта товара в зарубежном государстве. Для того чтобы провести тестирование покупаемости нового товара на конкурентном рынке, необходимо достаточно много времени. На экспорт высококачественных продуктов могут оказать самое неблагоприятное воздействие продукты-подделки на международном рынке. Но даже при обычных обстоятельствах экспортер сталкивается с риском того, что импортер может отказаться от продукта не из-за дефектов и брака, а только по причине внезапного изменения потребительского спроса. Это изменение может вынудить импортера продать товар по убыточной цене.

С точки зрения импортера риск существует всегда. Импортеру необходимо выбрать правильный товар в правильный момент и предложить этот продукт по конкурентной цене, для того что удовлетворить потребительский спрос. Но если во время этой операции возникли какие-либо непредвиденные обстоятельства, они могут неблагоприятно отразиться на прибыли, получаемой импортером. Прибывший не вовремя товар, заказанный в другой стране, перевозимый прямо или транзитом, может иметь худшую пригодность для продажи. Особенно уязвимы на рынке импортера сезонные или скоропортящиеся продукты. В числе основных проблем, чаще всего возникающих при операциях импорта, можно назвать худшее качество иностранной продукции, неправильный выбор дизайна, неподходящий размер товаров и многие другие.

Платежный риск

Экспортеры сталкиваются с платежным риском при самых различных обстоятельствах. Если экспортер осуществляет перевозку груза импортеру на основе консигнации, то он сможет получить оплату только после того, как импортер продаст товар. Конечная сумма будет зависеть от условий на рынке. При использовании аккредитива экспортер может переправить товар и получить доход от дисконтирования векселя своим (экспортера) банком. Если в аккредитиве содержится пункт “право оборота”, то для экспортера все равно возникает риск того, что банк экспортера может не получить оплату от импортера по какой-либо причине (например, финансовые трудности могут помешать импортеру выполнить свои контрактные обязательства). Правительство страны импортера может также стать причиной платежного риска, с которым сталкивается экспортер. Под давлением проблем, связанных с состоянием платежного баланса или валютным курсом, правительство может заблокировать осуществление внешних выплат иностранным компаниям. Также существует вероятность

того, что экспортер не получит оплату за свои товары, если эти товары не отвечают требованиям правительственных служб страны импортера (таких как Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов (США)).

Импортер также сталкивается с платежным риском, хотя и в меньшей степени. Оплата вперед представляет определенный риск для импортера, если экспортер не выполнит условий контракта. При использовании аккредитива банк, осуществляющий финансирование, сталкивается с платежным риском. Банк импортера принимает обязательство выплатить экспортеру причитающуюся сумму при условии, что все представленные им документы соответствуют условиям, оговоренным в аккредитиве. Если импортер отказывается платить, ссылаясь на бракованные товары, то уплачивающий банк не может получить право собственности на эти товары. В целях избежания этого риска многие коммерческие банки создают торговые компании, которые по закону могут получить право собственности на товары.

ТРАДИЦИОННЫЕ МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ: АККРЕДИТИВ

Международные риски практически неизбежны. Международные торговые компании стремятся минимизировать или полностью устранить эти риски. Применяющийся для этой цели многими международными банками практический метод сложился в течение многолетней истории торговых отношений. Он получил название “аккредитив”. Самая главная функция аккредитива состоит в том, что он дает определенную уверенность как экспортеру, так и импортеру, так как он представляет собой беспристрастный механизм, возникший из опыта международного банковского дела и используемый коммерческими банками. Аккредитив заверяет экспортера, что банк оплатит перевезенную продукцию. Он также заверяет импортера в том, что оплата экспортеру не будет произведена до тех пор, пока не будет удостоверено, что вся документация, представленная экспортером, соответствует срокам и условиям аккредитива. Аккредитив, выпускаемый коммерческим банком, который имеет средства банковского обслуживания по всему миру, призван решить финансовые проблемы. В дополнение аккредитив обеспечивает проведение контроля за документами банком, принимающим участие в операциях. Коммерческие банки, осуществляющие выпуск и оплату аккредитива, предоставляют различные услуги за определенное комиссионное вознаграждение.

Процесс финансирования

Основная цель международной торговли состоит в следующем: экспортер должен получить оплату в соответствии с суммой, указанной в счете, а импортер должен получить заказанные товары. Для достижения этой цели, как показано на рис. 10.1, необходимо предпринять несколько шагов.

Шаг 1. Импортер и экспортер должны подписать контракт, в котором оговариваются определенные условия, которые обычно включают вид товаров, требуемое количество и качество, цену каждого вида или типа, метод и время перевозки, способ упаковки, список размеров и спецификаций, а также сертификаты инспекций или анализов. В некоторых отдельных случаях также требуется сертификат, предоставленный страной — первоисточником товара, если сборка или транспортировка товаров осуществляются третьей страной — участницей операции.

Шаг 2. Если, как это чаще всего случается, было выбрано финансирование торговли банком, то импортер должен обратиться к выбранному коммерческому банку (банку, вы-

дающему аккредитив¹⁾ для открытия аккредитива. После осуществления проверки заявления и кредитного положения импортера коммерческий банк открывает аккредитив и направляет его экспортеру (бенефициару²⁾) через извещающий банк³, который расположен в другой стране и является чаще всего банком-корреспондентом или отделением открывающего аккредитив банка на территории этой страны.

Шаг 3. После получения аккредитива от извещающего банка (банка экспортера) экспортер может быть уверен в том, что все платежи будут осуществляться в соответствии с аккредитивом, основанным на подписанном с импортером контракте. Экспортер должен будет осуществить перевозку товара и предъявить извещающему банку все требуемые документы по условиям аккредитива. Если был открыт подтвержденный и безотзывный аккредитив, то экспортер может либо получить доход, либо осуществить дисконтирование срочной тратты (срочного переводного векселя) через извещающий банк за соответствующее вознаграждение. В этом случае извещающий банк направляет все документы в открывающий банк для проверки их соответствия условиям аккредитива и для компенсации.

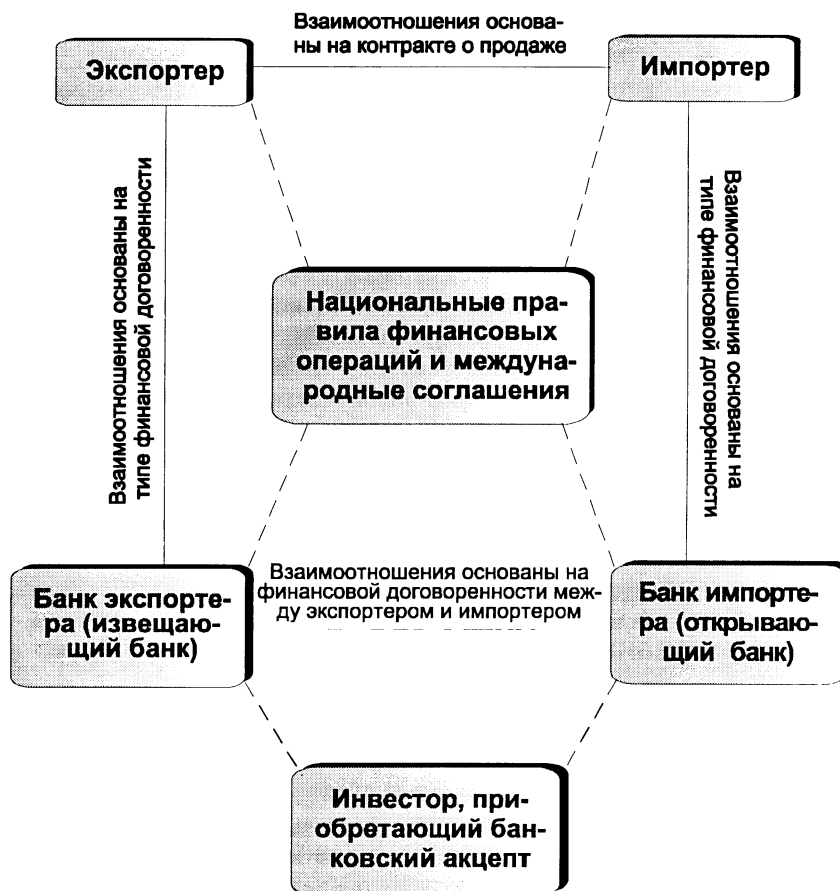


РИС. 10.1. ОБЩАЯ СХЕМА ФИНАНСИРОВАНИЯ МЕЖДУНАРОДНОЙ ТОРГОВЛИ

¹ Открывающему по поручению покупателя аккредитив в другом банке в пользу продавца.

² Здесь: получатель денег по аккредитиву.

³ Банк, извещающий бенефициара об открытии аккредитива.

Шаг 4. Если все документы правильны, то открывающий банк предоставляет кредит извещающему банку. Если используется срочный переводной вексель, то банк импортера принимает этот вексель и дает гарантии оплаты этого векселя в указанный срок. Это называется “банковским акцептом”, который может быть продан инвестору на денежном рынке.

Шаг 5. Банк импортера направляет импортеру все требуемые документы в соответствии с условиями, оговоренными в аккредитиве, и дебетовое авизо (т. е. снимает со счета импортера всю требуемую сумму плюс комиссионное вознаграждение).

Шаг 6. Импортер предоставляет коносамент компании, осуществляющей перевозку, забирает товар и проводит этот товар через все таможенные формальности.

И наконец, необходимо напомнить, что все заинтересованные стороны должны всегда принимать во внимание национальные правила финансовых операций и международные соглашения. Так, импортер должен всегда знать об изменениях в тарифах и квотах, а экспортер должен знать о всех лицензиях, которые могут потребоваться. Банки должны давать своим клиентам рекомендации, касающиеся соответствующих правительственных правил финансовых операций. Даже инвесторы, приобретающие банковские акцепты, должны быть хорошо осведомлены о правилах финансовых операций, регулирующих использование этих инструментов, так, например, срок действия банковского акцепта в США не должен превышать 270 дней.

Виды аккредитива

При осуществлении финансирования экспорта и импорта широко используются несколько видов аккредитива. Их можно описать следующим образом.

Подтвержденный безотзывный аккредитив

Банк импортера открывает аккредитив этого вида, а банк экспортера подтверждает этот аккредитив. Банк импортера принимает на себя безотзывное обязательство оплатить по векселю экспортера, а подтверждающий банк (чаще всего являющийся извещающим банком) добавляет свое обязательство и принимает на себя ответственность за оплату векселя экспортера, если представленные документы отвечают всем оговоренным требованиям. При использовании аккредитива этого вида экспортер получает самую надежную защиту, так как имеет обязательства двух банков осуществить все платежи, даже если по какой-либо причине один из банков не будет в состоянии оплатить вексель.

Неподтвержденный безотзывный аккредитив

Самое главное отличие этого вида аккредитива от только что рассмотренного состоит в следующем: извещающий банк не берет на себя никаких обязательств по оплате такого векселя. Оплата входит в обязанность исключительно открывающего банка (банка импортера).

Отзывный аккредитив

Банк импортера открывает аккредитив этого вида, а банк импортера подтверждает этот аккредитив. Но банк импортера имеет право вносить поправки и даже прекращать действие этого аккредитива в любое время без согласия экспортера (бенефициара). Очевидным является то, что до проведения переговоров по векселю экспортер не получает никакой защиты.

Автоматически возобновляемый аккредитив

Если экспортер и импортер заключают соглашение о перевозке грузов в течение длительного времени, то чаще всего целесообразно открыть один аккредитив для регулирования этих многочисленных перевозок, вместо того чтобы открывать отдельный аккредитив по каждой перевозке. Этот вид кредита очень удобен и экономит средства как импортера, так и экспортера в течение длительного периода.

Передаваемый (переуступаемый) аккредитив

При использовании аккредитива этого вида бенефициар (экспортер) может через извещающий банк дать распоряжение открывающему банку открыть доступ к кредиту одному или нескольким вторичным бенефициарам и разрешить использование любой суммы, не превышающей общую стоимость первоначального кредитного инструмента. Чаще всего этот вид кредита используется, когда экспортер выступает в качестве посредника. В этом случае экспортер может получать прибыль за счет разницы между первоначальной суммой кредита и тем совокупным объемом, который он передает вторичным бенефициарам. В других случаях экспортер может не располагать достаточным количеством товара на складе, для того чтобы удовлетворять кредитные требования, и тогда он должен передать часть заказа другому производителю. В любом случае извещающий банк и открывающий банк будут вынуждены вести переговоры по векселю и документам на основе первоначального аккредитива.

Резервный аккредитив

Чаще всего аккредитив этого вида не затрагивает прямого приобретения товаров и предоставления документов по перевозке. При осуществлении операций международной торговли, особенно в тех случаях, когда они проводятся многонациональными корпорациями, продавец может предпочесть перевезти товар покупателю в другой стране и выписать счет-фактуру на основе открытого счета. Если покупатель будет не в состоянии оплатить товар, то открывающий банк (банк покупателя) будет обязан оплатить товар и расходы продавца. Продавец или экспортер выплачивает банку небольшое комиссионное вознаграждение в обмен на обещание банка осуществить платежи в случае, если покупатель или экспортер будет не в состоянии выполнить свои обязательства, оговоренные в резервном аккредитиве. Этот вид кредитных инструментов также используется в краткосрочном кредитовании. В период неустойчивости экономических условий, например в 80-е годы, многие деловые фирмы выпускали краткосрочные коммерческие векселя и одновременно открывали резервные аккредитивы. При этом они преследовали две цели. Во-первых, они стремились укрепить кредитное положение заемщиков на рынке краткосрочных коммерческих векселей, так как заемщики субсидировались коммерческими банками. Второй причиной выступала более низкая стоимость займов, так как комиссия, выплачиваемая заемщиком банку по резервному аккредитиву, чаще всего ниже процентных выплат по краткосрочным коммерческим векселям, не обеспеченным резервным аккредитивом. Например, заемщик получал возможность выплачивать только 10,5% вместо 12,0%. Это сокращение процентных выплат на 1,5% будет более чем достаточным для возмещения комиссионных выплат банку по резервному аккредитиву. При определенных условиях банкам самим выгодно открывать резервные аккредитивы, так как они увеличивают свой доход и при этом не рассматриваются руководящими денежно-кредитными учреждениями (например, центральными банками) в качестве прямых кредиторов.

Импортный аккредитив

При осуществлении операций внешней торговли самой большой популярностью пользуется безотзывный аккредитив. Аккредитив по импорту показан в примерах 10.1 и 10.2. Основные процедуры, осуществляемые при использовании аккредитива по импорту, можно описать следующим образом.

Заявление на открытие аккредитива

Как показано в примере 10.1, импортирующая компания в Нью-Йорке обращается с просьбой к Ситибанку об открытии аккредитива для экспортной компании, расположенной в Гонконге, на сумму 1 000 000,00 долл. для покрытия перевозки устройств из Гонконга в Нью-Йорк. Вексель будет оплачен по предъявлении в Нью-Йорке. Получив это заявление, открывающий банк должен тщательно изучить его и проверить кредитную линию и кредитный статус компании, подающей заявление. Если заявление отвечает всем требованиям государственного и международного законодательства и является выгодным для обеих сторон, то импортер и открывающий банк подписывают соглашение об открытии аккредитива.

Содержание аккредитива

Как показано в примере 10.2, аккредитив по импорту содержит всю требуемую информацию, включая: названия импортеров (сторон, представляющих отчет) и экспортеров (бенефициаров); место и дату открытия; срок векселя (по предъявлении или срочный¹); название извещающего банка и его адрес; общее описание товара; список документов, который должен быть приложен к векселю; максимальную сумму, которую может получить бенефициар; самую последнюю дату перевозки; истечение срока кредита; вид кредита (отзывный или какой-либо другой); установление размера комиссионных вознаграждений, таких как фрахт судна и страхование, и наконец, заверенную подпись открывающего банка.

Извещающий банк и внесение поправок

В зависимости от запроса открывающего банка извещающий банк может добавить (а может и не добавлять) свое подтверждение к кредиту. После того как извещающий банк передает безотзывный аккредитив бенефициару, обязанностью открывающего банка становится осуществление оплаты при представлении всех требуемых документов в соответствующем порядке.

Достаточно часто случается, что бенефициар обращается с просьбой к покупателю (импортеру) о внесении поправок в аккредитив по различным причинам. Эти причины могут включать меры предосторожности во избежание задержек по причине плохой погоды или забастовок рабочих, задержки при перевозке товаров транспортной фирмой, внезапных изменений в ценах на сырье или топливо, используемые при производстве данного товара, и необходимость корректировки цены конечного продукта. Покупатель утверждает поправки, внесенные в аккредитив, а открывающий банк оповещает бенефициара об этих поправках через извещающий банк.

¹ Платежом через определенный срок после предъявления.

Пример 10.1. ЗАЯВЛЕНИЕ НА ОТКРЫТИЕ АККРЕДИТИВА

ЗАЯВЛЕНИЕ НА ОТКРЫТИЕ АККРЕДИТИВА	
Ситибанк, Северная Америка 111 Уолл Стрит Торгово-финансовая компания Северной Америки	16-й этаж, шт. Нью-Йорк, 10005 Кредитный номер
Издающий банк (название и адрес) Ситибанк, Р. О. Почтовый ящик 18 Гонконг, Гонконг	Компания, подающая заявление (название и адрес) Импортирующая компания США, Лтд. Импортер Стрит, Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк 11111
Бенефициар (название и адрес) Экспортная компания Гонконг, Лтд. Экспортер Роуд Гонконг, Гонконг	Сумма 1 000 000 00 долларов США (в реальной валюте кредита) Дата истечения и место (для перевосов) 18 октября 19__ Гонконг

Если Вы согласны со следующими сроками и условиями, то мы просим ВАС открыть безотзывный аккредитив (далее именуемый "аккредитивом"), который будет доступен при предъявлении векселя бенефициару:

Уплачивается при ☒ предъявлении ☐ _____ дней после предъявления ☐ _____ Дата предъявления ☐ Другое _____

Уплачивается Ситибанком, Северная Америка, Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк, в размере 100 % суммы на счете _____

Уплачивается ☐ _____ в размере _____ % суммы на счете _____
(название и адрес банка, осуществляющего выплаты, если такой имеется)

Прилагаются указанные документы, которые указываются значком "X"

☒ Коммерческий счет (счета) _____ 1 _____ оригинал и _____ 2 _____ копии.

☐ Таможенный счет _____ оригинал и _____ копии.

☐ Страховой полис и/или сертификат (оплаченный компанией, осуществляющей перевозку, если иное не указано ниже).

☐ Страховка должна включать (список покрытий) _____

☒ Транспортные документы: ☒ морские ☐ несколькими способами ☐ воздушные ☐ другие (укажите) _____

Представленные в полном объеме и переданные: ☐ или в распоряжение ☐ импортирующей компании США, Лтд.

Указанный фрахт ☐ получен или ☒ выплачен; о чем извещается импортирующая компания США, Лтд, Импортер Стрит,
Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк, 11111 Последняя дата: 10 октября 19__

Другие документы _____

Касается: товара, описанного в счете (описание)
Устройства.
Условия

☐ ФАС _____ ☐ ФОБ _____ ☐ СФР Нью-Йорк ☐ СИФ _____

☐ СПТ _____ ☐ СИП _____ ☐ Другие _____

Перевозка из _____ Гонконг в _____ Нью-Йорк

Только для документов при транспортировке разными способами:

Место получения/принятия к оплате _____ Место конечного назначения _____

Частичная транспортировка ☐ разрешена ☒ запрещена ☐ перегрузка разрешена ☒ запрещена

Векселя и документы должны быть представлены банку, ведущему переговоры или осуществляющему оплату в течение 15 дней с момента выдачи коносамента или других документов по перевозке, но не позже дня истечения срока кредита.

☒ Все банковские комиссии, помимо комиссии открывающего банка, относятся на счет ☒ бенефициара ☐ компании, подающей заявление

☐ Все комиссии по проведению переговоров относятся на счет ☐ бенефициара ☐ компании, подающей заявление

☐ Комиссии за осуществление операций дисконтирования относятся на счет ☐ бенефициара ☐ компании, подающей заявление

☐ Комиссии по акцептам относятся на счет ☐ бенефициара ☐ компании, подающей заявление

☒ Страховка оплачивается компанией, подающей заявление.

Все дополнения к вышеперечисленным пунктам налагают дополнительные условия и сроки на компанию, подающую заявление, и на Ситибанк и включаются в это приложение и Соглашение в порядке, установленном в этом документе.

Осуществите перевод кредита через Ваш банк-корреспондент, или прямо бенефициару, или _____ извещающему банку _____

_____ посредством ☐ телеграммы SWIFTA ☒ авиопочты ☐ курьерской службой ☐ удостоверениям заранее тограммой Сифра.

Все векселя и документы, необходимые по условиям кредита, должны быть переданы банком, ведущим переговоры или осуществляющим выплаты, Ситибанку, Северная Америка, Нью-Йорк, посредством авиопочты единой паравоской.

Документы по перевозке, необходимые для прохождения через таможенный контроль, должны быть выставлены Вашей компанией, подающей заявление.

Подтверждая открытие кредита, компания, подающая заявление, выражает свое согласие со сроками и условиями Соглашения, как установлено далее в этом документе.


Источник: Ситибанк, Северная Америка, Ситикорп

Прим. ред.

ФАС — франко у борта судна
СПТ — перевозная плата оплачена до
СИФ — стоимость, страхование, фрахт

ФОБ — франко-борт
СФР — стоимость и фрахт
СИП — перевозная плата и страхование оплачены до

Пример 10.2. АККРЕДИТИВ ПО ИМПОРТУ

СИТИБАНК, СЕВЕРНАЯ АМЕРИКА Торгово-финансовая компания Северной Америки Уолл Стрит 111 Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк 10005	
БЕНЕФИЦИАР: Экспортная компания Гонконга, Ltd. Экспортер Роуд Гонконг, Гонконг 16 сентября, 19__ г.	ПОЛУЧАТЕЛЬ: Ситибанк, Северная Америка. Р. О. Почтовый ящик 18 Гонконг, Гонконг
<p>Уважаемые господа!</p> <p>В соответствии с поручением и на основе счета нашего клиента, Компании по импорту США, Лтд., Импортер Стрит, Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк, 11111, мы открыли в нашем банке безотзывный аккредитив № 0000000 в Вашу пользу на сумму, не превышающую в совокупности 1 000 000 00 долларов США (один миллион долларов США), доступ к которому Вы можете получать по предъявлении Вашего векселя, выставленного нам в размере 100% стоимости счета и обозначенного "Выставлен Ситибанку, Северная Америка Аккредитив № 0000000", который должен сопровождаться следующими документами, переговоры по которым будут проведены в Гонконге 16 октября 19__ г. или ранее.</p> <ol style="list-style-type: none">1. Один оригинал и две копии коммерческого счета, подтверждающего, что он оплачивает доставку на условиях СФР Нью-Йорк.2. Весь набор документов коносамента, подтверждающих совершение перевозки на борту океанского судна из Гонконга в Нью-Йорк, подтвержденным приказом и извещением Компании по импорту США, Лтд., Импортер Стрит, Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк, 11111, Указанный фрахт должен быть оплачен и датирован не позднее 10 октября 19__ г. <p>Частичная транспортировка запрещена. Перегрузка запрещена.</p> <p>Страховка оплачена покупателем.</p> <p>Все банковские комиссии, помимо комиссий открывающего банка, относятся на счет бенефициара.</p> <p>Векселя и документы должны быть представлены банку, ведущему переговоры или осуществляющему оплату, в течение 15 дней с момента выдачи коносамента или других документов по перевозке, но до дня истечения срока аккредитива.</p> <p>Таким образом, мы согласовываем с трассантами и/или другими настоящими владельцами, что векселя, предъявленные к оплате и соответствующие установленным срокам и условиям данного аккредитива, будут соответствующим образом оплачены при предъявлении. Сумма каждого предъявленного к оплате векселя должна быть обозначена на обратной стороне данного аккредитива банком, осуществляющим переговоры.</p> <p>Если иное не было оговорено выше, этот кредит подчиняется "Унифицированным правилам документарных аккредитивов" (исправленная редакция 1993 г.), опубликованным Международной торговой палатой под номером 500.</p> <p>Искренне Ваш</p> <p></p> <p>Заверенная подпись</p>	

Источник: Ситибанк, Северная Америка, Ситикорп.

Представление и проверка документов

После осуществления экспортером перевозки товаров он должен представить все требуемые документы вместе с векселем в извещающий банк, который передает все документы и вексель, за исключением подтверждающих кредит, открывающему банку для

осуществления оплаты. Если открывающий банк убеждается, что все требуемые документы представлены правильно, то вся сумма векселя на предъявление (пример 10.3) выплачивается немедленно извещающему банку на счет экспортера. Если же обнаруживаются несоответствия между представленными документами и условиями аккредитива (например, в коносаменте указано, что пять коробок было повреждено), то открывающий банк должен оповестить покупателя, что перед осуществлением выплаты необходимо предпринять определенные действия. В таких случаях покупатель чаще всего связывается с экспортером и договаривается о проведении соответствующих корректировок.

Пример 10.3. ВЕКСЕЛЬ НА ПРЕДЪЯВЛЕНИЕ

Выпуск 160499 (SF 1468 (L) Rev. 10-77)		1-8 210
Гонконг, Гонконг, 1 октября, 19__ г.		
При предъявлении		
ОПЛАТИТЬ ПО РАСПОРЯЖЕНИЮ	Экспортной компании Гонконга, Лтд.	\$ 1 000 000.00
Один миллион и 00/100		ДОЛЛАРОВ
Вся полученная сумма и комиссии относятся на счет Ситибанка, аккредитив № 0000000		
СИТИБАНК, Северная Америка Уолл Стрит 111 Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк 10043		
		<i>Frank</i> Экспортная компания Гонконга, Ltd.

Источник: Ситибанк, Северная Америка, Ситикорп.

Оплата и рефинансирование

Когда, наконец, открывающий банк выплачивает экспортеру всю сумму, оговоренную в кредите, то все расходы относятся на счет импортера. Также импортеру пересылаются все документы, по которым он получает товар от транспортного агентства, как и было указано в коносаменте (пример 10.4). В случае если импортер не располагает достаточной суммой средств на своем депозите в открывающем банке, он может обратиться с просьбой к своему банку о предоставлении ссуды для покрытия всех требуемых выплат, используя только что полученный товар в качестве обеспечения. Импортер будет выплачивать банку полученные средства с процентами по мере продажи товара.

Аккредитив по экспорту

Если мы рассмотрим процесс использования аккредитива по импорту и аккредитива по экспорту, мы обнаружим, что между ними существует определенное различие. После получения заявления импортера коммерческий банк может открыть коммерческий аккредитив в пользу экспортера, расположенного за рубежом. Этот документ получил название "аккредитива по импорту". Открывающий банк несет основную ответственность за осуществление выплат экспортеру в соответствии с условиями кредита. В свою очередь, зарубежный банк открывает аккредитив по экспорту в пользу экспортера, расположенного на территории этой же страны, на счет импортера, расположенного в другой стране

(пример 10.5). В случае использования кредита по экспорту банк экспортера (продавца) осуществляет функции извещения, подтверждения и ведения переговоров по аккредитиву и берет на себя основную ответственность по выплатам экспортеру.

Как аккредитив, так и вексель, используемые при предоставлении кредитов по экспорту и импорту, по существу являются одним и тем же, в зависимости от условий, оговоренных в кредите.

Аккредитив по экспорту


Как показано в примере 10.5, компания по импорту Гонконга, Лтд., Импортер Роуд, Гонконг договаривается о приобретении телевизоров в количестве 10 000 штук у экспортной компании США, Лтд., расположенной в г. Нью-Йорке. В соответствии с условиями контракта и экспортер, и импортер согласились, что перевозка будет финансироваться подтвержденным аккредитивом, выплата по которому будет производиться в течение 90 дней после предъявления и в размере 1 000 000,00 долл. Компания по импорту Гонконга поручает своему банку, Банку Гонконга, открыть безотзывный кредит, который может быть выплачен в Ситибанке, расположенном в Нью-Йорке, кредитом, подтвержденным этим банком. После получения инструкций от Банка Гонконга, расположенного в Гонконге, Ситибанк открывает подтвержденный безотзывный кредит бенефициару, т. е. экспортной компании США, Лтд.

Банковский акцепт и представление документов

Как только Экспортная компания США завершает перевозку товара, она представляет документы и срочный вексель в Ситибанк, расположенный в Северной Америке, в Нью-Йорке для получения акцепта (который не может быть выдан при предъявлении). Если Ситибанк решает, что все представленные документы находятся в требуемом порядке, он акцептует срочный вексель, и уполномоченное должностное лицо банка ставит свою подпись. Срочный вексель становится банковским акцептом (пример 10.6), который учитывается Ситибанком, кредитующим все доходы Экспортной компании США, если эта компания поручает банку проведение этих операций. В этом случае Ситибанк может обратиться в Федеральный резервный банк Нью-Йорка с просьбой о переучете через “учетное окно” по текущим учетным ставкам. При этом банковский акцепт выступает как инструмент денежного рынка, имеющий отношение к денежной политике центрального банка. Если экспортер в США не хочет проводить учет своего векселя, то у него есть возможность удерживать акцептованный вексель, а затем предъявить его по истечении срока в Ситибанк для оплаты по номинальной стоимости. Однако чаще всего экспортер решает получить оплату по векселю по учетной ставке в момент представления документов. В этом случае производится учет векселя.

Как только Ситибанк акцептует срочный вексель, этот вексель становится банковским акцептом, обеспеченным гарантией Ситибанка, что он будет оплачен в соответствии со сроками. В тот же момент Ситибанк передает документы компании по импорту Гонконга, расположенной в Гонконге, через открывающий банк, в данном случае Банк Гонконга. При истечении срока Ситибанк относит номинальную стоимость векселя плюс комиссии на дебетовый счет Банка Гонконга.

Пример 10.4. ОБРАЗЕЦ КОНОСАМЕНТА

КОНОСАМЕНТ						КОНОСАМЕНТ, № НК 1
Грузоотправитель Экспортная компания Гонконга, Лтд. Гонконг, Гонконг						По вопросам доставки груза просим Вас обратиться к:
Грузополучатель (если "по распоряжению", то указать) По распоряжению: Компания по импорту США, Лтд. Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк, 11111						
Извещающая сторона (без предъявления претензий в случае) Компания по импорту США, Лтд., Импортёр Стрит, Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк, 11111						
Место получения Гонконг		Порт погрузки Гонконг				
Океанское судно/рейс № Гонконг Мару/Рейс 9		Порт разгрузки Нью-Йорк		Место доставки		
Все данные записываются грузоотправителем						
Контейнер № Маркировки и номера	Печать №	Количество контейнеров или упаковок	Вид упаковки: описание товара	Вес брутто	Единица измерения	
USIC 1/500		500 контейнеров	Устройство	25 000 фунтов		
* Общее количество контейнеров или других видов упаковки или штук, полученных транспортным агентством (словами)						
Фрахт и издержки	Оплачено вперед 1 000,00 долларов	Получено	Все грузы, указанные выше и полученные транспортным агентством, находятся в хорошем состоянии, если иное не указано. Они должны быть доставлены в надлежащее место, как было оговорено, подписано и разрешено настоящим документом, и должны соответствовать всем срокам и условиям, указанным на лицевой и обратной стороне коносамента, с которыми торговая фирма полностью соглашается при выдаче этого коносамента, не учитывая внутренние льготы и правила. Все спецификации, указанные выше, даны в соответствии с данными грузоотправителя, но данные о весе, единицах измерения, количестве, состоянии, содержании, стоимости не известны транспортному агентству. Для УДОСТОВЕРЕНИЯ этих условий и данных был подписан один (1) оригинал коносамента, если иное не оговорено выше, к которому прилагаются другие (другие) копия (при необходимости) для предоставления другим сторонам. По требованию транспортного агентства один (1) оригинал коносамента должен быть передан в установленном порядке и подписан при доставке товаров или при предъявлении оповещения о доставке.			
			Номер оригинала коносамента			
			Место и дата составления Гонконг, 28 сентября 19__ г.			
Стоимость фрахта была оплачена			Подписано от имени транспортного агентства			
ПОГРУЖЕНА НА БОРТ СУДНА Гонконг Мару/рейс 9 Дата 28 сентября 19__ г.						
ОРИГИНАЛ						

Источник: Ситибанк, Северная Америка, Ситикорп.

Пример 10.5. АККРЕДИТИВ ПО ЭКСПОРТУ

СИТИБАНК, СЕВЕРНАЯ АМЕРИКА

Торгово-финансовая компания Северной Америки
Уолл Стрит 111
Нью-Йорк, Нью-Йорк 10005

16 сентября, 19__ г.

Экспортная компания США, Лтд.
Экспортер Стрит
Нью-Йорк, шт. Нью Йорк 11111

Господа!

По поручению Банка Гонконга, Банк Роуд, Гонконг мы извещаем Вас о том, что указанным банком был открыт безотзывный аккредитив № 000000 в Вашу пользу по счету Компании по импорту Гонконга, Ltd., Импортёр Роуд, Гонконг, Гонконг на сумму, не превышающую в совокупности 1 000 000,00 долларов США (один миллион долларов США), доступ к которому Вы можете получить в течение 90 дней после предъявления Вашего векселя, выставленного нам в размере 100% стоимости счета и обозначенного "Выставлен Банку Гонконга Аккредитив № 0000000", который должен сопровождаться следующими документами:

1. Коммерческий счет в трех экземплярах, подтверждающий, что он покрывает стоимость 10 000 телевизоров
2. Весь набор документов коносамента, подтверждающих совершение перевозки на борту океанского судна из Нью-Йорка в Гонконг подтвержденным приказом и извещением Экспортной компании США и извещением Компании по импорту Гонконга, Лтд., Импортёр Роуд, Гонконг, Гонконг. Указанный фрахт должен быть оплачен и датирован не позднее 30 ноября 19__ г.
3. Список упаковок.

Частичная транспортировка запрещена.

Перегрузка запрещена.

Вышеназванная компания, открывающая этот аккредитив, согласовывает с Вами, что каждый вексель, предъявленный к оплате и соответствующий срокам и условиям данного аккредитива, будет должным образом оплачен при предъявлении документов, оговоренных выше, если все эти документы будут представлены указанным отделениям не позднее 31 декабря 19__ г.

Если иное не было оговорено выше, этот кредит подчиняется "Унифицированным правилам документарных аккредитивов" (исправленная редакция 1993 г.), опубликованным Международной торговой палатой под номером 500.

Мы просим Вас направлять корреспонденцию в наш Отдел по работе с аккредитивами по вышеуказанному адресу. Мы также указываем наш номер для справок: № 999999.

Искренне Ваш



Заверенная подпись

Источник: Ситибанк, Северная Америка, Ситикорп.

Пример 10.6. СРОЧНЫЙ ПЕРЕВОДНОЙ ВЕКСЕЛЬ — БАНКОВСКИЙ АКЦЕПТ

Выпуск 180499 (SF 1468 (L) Re. 10-77)		1-8 210
Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк, 1 октября, 19__ г.		
90	дней после	предъявления
ОПЛАТИТЬ ПО РАСПОРЯЖЕНИЮ	Экспортной компании США	\$ 1 000 000,00
Один миллион и 00/100		ДОЛЛАРОВ
Вся полученная сумма и комиссии относятся на счет и Банка Гонконга, Гонконг, Гонконг, аккредитив № 999999		
СИТИБАНК, СЕВЕРНАЯ АМЕРИКА Уолл Стрит 111 Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк, 10043		АКЦЕПТОВАНО 14 октября Ситибанк, Н.А. Ситибанк, Н.А. Экспортная компания США, Лтд.

Источник: Ситибанк, Северная Америка

Современные технологии и товарные аккредитивы

Многие коммерческие банки провели реорганизацию своей деятельности в целях улучшения конкурентоспособности при проведении операций финансирования внешней торговли. Проведенная реорганизация включала открытие корпораций Эджа, которые получают право осуществления любых операций, связанных с международной банковской деятельностью и инвестициями, включая финансирование внешней торговли. Благодаря использованию современных технологий, таких как компьютеры и телекоммуникации, повысилась эффективность операций, проводимых коммерческими банками при финансировании международной торговли. Так, Ситибанк учредил специальную дочернюю компанию "Ситикорп Трейд Сервис Лтд." (CTSL), расположенную в Гонконге, которая специализируется на работе с аккредитивами. В функции CTSL входит предоставление различных услуг любому из отделений Ситибанка, расположенных по всему миру. Рост торговли в Дальневосточном регионе и увеличение объема торговых операций между данным регионом и другими странами, особенно с США, делает необходимым создание подобных отделений. Клиенты, находящиеся в любой точке земного шара, получают возможность связаться с CTSL и поручить проведение открытия или ассигнования аккредитивов. При этом открытие/ассигнование происходит автоматически — конечно, при обязательном проведении установленных проверочных процедур по контролю — и Ситибанк через специальную сеть извещает бенефициара в указанной стране об открытии аккредитива. При необходимости извещение передается через телекс и другим банкам. Основная цель такого инновационного "электронного аккредитива" заключается в сокращении времени, затрачиваемого на оборот, обеспечении быстрой передачи, понижении стоимости, увеличении контроля, улучшении качества операций, проводимых "подсобными" отделами банка, увеличении объема сообщений, передаваемых в интерактивном режиме. Это средство повышения эффективности и сокращения стоимости обработки заявления на открытие аккредитива. Тем не менее проверка всех требуемых документов и осуществление всех выплат экспортеру все же остается обязанностью банка, открывающего аккредитив.

ДРУГИЕ МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ

Помимо традиционного метода финансирования внешней торговли с помощью аккредитивов, открываемых коммерческими банками, существует много других методов финансирования, широко используемых международными торговыми компаниями. В этом разделе мы рассмотрим эти методы.

Оплата вперед

Оплата, предоставляемая экспортеру вперед, может проводиться как самим импортером, так и банком импортера или банком экспортера. В первом случае импортер производит оплату товара в момент передачи им заказа экспортеру. Этот метод используется только тогда, когда кредитное положение импортера представляется неудовлетворительным или когда экспортер испытывает сложности в получении денежных средств, необходимых для производства заказанных импортером товаров. В этом случае импортер принимает на себя все риски. Во втором случае, что происходит чаще всего по просьбе импортера, банк импортера осуществляет оплату экспортеру через извещающий банк в соответствии с условиями аккредитива. В третьем случае экспортер получает денежные средства от своего банка при предъявлении документов, подтверждающих перевозку товара. Но в любом случае конечные расчеты будут зависеть от проверки всех документов, осуществляемой банком импортера. Это необходимо для подтверждения того, что экспортер выполнил все контрактные обязательства.

Открытый счет

Осуществление продажи по методу открытого счета представляет собой продажу на кредитных условиях, согласованных между экспортером и импортером. Эта форма необыкновенно выгодная для импортера, потому что в этом случае импортер получает возможность не только получить товар, но и осуществить его продажу до предоставления оплаты. Экспортер рискует тем, что импортер может не выполнить своих обязательств. Проведение законных процедур в целях получения своих средств в этом случае может оказаться очень дорогостоящим и тяжелым. Именно по этой причине расчеты по методу открытого счета используются только в тех случаях, когда между продавцом и покупателем установились давние и прочные отношения. Все расчеты по операциям продаж, которые осуществляются многонациональными корпорациями, с одной стороны, и зарубежными отделениями и филиалами, с другой стороны, так же как и торговые операции с покупателями, имеющими высокий кредитный статус, в государствах со стабильной экономикой (универсальный магазин в Германии или розничная сеть продуктовых магазинов в Дании), в основном проводятся по методу открытого счета. При этом методе обе стороны экономят свои средства, так как в противном случае они были бы вынуждены выплачивать комиссионные вознаграждения банкам, открывающим аккредитивы или проводящим проверку документов.

Консигнация

По условиям, оговоренным в соглашении о консигнации, экспортер транспортирует товары импортеру, но при этом все еще сохраняет право собственности на эти товары до тех пор, пока импортер не продаст их и не рассчитается с экспортером (консигнатором). Экспортер проводит финансирование своих собственных товаров и принимает на себя

значительный риск. Это соглашение чаще всего заключается в случае, если экспортер полностью доверяет импортеру или если положение товара на рынке невозможно предугадать (например, в случае с новым товаром). Банки неохотно идут на проведение финансирования консигнации, так как законы других стран значительно затрудняют получение причитающихся средств в случае невыполнения обязательств импортером.

Документарный переводной вексель для инкассирования

По условиям такого соглашения, экспортер после осуществления перевозки товаров импортеру должен представить вексель и документы в свой банк. Банк, в свою очередь, передает эти документы банку импортера для инкассации. Экспортер получает гарантии, что он получит причитающуюся оплату до того, как все документы будут переданы импортеру. А импортер, в свою очередь, получает гарантии того, что все документы будут представлены в надлежащем порядке, удостоверяющем, что все товары были перевезены в оговоренный срок и оговоренным способом. Эта форма платежа широко распространена, так как она не только удовлетворяет все требования и экспортера, и импортера, но и менее дорогостоящая по сравнению с аккредитивом. Коммерческие банки, осуществляющие операции с такими векселями, получают за это комиссионное вознаграждение, хотя сами они не обеспечивают финансирование этих операций.

Документарный переводной вексель для инкассирования может также иметь вид переводного векселя “документы против оплаты” или переводного векселя “документы против акцепта”. При использовании векселя первой формы экспортер сохраняет контроль над товарами до тех пор, пока импортер не произведет всех расчетов. При использовании векселя второй формы документы передаются импортеру только после их акцепта. К импортеру переходит право контроля за товарами, но он не обязан производить все расчеты до истечения срока акцепта.

Факторинг

Хотя факторинг использовался уже в течение многих лет при осуществлении операций финансирования торговли на внутреннем рынке, в последние годы он получил широкое распространение во многих странах как метод финансирования экспортных продаж. Факторинговые компании (многие из которых принадлежат банкам) занимаются скупкой счетов со скидкой у экспортеров. Они могут предоставлять немедленную наличную оплату, составляющую до 85% номинальной стоимости счетов экспортеров. Оставшаяся сумма за вычетом комиссии выплачивается в тот момент, когда импортер производит оплату. Выгода для импортера состоит в том, что он получает возможность не иметь дело с переводным векселем или аккредитивом. Экспортер получает возможность избежать угрозы кредитного и валютного рисков. Он не должен ждать того момента, когда зарубежный клиент (импортер) оплатит товар. Комиссия, которую банки получают за проведение экспортного факторинга, немного выше комиссии по внутреннему факторингу. В целях получения достоверной информации о кредитном состоянии зарубежного клиента факторинговые компании связаны прочными взаимоотношениями с зарубежными компаниями. Факторинговые операции чаще всего осуществляются на основе соглашения без права оборота с экспортером.

Форфейтинг

Этот метод получил свое развитие в 60-е годы, так как был широко задействован в торговых операциях между западными экспортерами (особенно в Западной Германии, Италии и Швейцарии) и странами СЭВ в Восточной Европе. Форфейтинг означает, что приоб-

решение торговых обязательств назначается на какую-либо дату, но без права оборота (регресса) к какому-либо прежнему владельцу. Сам термин происходит от французского "à forfait", что означает потерять или уступить право. При заключении стандартного соглашения о форфейтинге форфейтер предоставляет финансовое обеспечение для покупателей, находящихся за рубежом, и производит немедленный расчет с экспортером без права оборота. Чаще всего импортер должен предоставить простой вексель, подтвержденный (гарантированный) банком по поручению импортера. Экспортер продает этот простой вексель банку (форфейтинговому банку) со скидкой, чаще всего основанной на преобладающей в данный момент процентной ставке. Форфейтер принимает на себя весь политический и коммерческий риск (рис. 10.2 и дополнение 10.1).



РИС. 10.2. ОБЩАЯ СХЕМА ФОРФЕЙТИНГА

Печатается с разрешения профессора Джеймса С. Бейкера, Государственный Университет графства Кент (Великобритания)

Этот метод чаще всего применяется при осуществлении среднесрочного финансирования средств производства. При использовании этого метода существенно возрос объем операций внешней торговли в странах Восточной Европы, а также во многих развивающихся странах Азии и Латинской Америки.

В общем понятие финансирования экспорта с использованием форфейтинговых операций близко по смыслу к понятию финансирования экспорта с использованием

банковского акцепта. Оба эти метода были разработаны для обеспечения выплат экспортеру и источникам финансирования импортера. Но все же между этими методами есть и различия. Во-первых, по условиям соглашения о банковском акцепте, акцептующий банк подтверждает переводной вексель и выплачивает экспортеру наличные средства после осуществления продажи этого векселя на денежном рынке. Банк предоставляет владельцу гарантии оплаты. Обязанностью экспортера остается предъявление иска клиенту в случае невыполнения им обязательств (например, в случае с восточноевропейскими импортерами). Он также несет ответственность за долг лица, приобретающего вексель. В случае с форфейтингом экспортер не несет никакой ответственности по векселю после его продажи.

Во-вторых, банк, функционирующий в условиях свободной рыночной экономики, например в США, имеет право представлять банковский акцепт в центральный банк (например, Федеральный резервный банк) в качестве обеспечения для переучета. В случае с форфейтингом только финансовые учреждения частного сектора имеют право принимать участие в процессе финансирования операций экспорта и импорта, и в этом случае никто не может выступать в качестве последнего кредитора в критической ситуации.

В-третьих, форфейтинговые компании должны обращать пристальное внимание на повышение процентных ставок, так как их прибыль зависит от инвестиционных портфелей, которые состоят в основном из форфейтинговых векселей с фиксированными процентами и переводных векселей. Повышение процентных ставок может привести к понижению прибыли форфейтинговых компаний.

Вследствие происходящих изменений в странах Восточной Европы, осуществляющих переход от централизованной плановой экономики к рыночной, операции торгового финансирования с использованием форфейтинга в 90-х годах также будут подвержены изменениям.

Дополнение 10.1 МЕТОДЫ ФОРФЕЙТИНГА, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫМ БАНКОМ ВЕНГРИИ

Международный банк Венгрии стал участником форфейтингового рынка в Лондоне в 1974 году. В последние месяцы этот банк присоединил свои услуги по осуществлению форфейтинговых операций к более крупному пакету финансирования торговли, разработанному с целью предоставления экспортерам более всеобъемлющего пакета услуг.

В качестве нововведения Международный банк Венгрии предлагает своим клиентам пакет, который включает в себя не только традиционный форфейтинг торговых бумаг с фиксированной ставкой, но и осуществление финансирования до перевозки для обеспечения производства товара. При осуществлении такого финансирования банк предоставляет экспортеру на производственный период средства, обеспеченные предоставлением экспортеру безотзывного аккредитива, открытого импортером в этом банке.

В некотором смысле этот процесс подразумевает то, что форфейтинговая операция будет произведена в будущем в соответствии с условиями предоставления денежных средств, а не в тот момент, когда в обычных условиях осуществляются расчеты на поэтапной основе после доставки товаров. Помимо преимуществ, связанных с предоставлением наличных средств, экспортеру при заключении соглашения с использованием оплаты до перевозки и после перевозки, этот пакет дает возможность экспортеру предложить своему клиенту условия 100%-ного финансирования на начальном этапе по сравнению с депозитом и последующими поэтапными выплатами, которые конкуренты требуют от того же потенциального клиента.

Также в качестве нововведения в настоящее время Международный банк Венгрии предлагает своим клиентам предоставление валютного обеспечения для получения доступа к самым низким процентным ставкам. Это становится возможным при предоставлении гарантий по валютным ставкам о конвертации полученных средств в выбранную экспортером валюту. Теперь банк предлагает экспортерам фиксированную ставку, предоставление средств без права оборота по самой выгодной ставке с гарантиями по валютным ставкам.

Источник: Файнэншл Таймз, июнь 1, 1989, Экспортные финансы 6 и 7.

Встречная торговля

Понятие встречной торговли возникло из древней практики бартерной торговли. Оно развивалось и стало достаточно сложной отраслью. Встречная торговля может принимать различные формы, но чаще всего используются такие ее виды, как бартерная торговля, контрпокупка, соглашение об обратной покупке и торговля “свитч”. Одним из примеров бартерной торговли может служить то, как в 1984 г. Саудовская Аравия оплатила свою покупку 10 реактивных двигателей для “Боингов” нефтью в количестве, равнозначном 1 млрд. долл. В настоящее время контрпокупка представляет собой наиболее широко используемый вид встречной торговли. Ее популярность объясняется тем, что этот метод содействует продаже развитыми странами своих дорогостоящих товаров или средств производства. Развивающиеся страны, стремящиеся к сохранению валюты и развитию промышленной инфраструктуры, полностью принимают контрпокупку как метод финансирования торговли.

В качестве примера можно привести соглашение, заключенное в 1989 г. Тунисом и группой производителей автомобилей. В этой сделке принимали участие поставщики машин, включая “Пежо” и “Фольксваген”, которые согласились приобрести электронные и механические компоненты, изготовленные в Тунисе. Тунис не только сэкономил валютные средства, но и получил выгодные обязательства от поставщиков машин о покупке ими технических продуктов. Можно надеяться, что это соглашение окажет длительный благоприятный эффект на промышленность Туниса.

Классическим примером соглашения об обратной покупке может служить сделка, заключенная между компаниями Западной Европы и России в начале 80-х годов. По условиям этого соглашения, западноевропейские компании поставляли Советской России заводы, оборудование, технологии и предоставляли техническую помощь в связи со строительством газопровода. Россия, в свою очередь, после завершения проекта должна была предоставлять газ этим странам по оговоренным ценам.

Практика торговли “свитч” предусматривает перевод излишка, образовавшегося у двух сторон, третьей стороне. Например, Колумбия закупила нефть у Ливии и оплатила ее долларами. В свою очередь Колумбия может использовать свое активное сальдо торгового баланса в операциях с Венгрией, которая желает приобрести колумбийский кофе, и таким образом предоставить необходимые средства в долларах для расчетов с Ливией. Некоторые специалисты в области встречной торговли, находящиеся в Лондоне и Вене, помогают импортерам и экспортерам в разных странах в организации этого вида торговых операций.

Встречная торговля обычно используется европейскими, азиатскими и латиноамериканскими фирмами, но это стало причиной возникновения некоторых вопросов, связанных с международным регулированием и обязательствами. Генеральное соглашение о тарифах и торговле (ГАТТ) полностью отвергло этот вид операций на основании того, что встречная торговля используется для того, чтобы обойти постановления Генерального соглашения, особенно те из них, которые связаны с практикой торговли на недискриминационной основе, а также связанные с тарифами и квотами. Международный валютный фонд также выразил свое неодобрение практики использования встречной торговли, так как этот метод (например, бартерная торговля) может помочь некоторым странам-дебиторам избежать валютных расчетов с МВФ по условиям первоначальных кредитных обязательств.

Международный лизинг

Международный лизинг считается важной частью операций, осуществляемых развивающимися странами, так как он может способствовать сокращению оттока валютных средств, расходуемых на импорт дорогостоящих средств производства, уменьшению дефицита платежного баланса и введению новых методов и технологий в на-

циональную экономику. Капитальное оборудование, включая авиалайнеры, корабли, автобусы и грузовики, может быть получено в аренду от зарубежных лизинговых фирм. При этом становятся ненужными расходы по финансированию торговли и немедленный расход валютных средств. Многие международные банки и зарубежные дочерние компании государственных лизинговых предприятий помогают импортирующим странам в организации более сложных форм лизинга. К таким формам можно отнести операционный, финансовый и кредитный лизинг (аренду). Каждая из этих форм широко используется при проведении операций на внутреннем рынке. Арендодатель (например, банк), пользуется налоговыми льготами на территории своей страны (США, Великобритания и Япония). Таким образом правительства этих стран поощряют экспортные операции. Например, АйБиЭм — IBM (International Business Machines) сдает в аренду компьютеры фирмам, расположенным на территории других стран (межгосударственный операционный лизинг); Дженерал Электрик — GE (General Electric) предоставляет в аренду странам Азии оборудование (финансовый лизинг); австралийская авиалиния Квонтас получила в свое распоряжение самолет, что стало результатом совместных финансовых усилий японских банков, банков Великобритании и австралийских компаний (синдицированный или кредитный лизинг).

ИНСТИТУТЫ, СОДЕЙСТВУЮЩИЕ ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛЕ И ОСУЩЕСТВЛЯЮЩИЕ ЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

В общем институты, содействующие внешней торговле и осуществляющие ее финансирование, могут быть разделены на четыре группы: частные организации, государственные органы США, государственные органы зарубежных стран и международные организации.

Частные организации

Деловые корпорации¹, торговые ассоциации и другие заинтересованные стороны

Деловые корпорации проводят рекламу своей продукции во внутренних и международных журналах и периодических изданиях. Они предоставляют своим клиентам информацию о том, как можно заказать и осуществить финансирование их продукции по экспортным каналам. Также эти корпорации напрямую участвуют в сделках по внешней торговле. Торговые корпорации чаще всего обладают своими собственными предприятиями, содействующими международной торговле и ее финансированию.

Коммерческие банки

Коммерческие банки представляют собой главную основу финансирования внешней торговли. Фактически коммерческие банки осуществляют все виды финансирования, начиная от аккредитивов и заканчивая встречной торговлей. Крупные международные банки, такие как Ситикорп, Барклайз Банк, Митсубиси Банк и Дойче Банк имеют в своем распоряжении всеохватывающую сеть по всему миру и стратегии для осуществления операций международной торговли. Современные технологии, включая телекоммуникации и компьютеры, помогают этим банкам управлять все увеличивающимся объемом и справляться со сложными проблемами, возникающими при проведении финансирования торговли. Эти банки располагают квалифицированными специалистами, помогающими фирмам ориентироваться в растущем конкурентном и прибыльном

¹ Корпорации, занятые в производстве или торговле (в отличие от финансовых).

мире финансирования торговли. Для того чтобы ориентироваться в быстро изменяющейся окружающей среде (например, расширение торговли с бывшими коммунистическими странами, новыми индустриальными странами и образование в 1992 г. унифицированного европейского рынка), многие крупные коммерческие банки основали специальные объединения для обслуживания потребностей, возникающих при проведении внешней торговли, такие как группы по торговым услугам и торговые компании, которые имеют право приобретать в собственность товары. Коммерческие банки в США совместно сформировали национальную ассоциацию по содействию зарубежной торговле. Это Банковская ассоциация по внешней торговле в США, которая проводит ежегодные конференции, в ходе которых проходит обсуждение торговых вопросов. Принять участие в этих конференциях приглашаются заинтересованные лица, принимающие участие в бизнесе, и члены академических и правительственных организаций.

Международная торговая палата

Эта организация была основана в 1919 г. Ее главными функциями было обеспечение большей свободы мировой торговли, согласование и разработка практики деловых и торговых отношений и представление делового сообщества на международном уровне. Более 75 государств стали членами этой организации, располагающей сетью международных отделений в главных городах мира, таких как Нью-Йорк, Токио и Вена. Головное отделение находится в Париже. Главной задачей работы МТП можно считать разработку правил управления международными торговыми кредитами. Разработанные МТП “Унифицированные правила документарных аккредитивов” стали своеобразной библией коммерческих банков, принимающих участие в финансировании внешней торговли. В них отражены правила открытия аккредитивов, проверки документов, обсуждения векселей и получение оплаты от зарубежных клиентов. МТП также проводит семинары по темам, касающимся международной торговли, и управляет арбитражным судом.

Государственные органы США

Экспортно-импортный банк США

Экспортно-импортный банк (Эксимбанк, Eximbank) представляет собой корпорацию, находящуюся в полном владении правительства США. Она была создана по директиве президента в 1934 году. Банк был сформирован в установленном законом порядке одновременно с вступлением в силу закона об экспортно-импортном банке, и его устав периодически обновляется.

Банк выполняет три важные функции: 1) предоставляет прямые кредиты экспортерам и импортерам; 2) оказывает содействие коммерческим банкам и другим финансовым учреждениям, которые обеспечивают экспортные продажи; 3) проводит страхование экспортных кредитов и предоставляет гарантии.

Обеспечение Эксимбанком краткосрочных (до 180 дней) экспортных продаж опирается исключительно на программу страхования экспорта, которая осуществляется совместно в Ассоциацией страхования заграничных кредитов (FCIA), в которой принимает участие более 50 ведущих страховых компаний США. Эта ассоциация была основана в 1961 г. и проводит краткосрочную и среднесрочную политику по покрытию коммерческих и политических рисков. Страхование предоставляется в размере 90% или 100% общей суммы кредита экспортера или импортера.

Корпорация финансирования частного экспорта (PEFCO) по многим из своих прямых кредитных операций тесно связана с Эксимбанком. Эта корпорация была основана в 1971 г. по инициативе Банковской ассоциации по внешней торговле и является част-

ной компанией, находящейся во владении коммерческих банков США и некоторых промышленных корпораций. Она предоставляет среднесрочные и долгосрочные кредиты для финансирования приобретения зарубежными покупателями товаров и услуг, произведенных или предоставляемых США, таких как энергетические заводы, промышленные сооружения и железнодорожное оборудование. Все без исключения кредиты этой ассоциации гарантированы Эксимбанком как по основной сумме, так и по процентам.

Товарно-кредитная корпорация

Товарно-кредитная корпорация (ССС) управляется Министерством сельского хозяйства США. Она осуществляет четыре программы по зарубежной торговле:

- 1) долларовое финансирование, в основном до 12 месяцев, но иногда до 36 месяцев;
- 2) продажа излишков сельскохозяйственных товаров, расчеты по которой могут производиться зарубежными импортерами в валюте своей страны;
- 3) продажи излишков товаров могут проходить на долгосрочной контрактной основе;
- 4) могут использоваться бартерные операции.

Товары, подлежащие финансированию по этим программам, должны быть получены из частных запасов излишков сельскохозяйственных товаров и соответствовать списку товаров, ежемесячно объявляемого корпорацией. Все продажи по этим программам проводятся через частных экспортеров США.

Корпорация заграничных частных инвестиций (OPIC)

Эта корпорация была основана в 1971 году и находится в полном владении Министерства финансов США. Она имеет целью содействие американским частным паевым вложениям в акции и кредитным инвестициям в дружественные развивающиеся страны. Программы этой корпорации также призваны содействовать мировой торговле, так как частные зарубежные инвестиции США включают экспорт средств производства США, особенно в случаях проектного финансирования в этих странах. Корпорация осуществляет программы гарантирования инвестиций, покрывающие неконвертируемость валюты, экспроприацию собственности и другие политические риски, такие как война и революция. По таким страховым покрытиям эта корпорация взимает сравнительно небольшие комиссии.

Государственные органы зарубежных стран

За последние 70 лет многие страны основали правительственные службы по стимулированию и содействию международной торговле. Основная функция этих служб заключается в содействии экспорту, так как экспорт представляет собой средство повышения внутренней занятости населения и получения валютных доходов. В этом разделе мы рассмотрим некоторые из самых известных государственных служб.

Великобритания

Сформированный в 1919 г. в Великобритании Департамент гарантии экспортных кредитов (ECGD) предлагает разнообразные услуги по финансированию торговли и кредитному страхованию любой государственной организации по экспортным кредитам, включая кредитную поддержку коммерческих банков. Сроки кредитов могут достигать 12 лет. Департамент предлагает экспортерам и кредитным банкам страховое покрытие до 95% как политического, так и коммерческого риска, включая страхование от валютного риска.

Франция

В 1946 г. во Франции была учреждена Французская компания страхования внешней торговли (COFACE), которая осуществляет кредитное страхование экспортеров до 90% коммерческих и политических рисков. Она также предоставляет страхование от валютных рисков и рисков, связанных с инфляцией. Другое правительственное учреждение, Французский банк внешней торговли (BFCE), играет центральную роль в мобилизации средств, необходимых для финансирования торговли. Он предоставляет экспортные кредиты и рефинансирование на срок до 10 лет. Он осуществляет учет переводных векселей для переучета в банке Франции.

Федеративная Республика Германии

В 1952 г. в Германии был сформирован Аусфуркредит (АКА), который представляет собой консорциум германских коммерческих банков. АКА осуществляет операции среднесрочного и долгосрочного экспортного финансирования. АКА обладает особыми преимуществами при переучете, предоставленными Бундесбанком. Другое правительственное учреждение, Кредитанштальт фюр Видерраубау (KFW), предоставляет денежные средства по низким ставкам для финансирования экспорта в развивающиеся страны. В 1962 г. правительство Западной Германии поручило двум частным концернам, Гермес и Трауарбейт, осуществлять страхование экспортных кредитов. Гермес также осуществляет финансирование экспортеров в течение производственного периода и страхование по валютным рискам.

Япония

Экспортно-импортный банк Японии (EXIM), созданный по образцу своего тезки в США, был основан в 1952 г. Он представляет собой главный орган финансирования японского экспорта. Его главная задача — это содействие японскому экспорту, которое осуществляется через дополнение и поощрение финансирования коммерческих банков. В течение последних нескольких лет Эксим также проводил финансирование импорта, что явилось реакцией на значительное активное сальдо платежного баланса и необходимость развития внутренней экономики. В целях обеспечения экспортного страхового покрытия коммерческих и политических рисков Отделение по страхованию экспорта Министерства международной торговли и промышленности проводит финансирование по низкой стоимости и предоставляет гарантии и страхование против валютных рисков.

Кроме главных торговых стран, многие другие развитые страны, такие как Италия, Голландия и новые индустриальные страны (Южная Корея и Тайвань) сформировали государственные службы по финансированию и страхованию экспорта. Также многие развивающиеся и коммунистические страны учредили экспортные органы или государственные торговые компании в целях укрепления своих позиций в системе международного финансирования торговли.

Мировые организации

Мировые организации, косвенно содействующие финансированию международной торговли, включают Международный валютный фонд (МВФ) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР). МВФ был основан в 1944 г. Главной его задачей стала работа по достижению стабилизации ставок валют стран-участниц. Также МВФ предоставляет кредиты странам-участницам в случае, если они находятся в условиях “временного неравновесия платежей”. Без сомнения, эти организации способствуют улучшению кредитного положения своих членов. Также они способствуют финансированию торговли заинтересованных стран. МБРР был сформирован в 1945 г., и его главной

функцией стало финансирование потребностей, возникающих в связи с экономическим ростом развивающихся стран-участниц. Он обеспечивает экспортное финансирование в тех случаях, когда товары импортируются в соответствии с проектами развития инфраструктуры. МБРР также предоставляет кредиты совместно с государственными правительственными кредитными органами и коммерческими банками, участвуя в стимулировании импорта оборудования, необходимого для осуществления разработанных проектов, таких как программы создания энергетических предприятий.

Две другие организации, принадлежащие к группе МБРР, играют дополняющую роль в финансировании экономического роста развивающихся стран. Одно из них, Агентство международного развития, предоставляет краткосрочные кредиты по низким процентам самым бедным государствам. Это агентство принимает участие в проектах совместного финансирования, проводимых правительственными органами по экспортному кредиту и частными финансовыми учреждениями, сходными по функциям с МБРР. Экспортные операции, относящиеся к этим проектам, получают торговое финансирование. Другая организация, Международная финансовая корпорация, осуществляет прямые инвестиции и предоставляет кредиты “производственным частным предприятиям” в развивающихся странах. Эти частные предприятия могут использовать предоставляемое корпорацией финансирование для создания смешанных предприятий (с участием иностранного и местного капитала) и разведки (с попутной добычей) природных ресурсов, что стимулируют международную торговлю.

МИНИМИЗАЦИЯ РИСКОВ И ЗАТРАТ В ФИНАНСИРОВАНИИ ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ

Как и любой другой вид бизнеса, международная торговля имеет свои способы измерения риска. В некотором отношении она может быть более рискованной, чем внутренний бизнес. Прибыльность международной торговли зависит от производимых затрат. Эти затраты трудно предусмотреть, что объясняется тем фактом, что каждая операция подразумевает различные риски и методы финансирования. Однако международные торговые компании ищут пути сокращения риска и затрат как в ближайшем будущем, так и в более отдаленном. Для достижения этих целей импортерам и экспортерам необходимо предпринять следующие шаги.

Анализ текущих и будущих тенденций в международной торговле

Анализ текущих тенденций в международной торговле помогает торговым компаниям лучше понять ее структуру и тенденции. Торговые компании должны суметь предугадать, на какие продукты будет повышенный спрос у различных государств, и как лучше осуществлять финансирование этих продуктов. Например, в период 70-х годов ключевым товаром в международной торговле была нефть. Перераспределение нефтедолларов через крупные коммерческие банки стало своеобразным феноменом, который оказывал значительное влияние на финансирование торговли. В 80-е годы ситуация изменилась. Экономический спад в промышленных государствах в 1980-1982 гг. стал причиной сокращения спроса на нефть. В тот же самый период многие развивающиеся страны, которые брали большие кредиты в 70-е годы, испытывали серьезные затруднения при обслуживании долгов по этим кредитам, предоставленным коммерческими банками.

В период с 1983 г. по 1990 г. в структуре торговли и финансов произошли некоторые изменения. В то время как США столкнулись со значительным дефицитом торгового баланса, другие страны, такие как Япония, Западная Германия и Южная Корея, заняли позицию стран, располагающих активным сальдо торгового баланса. Экономическое процветание США в течение почти всего десятилетия 80-х годов

привело не только к увеличению импорта, но также дало стимул мировой торговле. В течение этого периода Япония и Западная Германия стали ключевыми поставщиками денежных средств для операций финансирования международной торговли.

Основной целью текущего анализа является поиск возможностей получения прибыли в международной торговле. Другая цель — избежать любых возможных ловушек в финансировании торговли. Для того чтобы помочь международным торговым компаниям понять текущие тенденции в торговле, публикуется множество различных материалов. Статистические данные, публикуемые зарубежными торговыми журналами, Министерством торговли США и ООН (“Ежемесячный статистический бюллетень ООН”), а также Организацией экономического сотрудничества и развития (“Ежемесячная статистика ОЭСР”), представляют тенденции в международной торговле, конкретизированные по странам, товарам, региональной торговле, объему, ценам и условиям торговли. Детали, касающиеся политики различных правительств по тарифам и финансированию торговли, также могут быть получены из различных торговых изданий.

Предугадать тенденции во внешней торговле очень трудно по причине ее большой сложности. Тем не менее существует множество источников информации, которые могут дать определенные ключи к пониманию развития международной торговли. Так, например, либеральные политические и экономические изменения в коммунистических странах в конце 80-х годов явились стимулом развития торговли между Востоком и Западом в 90-х годах. Планируемое появление в 1992 г. унифицированного европейского рынка побудило множество многонациональных фирм и международных торговых компаний к планированию своих стратегий с учетом новых инициатив, направленных на усиление европейской экономической интеграции. Проблемы, связанные с обслуживанием огромного долга, с которыми столкнулись многие развивающиеся страны, будут продолжать снижать их способность проводить операции импорта в ближайшем будущем. Но появились новые возможности расширения торговли на территории новых индустриальных государств. Экономика многих таких государств, например Южной Кореи и Тайваня, ориентирована на торговлю. Глобализация международных финансовых рынков в 80-е годы будет способствовать мобилизации международного капитала. Благодаря этой тенденции будут созданы благоприятные условия для финансирования торговли в 90-х годах. Именно поэтому в этот период станут необходимыми публикации как ГАТТ, МВФ, ООН, ОЭСР и региональных банков развития, так и торговых, банковских и других специализированных изданий. С помощью этих изданий торговые компании и все заинтересованные лица смогут получать ценную информацию о будущих тенденциях в международной торговле и финансировании торговли.

Анализ доступной информации по экспорту и импорту товаров

Хотя анализ текущих и будущих тенденций в международной торговле очень полезен для международных торговых компаний при определении их текущей и будущей стратегии, экспортеры и импортеры могут иметь свои собственные специфические потребности в информации. Торговые компании, заинтересованные в получении информации о странах со свободной рыночной экономикой, о внешней торговле и финансировании торговли в этих странах, об экспорте и импорте товаров, об общих уровнях цен и ценовых тенденциях по различным товарам, могут получить эти данные из различных источников. В качестве этих источников могут выступать клиенты торговых компаний, зарубежные филиалы, торговые ассоциации этих компаний и зарубежные посольства и консульства. Информация, полученная с помощью клиентов и торговых ассоциаций, полезна, но может быть неадекватной по причине того, что клиенты также участвуют в конкурентной борьбе за положение на рынке. Зарубежные посольства и консульства при предоставлении торговой информации могут иметь целью продвижение товаров своей страны, не учитывая реальных потребностей торговой компании. Информация, предоставляемая зарубежными филиалами

самой компании, будет ориентирована на потребности этой компании, но может быть недостаточно всеобъемлющей с точки зрения мировых тенденций.

Ценная информация по торговле и ее финансированию может быть получена на платной основе от крупных международных коммерческих банков, располагающих банковской сетью по всему миру. Банки получают и накапливают эту информацию из официальных и неофициальных источников зарубежных стран, в которых расположены отделения и дочерние компании этих банков. Личные контакты и длительные наблюдения банковских должностных лиц, работающих в различных торговых центрах, делают этот вид информации необыкновенно ценным для импортеров и экспортеров, которые получают такие услуги от банков. В специальных анализах, публикуемых такими журналами и газетами, как “East West Trade”, “Business America”, “Financial Times”, “Euromoney”, “Asian Finance”, “New York Times” и “Wall Street Journal”, также содержится ценная информация, касающаяся инновационных методов финансирования торговли.

Министерство торговли США также предоставляет практическую и всестороннюю информацию по торговле и ее финансированию. Анализ по странам, проводимый этим министерством, содержится в регулярных ежемесячных публикациях “Зарубежные деловые условия”. Эти публикации описывают возможности и риски, существующие в каждой конкретной стране. Широкая картина международной торговли, особенно сравнительный анализ по торговым блокам, государственной торговле, торговому протекционизму и дискриминации, а также демпингу, дается международными организациями, такими как ГАТТ и МВФ.

Методы минимизации затрат и рисков в финансировании торговли

Экспортеры и импортеры должны иметь глобальное представление о международной торговле и ее финансировании, а также осознавать риски и разрабатывать соответствующие финансовые методы. Международные торговые компании должны анализировать, оценивать и сравнивать основные факторы, которые могут повлиять на их конечное решение по торговле и ее финансированию. В последующем разделе мы выделим некоторые подходы и методы минимизации затрат и рисков, которые показаны в табл. 10.1.

Меры по регулированию, принимаемые странами, в которых действуют экспортеры и импортеры

Экспортеры и импортеры должны осознавать угрозу регионального риска с каждой стороны, так как эти риски влияют на затраты и прибыль. В широком понимании анализ риска по стране включает: политический риск как изменения в правительстве и политике; экономический риск как изменения в экономических условиях и состоянии платежного баланса; финансовый риск как изменения в процентных ставках и валютных курсах; и социальный риск как возникновение гражданских беспорядков. Экспортеры должны учитывать меры по регулированию экспорта, такие как налоги на экспорт (дополнение 10.2), страхование экспорта, финансовые учреждения, конечные расчеты и изменения курсов валют. Колебания стоимости валюты импортера могут вынудить экспортера настаивать на использовании для оплаты товаров стабильной валюты (так, например, японский экспортер может осуществить перевозку товаров в Мексику, но настаивать на проведении всех расчетов в долларах США). Региональные риски также могут повлиять на затраты и прибыль импортера. Социальные беспорядки и забастовки рабочих в любой стране могут привести к задержке прибытия товаров, таким образом неблагоприятно отражаясь на их ценах. Достаточно часто импортеры предпочитают менять поставщиков, переходя от одной страны к другой, для того чтобы избежать определенных рисков и сократить затраты на страхование.

ТАБЛИЦА 10.1 ОСНОВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ МЕТОДОВ МИНИМИЗАЦИИ РИСКОВ И ЗАТРАТ
В ФИНАНСИРОВАНИИ ЗАРУБЕЖНОЙ ТОРГОВЛИ

Меры по регулированию и страна экспортера	Меры по регулированию и страна импортера	Товары и затраты в торговле	Риски и страхование	Методы финансирования	Международные регулирующие учреждения для финансирования внешней торговли
Развитые страны; 7 главных индустриальных государств Остальные	Развитые страны; 7 главных индустриальных государств Остальные	Производители; капитал; потребители Продукты первой необходимости; сельскохозяйственные товары; полезные ископаемые	Риск при перевозке Политический	Аккредитив Оплата вперед	Частные коммерческие банки; финансовые компании; факторинговые фирмы; корпорации Эджа Правительственные кредитные организации
Новые индустриальные государства	Новые индустриальные государства	Топливо; нефть; другие товары, кроме нефти	Коммерческий	Открытый счет	Международные финансовые учреждения: Международный валютный фонд; МБРР; Агентство международного развития; Международная финансовая корпорация; региональные банки развития (финансовые альтернативы проектов; качественные услуги и гарантии)
Развивающиеся страны — экспортеры топлива	Развивающиеся страны — импортеры топлива	Остальные (анализ сравнительных преимуществ и уровня развития)	Валютный	Консигнация	
Экспортеры других товаров, кроме топлива	Импортеры других товаров, кроме топлива		Инфляционный и процентный	Получение оплаты	
Централизованные плановые экономики; Восточная Европа	Централизованные плановые экономики; Восточная Европа		Природные риски, связанные с пожарами, штормом, наводнением, землетрясением	Факторинг	
СССР, Китай, другие страны (анализ регионального риска)	СССР, Китай, другие страны (анализ регионального риска)		Страхование частное и государственное (управление рисками)	Встречная торговля Форфейтинг; межгосударственный лизинг (анализ финансовых затрат и рисков по выплатам)	

Дополнение 10.2 ЭКСПОРТНЫЕ НАЛОГИ И СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО

Налоги на экспорт широко используются в сельском хозяйстве, так как в этом секторе очень сложным представляется введение традиционных налогов на доход и прибыль. В принципе самой привлекательной альтернативой можно назвать земельные налоги. Там, где размер земли строго фиксирован, земельный налог взимается из экономической ренты и, таким образом, не влияет на изменение решений в отношении продукции. Однако лишь за некоторыми исключениями, такими как Эфиопия, Кения, Парагвай, Перу и Сомали, земельный налог приносит менее 1 или 2% всего годового дохода. Такая низкая доходность отражает неадекватность земельной регистрации и оценки. Во многих африканских странах и на островах Тихого океана очень трудно установить собственность земли, потому что владение землей в этих регионах основано на традициях и обычаях. В других странах операции, связанные с землей в сельской местности, также встречаются не часто. В результате это ограничивает использование рыночных цен для определения стоимости земли. Также вводятся ограничения на использование мер, основанных на предположениях, в целях нахождения взаимосвязи между стоимостью земли и ее продуктивностью, так как данные о качестве земли и ее продуктивности в различные времена года чаще всего различны.

Некоторые налоги на экспорт существуют в скрытом виде и являются результатом работы по установлению цен, проводимой, например, маркетинговыми советами, такими как Совет по какао в Гане и Корпорация сельскохозяйственного развития и маркетинга в Малави. Эти советы выступают в качестве дистрибьюторов и экспортеров для нескольких основных разрозненных владельцев урожаев и чаще всего устанавливают цены на сельскохозяйственную продукцию ниже ограничительных, таким образом проводя скрытое налогообложение этих владельцев.

Данные по уровню налогообложения позволяют предположить, что в некоторых странах лица или организации, занимающиеся экспортом сельскохозяйственной продукции, обременены чрезмерными налогами. Если заменить налоги на экспорт на подоходные налоги, то можно легко подсчитать уровень налога на экспорт, который принесет ту же сумму годового дохода, если будет выступать в качестве подоходного налога для отдельных владельцев. Простой расчет на примере типичного фермера, занимавшегося выращиванием какао в Гане в начале 80-х годов, доказывает, что налог на экспорт в размере 4% от цены на сельскохозяйственную продукцию принесет то же количество годового дохода, как и в случае налогообложения прибыли, полученной этим фермером. Существующий налог на экспорт составил более 100%, что дает основания утверждать, что если до определенной степени заменить подоходные налоги налогами на экспорт, то появилась бы возможность существенного сокращения ставок. Если использовать этот налог в целях отслеживания избыточной прибыли, то налог на экспорт будет составлять лишь 12%.

Но более важно то, что налоги на экспорт создают стимул для переориентации хозяйств на выращивание других культур. Можно привести достаточно много данных, основанных на опыте, что отдельные владельцы реагируют на изменения цен определенным образом, и тогда экономические затраты на налоги на экспорт будут достаточно значительными. Там, где это представляется возможным, предпочтительным было бы введение предположительных налогов на сельскохозяйственные доходы, как это произошло в Уругвае.

Другие аргументы в пользу налогов на экспорт включают существующее желание оказывать определенное воздействие на условия торговли и необходимость в годовом доходе. Однако в этом случае нужно действовать с большой осторожностью.

Неэластичность мирового спроса в краткосрочные периоды может быстро привести к потери рынков в более долгосрочных периодах, так как изменения проходят одновременно и в мировом спросе, и в мировом предложении. Эта ситуация наблюдалась в случае с долями мировых рынков какао Ганы и Нигерии и рынков пальмового масла Нигерии и Заира в 1961—1963 гг. Нельзя игнорировать необходимость получения годового дохода в краткосрочные периоды при существующих условиях значительного бюджетного дефицита во многих странах, особенно если существует возможность введения налогов на экспорт для получения оплаты клиентов за доступ или доверенность. В более долгосрочных перспективах повышение налогов на широко используемые товары и доход, относящиеся к сельскохозяйственному сектору, необходимо для сокращения и последующего устранения налогов на экспорт сельскохозяйственных продуктов.

Товары и затраты в торговле

Международные торговые компании стремятся к использованию конкурентных преимуществ в полном объеме. Для получения прибыли в условиях сильной конкуренции торговые компании должны быть хорошо осведомлены об основных условиях и тенденциях в финансировании торговли, которые включают: характеристики продаваемых товаров, условия спроса и предложения на конкретные товары, продаваемые на международных рынках, рыночные структуры (например, монополия, олигополия, свободная конкуренция) и наличие специальных финансовых учреждений. Для минимизации затрат и рисков экспортеры могут использовать различные стратегии. Так, например, “Дженерал электрик (General Electric)” сдала в аренду Нигерии ядерные реакторы в 70-х годах при помощи своих организаций по экспортному кредиту. Компания “Дженерал моторс (General Motors)” осуществила продажу автобусов Бразилии, которая была финансирована факторинговой фирмой банка, располагающего информацией о кредитном статусе импортера и экспортера. Многонациональные корпорации могут открыть фабрику в стране импортера, для того чтобы обойти высокие тарифы, введенные в этой стране. Также для содействия и облегчения условий торговли товарами между своими зарубежными филиалами многонациональные корпорации используют открытый счет.

Импортёры также могут использовать различные методы в целях управления финансированием торговли товарами на основе низких затрат и низкого риска. Например, в случае осуществления импорта средств производства в ходе проведения программы финансирования развивающейся страны, эта страна может добиться благоприятствующей поддержки МБРР и государственных кредитных учреждений (дополнение 10.3). Импортёры товаров потребления чаще всего ищут альтернативные источники предложения и оценивают конкурентные преимущества. Возобновляемый аккредитив может способствовать снижению затрат на многочисленные перевозки товаров. Для проведения перевозки нефти может потребоваться большое количество документов (например, свидетельства о происхождении товара, осмотрах судна, о химическом анализе) и консорциальное финансирование, проводимое группой коммерческих банков. В обязанности Министерства сельского хозяйства США и Управления по санитарному контролю за качеством пищевых продуктов и медикаментов входит осуществление тщательного контроля и инспектирования и выдача своего разрешения на импорт сельскохозяйственной продукции в США. Это требование чаще всего включает досрочную оплату, на проведение которой дается разрешение соответствующего государственного учреждения.

Риски и страхование

Управление рисками — это сложный и специальный предмет. Международные торговые компании консультируются со своими частными и государственными страховыми фирмами по вопросам, связанным со стоимостью страхования и с рисками, которые являются неотъемлемой частью любой перевозки товара. В общем страховое покрытие экспорта средств производства может быть обеспечено государственными фирмами, о чем мы уже говорили ранее. Частное страхование в основном затрагивает продукты потребления. Товары с высокой степенью риска (например, химикаты) связаны с крупными страховыми премиями. Если торговля проводится по условиям СИФ (стоимость, страховка и фрахт включаются в назначенную цену), то экспортер принимает на себя всю ответственность по перевозке до момента, когда импортер получает товары от транспортного агентства. Если торговля проходит по условиям ФОБ (“франко-борт судна”), то вся ответственность по перевозке ложится на импортера, начиная с момента доставки товаров экспортером на “борт” судна.

Дополнение 10.3 ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ ЯПОНИИ

В 1987 г. правительство Японии дало слово осуществить перераспределение активного сальдо платежного баланса на сумму до 30 млрд. долл., в форме абсолютно несвязанных государственных и частных денежных средств, развивающимся странам. Эти средства будут разделены на две транши размером 10 млрд. и 20 млрд. долл. соответственно.

Первая транша состоит из трех частей: создание Специального фонда Японии размером 2 млрд. долл. в МБРР; осуществление правительством Японии кредитования Международного валютного фонда СДР (специальными правами заимствования) в размере 3 млрд.; предоставление японским правительством вклада в Агентство международного развития в размере 2,6 млрд. долл. АМР-8¹ и вклад в размере 1,3 млрд. долл. в Фонд развития Азии.

Специальный фонд Японии будет включать дотации на сумму 30 млрд. иен, направляемых в основном, на техническое содействие программам и проектам, поддерживаемым МБРР, а также на совместное с МБРР финансирование секторных и структурных регулирующих кредитов. Фонд также призван обеспечить расширенный доступ к займам МБРР на японском рынке капитала, в сумме составляющим 300 млрд. иен (всего около 2 млрд. долл.), которые должны быть предоставлены в течение 3 лет.

Вторая транша должна быть передана развивающимся странам в течение трехлетнего периода до 1990 г. Из 20 млрд. долл. 8 млрд. составляют дополнительные средства, предоставляемые МБРР на рынок Токио, по условиям соглашения, заключенного между МБРР и японским правительством; учреждение Специального фонда Японии в Банке развития Азии и в Межамериканском банке развития практически сходно с учреждением фонда в МБРР; также в эту сумму входят дотации многосторонним банкам развития. Более 9 млрд. долл. направляется на проведение совместного финансирования по поддержке регулирующих программ развивающихся стран. К учреждениям, осуществляющим совместное финансирование с МБРР и другими многосторонними банками развития, относятся Экспортно-импортный банк Японии, Фонд заграничного экономического сотрудничества (ФЗЭС) и японские коммерческие банки. Для проведения этих программ ФЗЭС может предоставлять дополнительные прямые кредиты. Остальные 3 млрд. долл. направляются на предоставление прямых кредитов развивающимся странам по схеме несвязанных кредитов, разработанной Экспортно-импортным банком Японии.

В итоге Япония намеривается в течение по крайней мере 2 лет достичь своей цели — удвоить свое государственное содействие развитию (ГСР) менее развитых стран, которое осуществляется в соответствии с Программой расширения ГСР в течение 3 среднесрочных периодов, а также повысить свои расходы на ГСР до 7,6 млрд. долл. в 1990 году. В 1986 году ГСР Японии достигло 5,6 млрд. долл. Япония вытеснила Францию, занимавшую позицию второго государства по обеспечению ГСР после США. Традиционно Япония предоставляла свою помощь развивающимся странам Азии, но в последние годы она увеличила свои дотации африканским государствам, расположенным на территории южнее пустыни Сахары.

¹ АМР-8 относится к восьмому пополнению денежных средств, переданных Ассоциации международного развития, являющейся филиалом МБРР. Это пополнение предоставляется 24 странами-донорами.

Методы финансирования

В предыдущем разделе мы рассмотрели различные методы финансирования. Сейчас мы проанализируем сравнительные финансовые затраты и риски по выплатам, связанные с этими методами. Уже в течение многих лет аккредитив был важным инструментом финансирования внешней торговли и останется таким же важным и в будущем. Основным преимуществом аккредитива является то, что открывающий банк сокращает риски как импортера, так и экспортера. Приложение 10.4 раскрывает характер этих рисков и некоторые из наиболее часто используемых мер по их сокращению. Более того, обеспеченный финансовыми средствами и торговой экспертизой в мировом масштабе, аккредитив, открываемый крупным коммерческим банком, бу-

дет содействовать проведению значительных операций международной торговли. Одним из возможных недостатков можно считать высокие затраты на финансирование и возникающие время от времени задержки при приеме документов. С другой стороны, благодаря использованию современных технологий удалось сократить эти затраты и ускорить проведение выплат. В настоящее время аккредитив более распространен в Азии и Латинской Америке, чем в Европе. При использовании денежных сборов и открытых счетов затраты на финансирование снижаются. Форфейтинг — также относительно безопасный и эффективный метод, но при этом затраты (учет векселей) зависят от процентных ставок на денежном рынке. Этот метод пользуется особой популярностью в Западной и Восточной Европе, где существуют различия между финансовыми и торговыми системами. Форфейтинг стал более сложным инструментом финансирования торговли (дополнение 10.1). Встречная торговля является инновационным методом финансирования торговли благодаря ее гибкости. Она применяется в сложных ситуациях, таких как торговые ограничения или недостаток валютных средств. Также встречная торговля позволяет международным торговым компаниям проводить обмен товаров на услуги. Затраты и риски зависят от конкретных обстоятельств и условий, связанных с товарами и странами, вовлеченными в торговлю.

Дополнение 10.4 ОСНОВНЫЕ РИСКИ И МЕРЫ ПО СОКРАЩЕНИЮ РИСКОВ В ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛЕ

Риск	1. Кредитный риск	2. Валютный риск	3. Региональный риск
ОПРЕДЕЛЕНИЕ	Неспособность или нежелание покупателя производить выплаты	Изменения валютного курса, которое может неблагоприятно отразиться на положении экспортера и импортера	Политические или экономические события, происходящие в стране импортера, ставшие причиной постоянного или временного прекращения выплат продавцу
МЕРЫ ПО СОКРАЩЕНИЮ РИСКА	<p>а) Использовать аккредитив</p> <p>б) Получать наличные депозиты</p> <p>в) Получать страховое покрытие экспортных кредитов</p>	<p>а) Использовать форвардное валютное хеджирование</p> <p>б) Использовать фьючерсы на рынке опционов</p> <p>в) Выписывать счета в собственной валюте</p> <p>г) Контрактное обеспечение¹</p>	<p>а) Использовать подтвержденные аккредитивы</p> <p>б) Получать страховое покрытие экспортных кредитов</p>

¹ Корректировка цены проводится на основе оговоренных изменений валютного курса.

Международное регулирование и учреждения финансирования внешней торговли

Существует множество видов регулирования и правил, которым подчиняется международная торговля. На государственном уровне к ним относятся государственное регулирование, двустороннее и региональное регулирование и многонациональные соглашения (Генеральное соглашение по тарифам и торговле). На негосударственном

уровне к ним относятся действия, предпринимаемые торговыми ассоциациями и Международной торговой палатой. Именно эта сложная регулирующая сеть и определяет главным образом методы финансирования торговли. Международные торговые компании могут использовать альтернативные методы и привлекать к финансированию своей торговли различные виды финансовых учреждений. Частные финансовые учреждения чаще всего являются наиболее удобными каналами как для импортеров, так и для экспортеров. Такие учреждения предоставляют более широкий спектр услуг и являются более гибкими, но они могут быть и более дорогостоящими. Финансирование и страхование, предоставляемое государственными кредитными службами и мировыми организациями, может быть менее дорогостоящим, но и менее гибким, так как их схемы финансирования ограничены определенными предписанными функциями. Так, например, Эксимбанк имеет своей целью оказание содействия национальному экспорту; мировые организации главным образом заинтересованы в поддержке экономического роста развивающихся стран. В случае совместно финансируемых проектов финансирование торговли может субсидироваться одновременно коммерческими банками, государственными кредитными учреждениями и международными организациями. Но в любом случае торговые компании должны сами принимать решения о выборе подходящего метода финансирования, обеспечивающего сокращение затрат и рисков.

Урегулирование спорных вопросов

Урегулирование спорных вопросов часто становится последней надеждой международных торговых компаний, стремящихся уладить возникшие разногласия. В настоящее время нет единого международного законодательного органа, который бы выступал в качестве арбитра при разрешении серьезных торговых споров. Но существует несколько каналов, через которые можно урегулировать разногласия.

Международная торговая палата

В каждом коммерческом аккредитиве, выпускаемом коммерческими банками в течение последних лет, содержится статья: «Этот кредит подчиняется “Унифицированным правилам документарных аккредитивов” (исправленная редакция 1983 г.), опубликованным Международной торговой палатой под номером 444». МТП устанавливает все правила по документарным кредитам в международной торговле. Незначительные несоответствия в документации могут быть исправлены самим открывающим коммерческим банком с согласия и импортера, и экспортера. В соответствии с правилами сам открывающий банк не несет ответственности за товары при осуществлении торговых операций. Однако банк несет ответственность за проверку требуемых документов и установление того факта, что все условия, оговоренные в аккредитиве, были выполнены.

Серьезные разногласия по торговым вопросам между импортером и экспортером (или их открывающим банком и извещающим банком) могут быть улажены в государственном суде. В этом случае все затронутые стороны и их законные адвокаты должны появиться в суде. Для принятия окончательного решения требуется представление соответствующих доказательств. Также для интерпретации различных статей МТП, содержащихся в “Унифицированных правилах документарных аккредитивов”, могут использоваться мнения экспертов.

Управление внешней торговли (FCS)

FCS является частью Министерства торговли США. Оно оказывает различные услуги, связанные с международной торговлей, более чем 65 государствам. Помимо содействия

развитию международного зарубежного бизнеса США, одной из главных функций УВТ является оказание помощи экспортерам и импортерам США в улаживании их конфликтов с зарубежными клиентами по торговым вопросам. Эта помощь может заключаться в установлении реальных фактов и в деятельности, направленной на примирение сторон.

Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ)

Функцией ГАТТ не является оказание помощи экспортерам и импортерам в урегулировании их разногласий. Его основной задачей можно считать содействие введению и усилению действия международных соглашений по торговле. Главная забота ГАТТ — это рассмотрение претензий по незаконным действиям его членов. Незаконные действия чаще всего связаны с использованием торговых барьеров, таких как умышленное введение тарифов и квот, ценовая дискриминация и демпинг, т. е. продажа товаров по ценам ниже полной стоимости производства (по бросовым ценам), но с учетом определенной прибыли. И хотя ГАТТ не располагает полномочиями на введение определенных санкций в отношении стран-участниц, которые нарушают установленные ГАТТ правила, но большинство торговых государств стараются их придерживаться. Таким образом, правила и предложения ГАТТ оказывают влияние на государственную политику в отношении торговли и косвенно воздействуют на торговую деятельность импортеров и экспортеров из числа стран-участниц.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На протяжении всей истории внешняя торговля способствовала экономическому развитию общества. Международная торговля увеличивает объем товаров и услуг, приносит выгоду потребителям и доход торговым компаниям, содействует повышению благосостояния государств. Начиная с 60-х годов наблюдался ускоренный рост международной торговли. Внешняя торговля и торговое финансирование приобретали все большее значение в таких сферах, как деловая политика, финансовая конкуренция, государственная торговая политика и международные торговые соглашения. Внешняя торговля и ее финансирование оказывают значительное влияние на национальное производство, уровень цен, занятость населения, доход, потребление, сбережения и инвестиции.

Традиционно импортеры и экспортеры использовали аккредитивы, открываемые коммерческими банками, для финансирования международной торговли. Однако все более усложняющаяся структура современной международной торговли потребовала введения более гибких методов финансирования торговли. Например, импортеры и экспортеры пользуются факсимильной связью для ускорения обмена информацией при заключении финансовых соглашений; коммерческие банки используют свою глобальную телекоммуникационную сеть в целях оказания помощи многонациональным компаниям в разработке комплексов соглашений по финансированию торговли; форфейтинговое финансирование наиболее часто используется в тех случаях, когда присутствуют политические и платежные риски; встречная торговля применяется, когда в торговые операции вовлечены как товары, так и услуги, или при валютном контроле, или когда в операциях принимает участие более двух стран.

В основном финансирование внешней торговли требует применения методов управления рисками и управления затратами. Импортеры и экспортеры должны анализировать всю доступную информацию, полученную из местных, государственных и мировых источников, касающуюся торговли товарами и услугами. В то же время они должны гибко приспосабливаться к использованию наиболее выгодных методов финансирования торговли, которые помогут не только минимизировать риск и затраты, но и получить разумную прибыль.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Объясните необходимость и важность финансирования внешней торговли для:
 - а) обеспечения государственного экономического роста и развития;
 - б) международной банковской и финансовой системы.
2. Назовите отличия валютного риска от инфляционного и процентного рисков. Можно ли сказать, что эти риски взаимосвязаны? Как?
3. Назовите основное различие между аккредитивом и резервным аккредитивом.
4. Назовите основное различие между аккредитивом по импорту и аккредитивом по экспорту.
5. Объясните функции банка импортера и банка экспортера, осуществляемые ими в процессе финансирования с использованием аккредитива. Как политика правительств каждой из этих стран может повлиять на эти функции?
6. Назовите преимущества и недостатки использования форфейтинга вместо аккредитива для финансирования международной торговли с точки зрения экспортера.
7. Назовите преимущества и недостатки открытия подтвержденного банком экспортера аккредитива со срочным векселем (например, 60 дней после предъявления), деноминированным в валюте страны экспортера, с точки зрения импортера.
8. Почему многонациональные корпорации предпочитают использовать “открытый счет” или “документарный переводной вексель для инкассирования” вместо аккредитива при проведении своих межфирменных (операций между подразделениями в различных странах) торговых операций?
9. Назовите самые главные причины того, что некоторые международные финансовые учреждения, такие как МВФ и ГАТТ, отвергают встречную торговлю как метод финансирования международной торговли.
10. В чем причины обеспокоенности импортеров и экспортеров рыночными рисками в международной торговле?

Случай 1. ЗАТРАТЫ И РИСК В ФИНАНСИРОВАНИИ ТОРГОВЛИ

Крупный универсальный магазин в Нью-Йорке открывает неподтвержденный безотзывный аккредитив фирме средних размеров, производящей товары из шерсти в Лондоне. Условия торговли следующие: ФОБ Лондон; 90 дней после предъявления векселя на сумму 2500 фунтов стерлингов; перевозка должна произойти не позже 15 сентября 19__ года.

Британский экспортер через свой извещающий банк в Лондоне представляет все требуемые документы и вексель на предъявителя в течение 90 дней на сумму 2500 фунтов стерлингов в банк импортера (открывающий банк) в Нью-Йорке. Экспортер поручает открывающему банку акцептовать вексель, осуществить немедленный учет векселя и перевести чистый доход в долларах США на счет экспортера в отделении британского банка в Нью-Йорке.

После проверки всех представленных документов открывающий банк делает вывод об их полном соответствии всем условиям аккредитива. Открывающий банк выполняет инструкции экспортера и посылает кредитное авизо в банк экспортера в Нью-Йорке на основе следующей информации:

Номинальная стоимость векселя: 2500 фунтов стерлингов.

Текущая ставка обмена на 10 сентября 19__ года: 1 фунт = 1,5870 долларов.

Годовая учетная ставка (365 дней) по банковскому акцепту векселя на предъявление в течение 90 дней в Нью-Йорке: 8,60%.

Банковская комиссия по номинальной стоимости векселя: 1/2%.

ВОПРОСЫ

1. Какова чистая сумма в долларах США, которую открывающий банк передает банку экспортера в Нью-Йорке?
2. Назовите риски и затраты, с которыми сталкивается британский экспортер при этом методе финансирования торговли.
3. Назовите риски и затраты, с которыми столкнется британский экспортер при этом методе финансирования торговли, если: будет использоваться не срочная тратта (переводной вексель) со сроком погашения в течение 90 дней, а вексель на предъявителя; счет и вексель будут деноминированы не в фунтах стерлингах, а в долларах США.
4. Если эта торговая операция будет финансироваться не с помощью аккредитива, а на основе комиссии и консигнации, то каковы будут риски и затраты:
 - а) для экспортера?
 - б) для импортера?

Случай 2.**ЗАТРАТЫ, РИСК И ПРИБЫЛЬ В ФИНАНСИРОВАНИИ ТОРГОВЛИ**

Мистер Джеймисон занимает должность торгового представителя в лизинговом банке в Лондоне. Один из его клиентов, компания World-Wide Industries, осуществляет экспорт своей продукции в восточные страны и в США. Некоторое время назад World-Wide Industries заключила соглашение со своими покупателями в Нидерландах, по условиям которого они имеют право выставять векселя на 90 дней, деноминированные в гульденах Нидерландов. Все документы проходят через лондонское отделение, в котором работает мистер Джеймисон.

В последние месяцы World-Wide Industries испытывала снижение маржинальных доходов. Также ее позиция по наличному и оборотному капиталу несколько ухудшилась. В связи с этим компания обратилась с просьбой к мистеру Джеймису об оказании ей помощи в защите маржинальной прибыли в связи с предстоящей перевозкой товаров в Нидерланды. Было запланировано осуществление трех перевозок — 1 апреля, 1 мая и 1 июня, каждая на сумму 1 млн. нидерландских гульденов.

Текущие ставки по нидерландским гульденам: 25 марта 19__ года.

Обмен гульден/фунт: 3,5010—3,5020.

Форвард 1 месяц: 3,4920—3,4930.

Форвард 3 месяца: 3,4740—3,4750.

Базовая ставка Великобритании = 11,0%.

Рабочая ставка по 3 месяцам в долларах США = 10,0%.

Учетная ставка по экспорту = 8,5%.

Векселя в Амстердаме.

World-Wide Industries может получить кредит в фунтах стерлингов от банка, в котором работает мистер Джеймисон, по ставке, превышающей банковскую базовую ставку на 1,5%, или, как альтернативный вариант, может получить 1,0% сверх ставки ЛИБОР США.

1. Какие методы может предложить мистер Джеймисон компании World-Wide Industries в целях защиты от валютного риска при сохранении маржинальных доходов?
2. Потребуется ли какие-либо контрактные обязательства по валюте?

Рассчитайте затраты, связанные с каждым вышеописанным методом, и потоки наличных средств в фунтах стерлингов, которые могут стать результатом применения каждого из этих методов.

Краткая библиография

- Citibank. *An introduction to Letters of Credit*. New York, 1991.
- Eng, Maximo. "Financing International Trade," Chapter 16 in Ingo Walter (ed) *Handbook of International Business*, New York: Wiley, 1988.
- Eng, Maximo and Francis Lees. "Export Financing and Risk," *National Development*, June/July, 1986.
- Eiteman, David K. and Arthur I. Stonehill and Michael Moffit. *Multinational Business Finance*. Reading, Mass.: Addison Wesley Publishing Co., 1992.
- Euromoney. *Trade Financing*. (A Supplement to Euromoney) London: Euromoney Publications, February 1989.
- Export-Import Bank of the United States*: tied aid credits and other issues: before the subcommittee on International Development, Finance, Trade and Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, House of Representatives, May 10, 1990.
- Francis, Dick. *The Countertrade Handbook*. Westport, CT: Quorum Books, 1987.
- General Agreements on Tariffs and Trade, *Review of Development in the Trading System*, GATT, April-September, 1988.
- Grossman, Gene M. and Carl Shapiro, "Counterfeit-Product Trade," *American Economic Review*, March 1988.
- Lecraw, Donald, "The Management of Countertrade: Factors Influencing Success." *Journal of International Business Studies*, Spring 1989.
- Mapi, A. *Handbook of Financing U.S. Exports* 5th ed. Washington, D.C. Machinery & Allied Products Institute, 1988.
- International Chamber of Commerce. *Uniform Customs and Practice For Documentary Credits*, Publication No. 400, Paris: ICC, 1983.
- International Monetary Fund. *Foreign Exchange Regulations*. Washington, DC: IMF, 1993.
- Jensen, Frederic H. and Patrick M. Parkinson, "Recent Developments in the Bankers Acceptance Market," *Federal Reserve Bulletin*, January 1986.
- Khoury, Sarkis J., "Countertrade: Forms, Motives, Pitfalls, and Negotiation Requisites," *Journal of Business Research*, June, 1984.
- Moore, James P., "Official U.S. and International Financing Institutions," *Business America*, April 15, 1985.
- Matty, Thomas D., "Export Factoring Moves into the Spot Light," *Globe Trade*, July, 1989.
- OECD. *Export Credit Financing System in OECD Member Countries*. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development, 1990.
- United Nations. *World Economic Survey*. New York: United Nations, 1992.

Управление денежными средствами банка

ВВЕДЕНИЕ

Операции на денежном рынке и на международном евровалютном рынке стали ключевыми аспектами деятельности международных банков. Эта тенденция объясняется огромными размерами международных денежных рынков, их эффективностью и низкими операционными издержками, а также вспомогательной ролью операций на этих рынках по отношению к глобальному валютному рынку и кредитованию. Центрами торговых операций на этих рынках являются евробанки¹ (этот вопрос мы рассмотрим в главе 6). В качестве евробанков функционируют разные институты, и эти банковские учреждения выполняют широкий спектр кредитных, арбитражных операций и операций с денежными средствами. Однако характерной особенностью всех евробанков является то, что они осуществляют свои операции как в банковском отделении, находящемся в оффшорной банковской зоне, так и в специальном отделе по международной денежной торговле, который выполняет функции административного контрольного центра при операциях с евровалютами.

Банковское дело стало глобальным, и современные коммерческие банки ищут ликвидные средства для кредитов и вложений во всех частях света. В результате стала особенно важной деятельность коммерческих банков по управлению денежными средствами. В этой главе мы проанализируем международное управление денежными средствами, рассмотрим различные компоненты международных денежных рынков, изучим задачи и различные аспекты операций с денежными средствами, рассмотрим масштаб арбитражных операций с евровалютами, вспомним о важности форвардной кривой доходности как аналитического инструмента и изучим различные способы применения международного казначейского отчета.

Необходимо отметить, что различные компоненты международных денежных рынков обеспечивают прочное соединение мировой финансовой системы. Прочные связи между различными секторами денежного рынка обеспечивают главные участники мировой финансовой системы: крупные международные банки, специализированные торговые и консорциальные банки, кредитно-финансовые учреждения, мно-

¹ Евробанк — дочерний банк нескольких банков различных стран, не подчиняющийся банковскому регулированию страны пребывания. (Прим. ред.)

гонациональные корпорации, правительства и международные организации, такие как Международный банк реконструкции и развития (МБРР).

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Оценить размер и масштаб международных денежных рынков¹, которые используются банками для проведения операций по всему миру.
2. Изучить источники прибыли банков от работы с евровалютой и связанные с этим операции и риски.
3. Получить знания о динамике международного управления денежными средствами и о том, как происходит выбор банковских стратегий в различных условиях.
4. Понять важность и использование технических и аналитических инструментов банками, вовлеченными в международное управление денежными средствами.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> • валютный арбитраж • валютное несовпадение • “дингинговая комната” • двойной своп • действующая цена • евродолларовый арбитраж • евростерлинговый арбитраж • форвардная кривая доходности • обеспечение средствами • Международный казначейский отчет 	<ul style="list-style-type: none"> • внутренний и внешний арбитраж • разрыв в сроках между активами и пассивами • разрыв в сроках наступления платежей • преобразование сроков • нарицательная стоимость • оффшорный банковский рынок • позиционирование • временная структура • операции с денежными средствами

СЕКТОРЫ РЫНКА

В этом разделе мы выделим роль местных денежных рынков и международного евровалютного рынка, а также сущность операций на этих рынках. Далее мы изучим связи между ними и то, как эти рынки действуют вместе, формируя мировую финансовую систему.

Местные денежные рынки

Сразу после второй мировой войны ведущую роль в оказании международных финансовых услуг играли два основных денежных рынка — Нью-Йорк и Лондон. В 70-х годах появились и стали играть все более важную роль такие местные денежные рынки, как Париж, Токио, Франкфурт и Цюрих.

В период с 1946 г. по 1965 г. источником ликвидных средств для всего мира в виде долларовых кредитов был Нью-Йорк. Предоставление долларовых кредитов по сравнительно низкой процентной ставке имело большое значение в содействии расширению торговли, экономическому развитию и инвестициям в зарубежный бизнес.

¹ Рынки краткосрочного капитала. (Прим. ред.)

Но после 1965 г. Нью-Йорк уже не мог осуществлять эту функцию в полном объеме из-за программ по контролю за капиталом, которые ограничили оффшорное кредитование. Тем не менее возросло значение Нью-Йорка как депозитария для государственных резервов центральных банков других стран. Более того, Нью-Йорк стал основным центром международных платежных и клиринговых операций по деноминированным в долларах платежам и расчетам. В результате быстрый рост международной торговли в Нью-Йорке способствовал поддержанию международной валютной торговли в течение всего дня и без перерывов. Нью-Йорк также является связующим звеном между европейскими и дальневосточными валютными рынками и способствует проведению непрерывной круглосуточной торговли. Лондон также является важнейшим международным денежным рынком. В последующем разделе этой главы мы рассмотрим роль Лондона в качестве двухвалютного денежного рынка, на котором проводятся операции с фунтами стерлингов и евродолларовыми депозитами, кредитами и другие операции денежного рынка. Как и в Нью-Йорке, в Лондоне расположено несколько сотен иностранных банковских отделений, которые являются одними из главных участников местного денежного рынка. Рынок евродолларов¹ в Лондоне является финансовой основой для проведения международных операций с ценными бумагами, выступает гарантом размещения еврооблигаций², позволяя посредникам на этом рынке получать долларовое финансирование их операций с облигациями и ценными бумагами, деноминированными в долларах.

Рынки евровалют

Международный евровалютный рынок — это мировой денежный рынок. Этот рынок является серьезным конкурентом нью-йоркского, так как значительно превосходит его по размеру и способности обеспечивать эффективное регулирование ликвидных активов участников. Центр этого рынка составляют несколько сотен банков-дилеров, которые занимаются покупкой (принятием депозитов) и продажей (размещением депозитов) через другие банки. В этом случае в качестве рыночного товара выступают срочные депозитные требования с короткими или средними сроками погашения. На евродоллары приходится почти 3/4 всего рынка, а оставшаяся часть распределена между другими евровалютами³ (евростерлинги, евро немецкие марки, евро иены и т. д.).

Каждый валютный сектор на евторынке имеет свою структуру процентных ставок, которая обычно тесно связана с процентными ставками, преобладающими в стране происхождения данной валюты. Процентные ставки фунтов стерлингов имеют тенденцию повторять изменения процентной ставки в Лондоне. Также существует тесная связь между евродолларовыми процентными ставками и ставками в Нью-Йорке, так же как и между процентными ставками по еврофранцузскому франку и франку в Париже. Процентные ставки на каждом конкретном рынке взаимосвязаны с соответствующими ставками на евторынках, так как с этими ставками можно проводить арбитражные операции, не подвергаясь валютному риску. Деятельность участников по арбитражным операциям с денежными средствами между местным рынком и соответствующим сектором евторынка определяет мировую систему процентных ставок денежного рынка. Коммерческие банки усиливают эту связь, так как имеют особенно весомые стимулы к осуществлению арбитражной деятельности.

¹ Выраженные в долларах средства на счетах банков, расположенных за пределами США. (Прим. ред.)

² Выпускаются для мобилизации средств на международном кредитном рынке, выражаются в иностранной валюте.

³ Валютные средства какой-либо западноевропейской страны в банках других стран, используемые в сфере международного банковского кредита.

МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

Мы можем рассматривать международный евровалютный рынок как интегрированную рыночную систему с очень сильными связями между различными валютными секторами. Эти связи проявляются в способности банков и других участников перемещать денежные средства из одного валютного сектора в другой посредством обменных операций, которые и связывают секторы рынка евровалют (рис. 11.1, А). Дополнительные связующие каналы соединяют местные денежные рынки с рынком евровалют (рис. 11.1, В и С). В Лондоне обменные операции между евродолларами и фунтами стерлингов обеспечивают важную взаимосвязь между секторами евровалютного и лондонского денежного рынка (рис. 11.1, D). Процентный арбитраж (о котором шла речь в предыдущей главе) между Нью-Йорком и Лондоном обеспечивает гибкую связь между одними из самых важных секторов местного денежного рынка (рис. 11.1, E). И наконец, производятся процентные арбитражные операции с евродолларами и долларами, т. е. между двумя этими секторами, деноминированными в долларах (рис. 11.1, F).

Все эти связи образуют мировую финансовую систему, которая выполняет следующие основные операции:

- 1) крупные банки могут централизовать торговлю активами на взаимосвязанных денежных рынках. Дилинговые операции этих банков соединяют в одно целое торговлю различными видами активов международного денежного рынка;
- 2) банки-дилеры способствуют прохождению арбитражных потоков средств из одного сектора в другой;
- 3) заемщики и кредиторы пользуются большей гибкостью и свободой, принимая участие в операциях международного денежного рынка по более реальной цене.

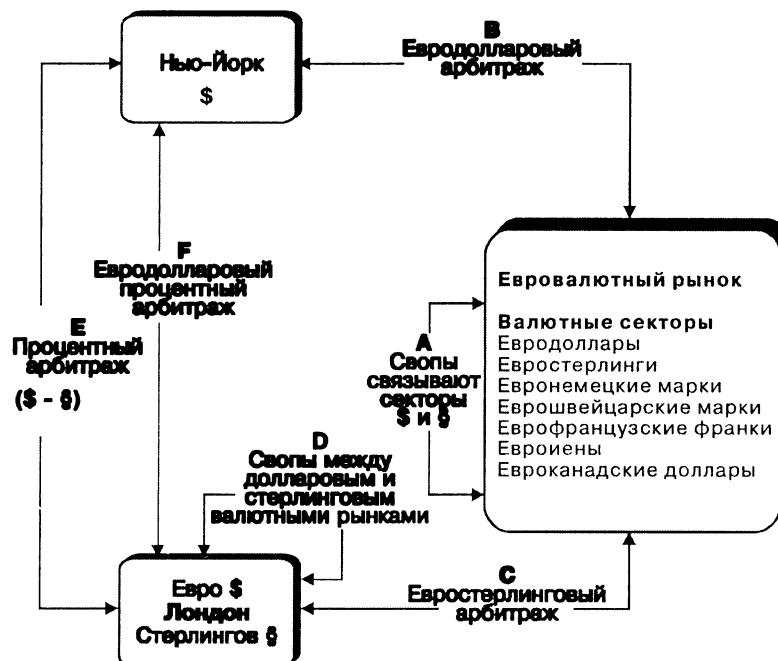


РИС. 11.1. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ РЫНКИ, МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

ДЕНЕЖНЫЕ ОПЕРАЦИИ БАНКА

Международное управление денежными средствами сосредоточено на поиске источника краткосрочных денежных средств и на их выгодном вложении, с учетом балансовой стоимости средств, риска и прибыли. Определение возможного риска включается и в управление пассивами, и в управление активами.

При работе с денежными средствами главными функциями международного управления являются: обеспечение средств, необходимых для кратко- и среднесрочного кредитования; поддержание балансов валют, касающихся операций по валютной торговле; операции на денежном рынке и получение международных депозитов. При получении депозитов возникает несколько препятствий. Это объясняется более жесткой конкуренцией в борьбе за международные депозитные средства, чем за депозитные средства на внутренних рынках.

Механизм международных операций с денежными средствами включает следующие этапы: 1) поиск источников средств; 2) размещение средств в различных кредитных и инвестиционных секторах; 3) перевод средств в ту валюту, в которой должен быть деноминирован кредит; 4) обеспечение повторного перевода средств в ту валюту, в которой должны быть деноминированы пассивы.

Эти виды операций требуют участия и принятия решений персонала всех уровней организационной структуры банка.

Обеспечение денежных средств

Центральное место в банковских операциях занимают операции с денежными средствами. Эта деятельность сосредоточена на поиске источников средств, их распределении и использовании наличных денег. Основным рыночным товаром банков — это наличные деньги, и одним из самых главных требований к эффективности операций с денежными средствами является низкая стоимость источника этих средств. При поиске таких источников международные банки сталкиваются с определенными сложностями, возникающими из-за большой неустойчивости международных потоков денежных средств, жесткой конкуренции между банками и другими заемщиками, а также из-за большей осведомленности и опыта международных вкладчиков. Эти сложности возрастают, когда международный банк стремится получить денежные средства по низкой стоимости на внутреннем рынке какой-либо страны, так как банки этой страны обычно обладают конкурентными преимуществами в покупке и привлечении валютных средств на внутренних рынках.

Международные банки понимают необходимость принятия всесторонних программ, облегчающих и регулирующих удовлетворение потребности банков в наличных средствах. При разработке международной программы по денежным средствам необходимо учитывать следующие основные вопросы:

1. Какова стоимость средств?
2. Необходимо ли принятие ответственности по риску и в каком объеме?
3. Что составляет механизм торговли?
4. Как использовать полученные средства?

Стоимость денежных средств

На стоимость денежных средств для международного банка влияет несколько факторов, включая номинальный процент (выражается как процент в годовом исчислении), ре-

резервные требования к средствам на депозитах, управленческие расходы и издержки проведения операций, а также стоимость страхования депозитов. В случае обеспечения денежных средств в евровалютах только один из этих факторов действительно важен, а именно номинальный процент. Действительно, номинальная процентная стоимость становится реальной стоимостью денежных средств. Напротив, на внутренних рынках важны все четыре названных фактора, хотя там, где в торговый оборот включены большие объемы денежных средств (1 млн. долл. или более), управленческие расходы и издержки на проведение операций становятся относительно несущественными. Стоимость страхования депозитов в различных странах разная и зависит от уровня страховых премий, назначенных страховыми органами соответствующей страны. При последующем изучении, при расчете реальной стоимости денежных средств, мы будем учитывать только резервные требования, влияющие на номинальную процентную стоимость.

Предположим, что британскому банку, который имеет дочернюю компанию в Нью-Йорке, требуются средства в американских долларах на срок 3 месяца. Он может получить эти средства, либо выпустив свободно обращающиеся депозитные сертификаты по ставке 6,75%, либо привлекая срочные евродолларовые депозиты по ставке 7%. Резервные требования к депозитным сертификатам, выпускаемым в нью-йоркском отделении, составляют 8%. Чтобы сравнить реальную стоимость средств, необходимо перевести номинальную стоимость депозитных сертификатов следующим образом:

$$\begin{array}{c} \text{Реальная} \\ \text{стоимость} \\ \text{депозитных} \\ \text{сертификатов} \end{array} = \frac{\begin{array}{c} \text{Номинальная} \\ \text{стоимость} \end{array}}{1,00 - \begin{array}{c} \text{Резервные} \\ \text{требования} \end{array}} = \frac{6,75}{1,00 - 0,08} = \frac{6,75\%}{0,92} = 7,34\%.$$

Таким образом, мы видим, что реальная стоимость средств по депозитным сертификатам (7,34%) выше реальной стоимости евродолларовых срочных депозитов (7%). Также необходимо помнить, что к евровалютным депозитам не применяются резервные требования. Следовательно, важным преимуществом получения необходимых денежных средств через евровалютные депозиты является то, что к ним не применяются резервные требования, и поэтому их реальная стоимость ниже.

Принятие ответственности по риску

При поиске наличных денежных средств международные банки подвергаются двум видам риска: валютному риску и риску от несовпадения по срокам¹. Валютный риск возникает, когда банк берет заем в евродолларах, переводит их в другую валюту, необходимую для кредита (например, французские франки), и предоставляет кредит, денонмированный во французских франках, своему клиенту. Снижение стоимости франка по сравнению с долларом в течение времени кредита приводит к убыткам банка. По этой причине банки в основном конвертируют полученные денежные средства в валюту кредита, что устраняет возможность риска от несовпадения курсов валют.

Риск от несовпадения по срокам возникает, когда банк берет займы и предоставляет кредиты на разные сроки. Например, банк занимает евродоллары на срок 1 месяц и предоставляет кредит в евродолларах на срок 6 месяцев. В последующий 30-дневный период банк испытывает несовпадение по срокам (несовпадение по срокам между активами и пассивами на 5 месяцев). Чем больше это несовпадение, тем вероятнее потенциальный риск. Риск увеличивается, так как неблагоприятные изменения в уровнях процентных ставок в первые 30 дней могут привести к негативным последствиям в те-

¹ Разрыв в сроках наступления платежей.

чение достаточно долгого периода (5 месяцев). Например, представим, что на день 0 Швейцарский кредитный банк берет заем в евродолларах по ставке 5,7% и затем передает эти средства в кредит по ставке 6,50% на срок 6 месяцев (рис. 11.2). Если до истечения срока по взятому займу процентная ставка евродоллара повысится, как показано на рис. 11.2, тогда в день 30 Швейцарский кредитный банк будет вынужден возобновить свой заем по более высокой стоимости. Если банк решит сделать это по истечении 1 месяца, то стоимость в годовом исчислении составит 6,7%, что превысит кредитную ставку 6,50%, что равнозначно ежемесячному убытку 0,20% ($6,50 - 6,70$) от годовой ставки. Если, по ожиданиям Швейцарского кредитного банка в дни 60 и 90 стоимость займа на срок 1 месяц составит соответственно 7,10 и 7,70%, то ему необходимо обдумать продление срока займа, чтобы предотвратить дальнейшее увеличение убытков по соотношению своих кредитов и займов. Аналогичный анализ применяется для изучения позиции по займам и кредитам всего портфеля евробанка.

Мы должны помнить, что в совокупности евробанк может получить прибыль от повышения процентных ставок, так как доходы и расходы по процентам имеют тенденцию повышаться одновременно.

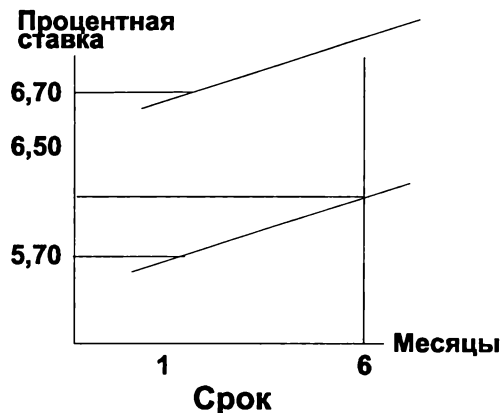


РИС. 11.2. ИЛЛЮСТРАЦИЯ ПОВЫШЕНИЯ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ЕВРОДОЛЛАРА

Механизм торговли

Для проведения операций с евровалютами и другими активами денежного рынка международному банку необходимо иметь специальный отдел по международной денежной торговле. В большинстве банков эта функция возложена на так называемую “диллинговую комнату” по операциям на денежном рынке, где работают десятки дилеров, каждый из которых специализируется на конкретном виде инвестиций денежного рынка. Внимание этих специалистов обычно сосредоточено на казначейских векселях, депозитных сертификатах, краткосрочных простых векселях или иностранных евровалютах, а также на финансовых фьючерсах и опционах. Многие крупные международные банки гордятся тем, что в их подчинении находится не менее десяти диллинговых комнат с полным обслуживанием по всему миру. Эти отделения обеспечивают круглосуточное обслуживание клиентов банка. Банки вкладывают большие средства в операции диллинговых комнат, так как для их работы необходимы компьютеры, телекоммуникационное оборудование и программное обеспечение.

Стоимость и конечное использование денежных средств

При работе на международном денежном рынке банку необходимо оценить свои потребности в наличных денежных средствах, найти средства обеспечения этих потребностей по наиболее низкой цене и передать эти средства в различные отделения (по корпоративному кредитованию, по операциям по торговле еврооблигациями и другими инструментами денежного рынка). По этой причине необходимо составление ежедневных и еженедельных прогнозов по потребностям в наличных средствах. Банку предоставляется возможность получить прибыль за счет разницы между стоимостью средств, кредитами и доходами от инвестиций, полученными благодаря работе различных отделений банка. Таким образом, банк получает прибыль, если в результате операции дилинговой комнаты были получены наличные средства по низкой стоимости. Другие отделения банка размещают эти средства по выгодным процентным ставкам, что и обеспечивает доход банка. Конечное использование может включать:

- инвестиции в активы денежного рынка (деPOSITные сертификаты, казначейские векселя);
- участие в еврокредитах;
- операции с еврооблигациями и другими ценными бумагами на вторичном рынке;
- первоначальный андеррайтинг¹ еврооблигаций.

Второй важный источник прибыли заключается в операциях самой дилинговой комнаты (мы обсудим эти операции позднее в этой главе).

ВРЕМЕННАЯ СТРУКТУРА И ФОРВАРДНАЯ КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ

На международном денежном рынке международные банки имеют возможность осуществлять широкий спектр дилинговых, арбитражных и спекулятивных финансовых операций. Эта деятельность дает возможность банкам как получать более интегрированные финансовые средства, так и осуществлять финансовое обслуживание основных клиентов.

ТАБЛИЦА 11.1 ВРЕМЕННАЯ СТРУКТУРА И ФОРВАРДНАЯ КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ, ПОСТРОЕННАЯ ПО ПРОЦЕНТНЫМ СТАВКАМ ЕВРОДОЛЛАРА И ЕВРОНЕМЕЦКОЙ МАРКИ

Срок	Стоимость евродоллара	Стоимость евронемецкой марки	Форвардная кривая доходности	Реальная форвардная премия по немецким маркам	Преимущество средств в долларах
	1	2	3	4	5
Овернайт	5,92	4,00%	1,92%	1,85%	−0,07
1 месяц	6,00	4,20	1,80	2,05	0,25
3 месяца	6,30	4,40	1,90	2,10	0,20
6 месяцев	6,70	4,60	2,10	1,95	−0,15

Примечание. Преимущество в стоимости, показанное в колонке 5, не обязательно является результатом отсутствия условия равенства процентных ставок. Оно может возникать либо по причине различий в налогообложении различных стран, либо из-за правительственных ограничений на проведение различных видов межгосударственных операций с капиталом, либо из-за различий в вероятности наступления риска и рискованных премий при операциях с валютами.

¹ Гарантированное размещение (ценных бумаг).

Доступ к различным секторам евровалют с альтернативными сроками придает значительную гибкость и разнообразие выбора деятельности на международном денежном рынке. Эту гибкость можно лучше оценить на конкретном примере. Предположим, что международный банк должен предоставить своему клиенту финансовые средства в немецких марках на срок 6 месяцев. Данные об условиях на рынке показаны в табл. 11.1 и на рис. 11.3, по которым мы видим, что у банка есть несколько путей обеспечения этого кредита. Первый вариант состоит в том, чтобы занять средства в евронемецких марках на разные сроки («овернайт»¹, на 1, 3 или 6 месяцев). Второй вариант состоит в том, чтобы занять средства в евродолларах на различные сроки и обменять доллары на немецкие марки. Если действовать по первому варианту — занимать немецкие марки на разные сроки, — то необходимо выбрать уровень процентного риска (возникающего из-за несовпадения по срокам между активами и пассивами). Если же идти по второму пути — занимать евродоллары, — то необходимо принять во внимание валютный риск, если только операция по обмену не предпринимается для устранения этого риска.

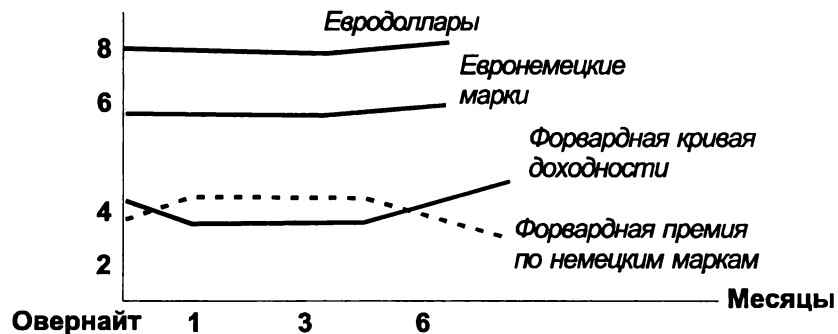


РИС. 11.3. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ ЕВРОДОЛЛАРА, ЕВРОНЕМЕЦКОЙ МАРКИ И ФОРВАРДНЫЕ КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ

Стоимость каждого альтернативного варианта показана в табл. 11.1, колонки 1, 2 и 4. Колонка 3 была получена вычитанием колонки 2 из колонки 1 и представляет собой форвардную кривую доходности. Эта кривая является разностью между стоимостью евродолларов на конкретный срок и стоимостью евронемецкой марки на тот же срок. Вычерченная форвардная кривая доходности показывает, на сколько дороже будет получение средств в долларах по сравнению со средствами в немецких марках без учета прибыли от обмена долларов на немецкие марки. Различия в стоимости не обязательно указывают на отсутствие условия равенства процентных ставок (см. примечание к табл. 11.1)

Эта информация представляет ценность для банка при выборе стратегии обеспечения денежных средств, так как она показывает разность между стоимостями при использовании альтернативных источников средств. Если скомбинировать информацию на рис. 11.3 и прогнозируемую кривую доходности, мы получим более полное представление о рисках и стоимостях по каждой из альтернативных стратегий. Например, предположим, что ожидается повышение долларовой кривой доходности примерно на 1% по всем срокам. Это повышение включает потенциальный риск при работе со средствами в долларах, не говоря уже о его влиянии на стоимость этих

¹ «овернайт» — на срок до начала следующего рабочего дня или с пятницы до понедельника. (Прим. ред.)

средств. Если мы предполагаем, что есть большая вероятность повышения долларовой кривой доходности, то мы можем принять альтернативные стратегии, предполагающие работу со средствами в немецких евромарках.

Данные в колонке 4 табл. 11.1 показывают прибыль от обмена долларов на немецкие марки. Колонка 5 указывает, работа с какими видами денежных средств является более выгодной для банка. При сроках 6 месяцев и “овернайт” арбитражные операции с обменом долларов на немецкие марки невыгодны, что указывает на то, что в данном случае предпочтительнее работа с немецкими марками. Напротив, при сроках 1 и 3 месяца такие арбитражные операции выгодны, однако в данном случае банк-кредитор сталкивается с несоответствием по срокам между активами и пассивами. По истечении 1 или 3 месяцев стоимость евродолларового займа будет превышена, так же как и при обмене долларов на немецкие марки. Так как такие изменения стоимости невозможно предсказать заранее, то банк сталкивается с риском при возврате долларов, даже если кредит был деноминирован в немецких марках. Риск, возникающий при возврате долларов, можно сократить или устранить следующими действиями:

- 1) занять евродоллары на 3 месяца вместо 1 месяца, чтобы снизить риск при возврате долларов;
- 2) перейти к работе с немецкими марками на срок 6 месяцев, даже если это сокращает прибыль и ухудшает конкурентную позицию банка;
- 3) перейти к работе с немецкими марками на срок 3 месяца, даже если это более дорогостоящее мероприятие, при условии что вероятность повышения процентной ставки немецкой марки намного ниже вероятности повышения процентной ставки доллара.

ТАБЛИЦА 11.2 ИСТОЧНИКИ ПРИБЫЛИ ПРИ ОПЕРАЦИЯХ С ЕВРОВАЛЮТАМИ

Источник прибыли	Вид деятельности	Доход	Риск
1. Основные операции	Межбанковская покупка и продажа евродепозитов на короткие стандартные сроки	Низкий доход из-за малой разницы при межбанковской торговле	Низкий риск, зависящий от кредитного статуса банка-партнера
2. Преобразование сроков	Преобразование сроков денежных средств при их приобретении в сроки, требующиеся для предоставления кредита	Средний доход, зависящий от колебаний кривой доходности	Средний риск, зависящий от степени несовпадения по срокам между активами и пассивами
3. Валютный арбитраж	Стандартный процентный арбитраж. Перевод денежных средств из одного валютного сектора денежного рынка в другой	Низкий доход, основанный на сочетании процентной разницы и форвардной разницы	Низкий риск, зависящий от кредитного статуса банка-партнера
4. Позиционирование средств	Принятие спекулятивной позиции, основанной на ожидании повышения или понижения данной процентной ставки или валютной ставки в установленный период в ближайшем будущем	Высокий доход при удачном прогнозе валютного курса	Высокий риск, так как существует вероятность непрогнозируемого изменения курса

ФОРМИРОВАНИЕ БАНКОВСКОЙ ПРИБЫЛИ

Дилинговая комната банка на денежном рынке выполняет две основные функции. Они заключаются в удовлетворении общих потребностей банка, включая потребности клиентов, и в работе в качестве “центра формирования прибыли” на самостоятельной основе. Если эта комната выполняет преимущественно последнюю функцию, то она не обязана обслуживать другие отделения банка и его клиентов. Вместо этого главной функцией этого отдела становится получение прибыли через проведение операций на рынке.

Мы изучим четыре основных источника формирования прибыли через операции с евровалютами, а именно: основные операции, преобразование сроков, валютный арбитраж и позиционирование денежных средств (табл. 11.2). Но перед изучением этих операций необходимо отметить следующее. Из-за введенных ограничений на капитал в конце 80-х годов многие банки были вынуждены сократить объем своих операций. В соответствии с этими ограничениями собственный капитал банков был разделен на определенные категории рисков по активам. Так как маржа прибыли по активам и пассивам в евровалютах остается достаточно низкой, то банки не стремились увеличивать размер этих активов и соответствующий капитал. За дополнительной информацией читатель может обратиться к главе 9.

Основные операции

Основным видом операций с евровалютами являются депозитные операции с валютами на оффшорных банковских рынках. Термин “оффшорный рынок” используется, когда банковское учреждение проводит торговые операции с валютой за пределами страны происхождения этой валюты. Например, торговые операции с евродолларами производятся за пределами (т. е. на оффшорном рынке) США: операции с евростерлингами производятся в Париже, за пределами (т. е. на оффшорном рынке) Лондона, а операции с еврошвейцарскими франками производятся в Париже и Люксембурге, за пределами (т. е. на оффшорном рынке) Цюриха. Оффшорные денежные рынки, в отличие от внутренних рынков, не регулируются и не подчиняются резервным требованиям, вводимым центральными банками. Отсутствие регулирования позволяет проводить операции на оффшорных рынках по более низкой стоимости и более эффективно, чем на внутренних рынках. Например, долларовые депозиты в Нью-Йорке подчинены резервным требованиям Федеральной резервной системы к наличным средствам, в то время как евродолларовые депозиты в Лондоне и Париже этим требованиям не подчиняются. Таким образом, операции на рынке евровалют являются более выгодными, чем на внутреннем банковском рынке.

Каждый евродоллар, полученный банком-дилером, может быть полностью депонирован повторно в другой банк или передан заемщику. Эта цепочка повторно депонированных долларов, связывающая один банк с другим, является замкнутой. В конечном счете эта цепочка прерывается, если евробанк находит возможность предоставить кредит небанковскому учреждению по выгодной марже прибыли. Основные операции включают деятельность банка по покупке и продаже конкретной евровалюты (например, евродолларов) на определенный срок. В соответствии с этим банк действует на двух сторонах рынка, покупая конкретные срочные депозиты, например на срок 1 месяц, по одной процентной ставке (6%) — спрос, и продавая их по более высокой ставке (6,13%) — предложение. Разница между процентными ставками спроса и предложения и определяет брутто-прибыль банка-дилера. Эта разница

будет меньше в случае с валютами, по которым проводятся интенсивные торговые операции (евродоллар и евростерлинг), и меньше в случае с валютами, операции с которыми не столь интенсивны (евролира и еврогульден). В течение 80-х годов результатом конкуренции между евробанками стали разницы между спросом и предложением по евровалютам с особенно низкой маржей прибыли.

Преобразование сроков

Евробанкам было бы почти невозможно выжить только за счет основных операций, так как разницы становятся достаточно небольшими. Более значительные разницы могут быть получены в результате преобразования сроков. При устойчивом повышении кривой доходности, как показано на рис. 11.4, банк-дилер имеет возможность взять заем в евродолларах по ставке 6,40% и поместить эти средства на срочный депозит по ставке 6,80% (без учета разницы между спросом и предложением, которая несколько сокращает прибыль). Но при этом преобразовании возникает несоответствие по срокам между активами (срок 1 месяц) и пассивами (срок 2 месяца) евробанка. Это несоответствие по срокам представляет возможный риск, когда банк при благоприятном стечении обстоятельств имеет возможность получить более высокий доход за счет более широкой процентной разницы. По истечении 1 месяца банк должен будет рефинансировать депозитные средства сроком на 2 месяца. Если произойдет повышение процентной ставки до рефинансирования, то это может привести не только к потере всей прибыли, но и к возникновению убытков в балансе банка. Банки могут управлять несоответствием по срокам (открытая процентная позиция) на вторичных рынках. Все чаще банками используются для этой цели процентные фьючерсы и свопы. В этом случае существует альтернатива между риском (в результате несовпадения по срокам между активами и пассивами) и прибылью (разница между процентными ставками по кредитам и займам на кривой доходности евродоллара).

При увеличении несоответствия по срокам между активами и пассивами увеличивается и потенциальный доход (так же как и увеличивается риск). Первоначально банк мог бы занять евродоллары на 1 месяц по ставке 6,4% и разместить их на срочные депозиты на 4 месяца по ставке 7,6%, получив от этой операции брутто-прибыль в 1,2%. Увеличение риска происходит из-за увеличения несовпадения по срокам между активами и пассивами, которое в данном случае составляет 3 месяца. При необходимости рефинансирования депозита сроком 4 месяца возникает вероятность риска для банка в случае повышения процентных ставок в период, который превышает срок, указанный в предыдущем случае, в 3 раза (размещение депозитов на срок 2 месяца).

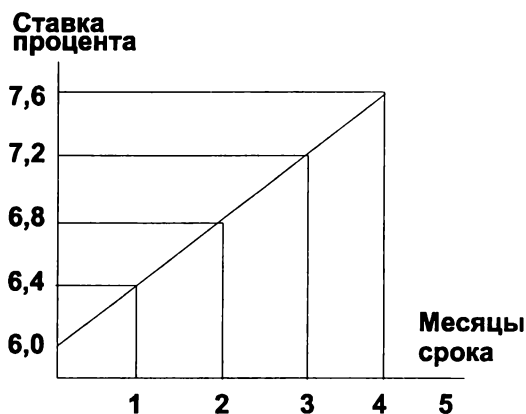


РИС. 11.4. КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ЕВРОДОЛЛАРА

Динамика преобразования сроков

В предыдущем анализе получения прибыли от преобразования сроков мы учитывали статические условия на рынке евровалют (отсутствие изменений в уровне процентных ставок). Теперь мы рассмотрим более реалистичные условия. В табл. 11.3 указаны и рассмотрены четыре сценария или сопоставления:

- 1) переход от незначительного повышения процентной ставки евродоллара к существенному повышению;
- 2) резкое изменение кривой доходности с более низкими процентными ставками;
- 3) повышение процентной ставки;
- 4) понижение процентной ставки.

Переход от незначительного повышения к существенному. В соответствии с этим сценарием процентные ставки евродоллара на сроки 1 и 2 месяца составляют соответственно 6,0 и 7,0%. Если ожидается небольшое изменение процентных ставок, евробанки могут продолжать занимать денежные средства на короткие сроки и предоставлять долгосрочные кредиты, сохраняя при этом существующее расхождение в сроках между активами и пассивами. Если же ожидается существенное изменение процентных ставок, то возникает совсем иная картина. Евробанки должны будут занимать денежные средства на долгий срок (6 месяцев) и предоставлять краткосрочные кредиты (1 месяц). После того как ожидаемое изменение произойдет, евробанки могут вернуться к положительному состоянию расхождений по срокам (краткосрочные займы — долгосрочные кредиты).

Резкое изменение кривой доходности с более низкими процентными ставками. В соответствии с этим сценарием евробанк может получить более высокую прибыль в результате резкого изменения кривой доходности (большее различие между ставками по разным срокам), если он сохранит положительное несовпадение по срокам. В данном случае возможно сохранить существующие расхождение по срокам (от 1 до 6 месяцев), для того чтобы увеличить прибыль, либо уменьшить данное расхождение (и соответствующий риск), чтобы сохранить существующий уровень прибыли.

Повышение процентной ставки. По этому сценарию евробанк ожидает повышения процентных ставок. Будет разумно брать займы на долгий срок (присваивая средства по низкой стоимости на 6 месяцев) и предоставлять кредиты на короткий срок (с тем чтобы вернуть эти средства, когда процентные ставки повысятся).

Понижение процентной ставки. По этому сценарию евробанк ожидает понижения процентных ставок. Также будет разумно продолжать брать займы на короткий срок и предоставлять кредиты на долгий срок. Однако в период, когда происходит понижение ставок, евробанк может с выгодой для себя сократить сроки займов, чтобы быстрее получить прибыль от понижения ставок.

Валютный арбитраж

Валютный арбитраж представляет собой третий источник формирования прибыли. Мы уже разбирали механизм валютного или процентного арбитража в предыдущей главе. Но такое изучение было в основном сосредоточено на статических аспектах ситуации, а именно когда процентные ставки и курсы обмена спот-форвард фиксированы. В реальной жизни эти ставки подвержены постоянным изменениям, в результате которых и открываются новые возможности формирования прибыли через процентный арбитраж.

ТАБЛИЦА 11.3 ДИНАМИКА ПРЕОБРАЗОВАНИЯ СРОКОВ НА ЕВРОВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

Процентные ставки евродоллара			Альтернативные сценарии и деятельность на денежном рынке	
Состояние рынка на настоящий момент	Последующий сценарий I	Последующий сценарий II	Сценарий I	Сценарий II
1. Переход от незначительного повышения процентной ставки евродоллара к существенному повышению				
1 месяц 6,0%	7,0%	9,0%	Краткосрочные займы — долго- срочные кредиты. Сохранение несо- ответствия по сро- кам	Долгосрочные зай- мы — краткосрочные кредиты. Временное изменение несоот- ветствия. Позже воз- врат к положительно- му несоответствию
6 месяцев 7,0%	8,0%	10,0%		
2. Резкое изменение кривой доходности с более низкими процентными ставками				
1 месяц 6,0%	4,5%	Не имеется	Сохранение суще- ствующего несо- ответствия для увеличения при- были или умень- шение несоответ- ствия и риска для сохранения преж- него уровня при- были	Не имеется
6 месяцев 7,0%	6,0%	Не имеется		
3. Повышение процентных ставок				
1 месяц 6,0%	8,0%	Не имеется	До завершения изменений осуще- ствлять долго- срочные займы и краткосрочные кредиты. Затем вернуться к поло- жительному рас- хождению в сро- ках	Не имеется
6 месяцев 7,0%	9,0%	Не имеется		
4. Понижение процентных ставок				
1 месяц 6,0%	Не имеется	5,0%	Не имеется	До завершения изме- нений осуществлять долгосрочные займы и краткосрочные кре- диты. По возможно- сти сократить срок займов (овернайт либо одна неделя)
6 месяцев 7,0%	Не имеется	6,0%		

На конкретном примере мы можем показать, как изменения в процентных ставках могут открыть “временное окно” (т. е. временное улучшение конъюнктуры рынка) для проведения выгодных операций валютного или процентного арбитража. В табл. 11.4 показано первоначальное равновесие на денежном рынке, когда в день 1-й преобладает условие равенства процентных ставок. В такой ситуации нет благоприятных условий для получения прибыли в результате покрытого процентного арбитража. Разница между процентными ставками (ставка евростерлинга минус ставка евродоллара) равна разнице по операциям спот-форвард (стоимость обмена долларов на фунты стерлингов в расчете на год).

В начале дня 2-го процентная ставка евростерлинга повысилась на целый процентный пункт. Причиной этого повышения стали действия, предпринятые Банком Англии, в результате которых произошло повышение процентных ставок на денежном рынке фунтов стерлингов (Лондон), которое затем перешло и на рынок евростерлингов. В результате этого процесса появились возможности для проведения выгодного покрытого процентного арбитража евродолларов в евростерлинги. Данные табл. 11.4 показывают чистое преимущество от этого арбитража.

$$\begin{aligned} \text{Чистое преимущество} &= \text{Разница между процентными ставками} - \text{Разница по операциям спот-форвард} \\ (\$ \rightarrow \pounds) &= (10,50 - 7,50) - (2,0\%) \\ &= 1,0\% \end{aligned}$$

Покрытый процентный арбитраж продолжается в течение дня 2-го. К началу дня 3-го этот арбитраж приводит к следующим результатам:

- 1) в результате перевода средств в евростерлинговые депозиты произошло понижение процентных ставок до 10,25%;
- 2) в результате снятия средств с евродолларовых депозитов произошло повышение ставок евродоллара до 7,75%;
- 3) операции своп стали причиной того, что операции своп по фунтам стерлингов увеличились до 2,00500 долл.
- 4) также эти операции стали причиной того, что форвардные операции своп по фунтам стерлингов понизились до 1,9799 долл.

Таким образом, в день 3-й на финансовых рынках установилось новое равновесие с восстановленными условиями равенства процентных ставок. Разница между процентными ставками (2,50%) равна разнице по ставкам спот-форвард.

ТАБЛИЦА 11.4 ПОКРЫТЫЙ ПРОЦЕНТНЫЙ АРБИТРАЖ И СТРЕМЛЕНИЕ РЫНКОВ К ПАРИТЕТУ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Сектор рынка	День 1-й. Первоначальное рыночное равновесие	День 2-й. Рыночные ставки до арбитражных потоков	День 3-й. Рыночные ставки после процентных арбитражных потоков
Курс спот фунтов стерлингов	\$ 2,0000	\$ 2,0000	\$ 2,00500
Фунты стерлингов на 180 дней	1,9800	1,9800	1,9799
Ставка евродоллара	7,50%	7,550%	7,75%
Ставка евростерлинга	9,50%	10,50	10,25%
Стоимость в годовом исчислении обмена долларов на фунты стерлингов	2,0%	2,0%	2,50%
Разница между процентными ставками	2,0%	3,0%	2,50%
Чистое преимущество арбитража долларов в фунты стерлингов	0	1,0%	0

ТАБЛИЦА 11.5 ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И ВАЛЮТНЫЕ КУРСЫ (СРОК 3 МЕСЯЦА)

Условия на рынке	Равновесие (равенство процентных ставок)	Неустойчивость (выгодный арбитраж) День 1-й	Равновесие (равенство процентных ставок) День 8-й
Евродоллары	6,00%	6,00%	6,005
Евростерлинги	9,75%	10,75%	10,75%
Фунты стерлингов спот	1,5000	\$ 1,5000	\$ 1,5000
Фунты стерлингов форвард	1,4859	1,4859	\$ 1,4822
Процентная разница по фунтам стерлингов	3,75%	3,75%	4,75%
Прибыль от обмена долларов на фунты стерлингов	0	+ 1,0%	0

Что касается процентных ставок, то причиной этих изменений могут стать перемены в спросе на средства по кредитам. Например, в Великобритании спрос на кредиты может увеличиться, повышая процентные ставки в стерлинговом секторе (Лондон) и евростерлинговом секторе денежных рынков. Эти изменения показаны в табл. 11.5, где отражены условия кредита на день 1-й и день 8-й (т. е. недель позже). Давление на процентные ставки в сторону повышения полностью отражены в рыночных условиях дня 8-го в табл. 11.5. Очень важно то, что в то время как рынки постоянно стремятся восстановить равновесие, определенные изменения происходят в процентных ставках евростерлинга и в форвардных разницах по фунтам стерлингов. Банки-дилеры, которые знают об этих изменениях, могут начать действовать соответствующим образом, чтобы получить выгоду от этих изменений:

- 1) начать энергичную форвардную продажу фунтов стерлингов;
- 2) начать энергичную форвардную покупку долларов;
- 3) брать займы в евростерлингах на долгие сроки;
- 4) предоставлять краткосрочные кредиты в евростерлингах.

Позиционирование денежных средств

При изучении динамики валютного арбитража становится понятно, что на международном денежном рынке банки-дилеры случайно получают возможность воспользоваться преимуществом при изменении процентных ставок и разницы валютных курсов. Во многих случаях эти банки пытаются спрогнозировать изменения процентных ставок и валютных курсов. Цель таких прогнозов — получить возможность проведения своевременных выгодных банковских операций. Например, если банк-дилер предвидит повышение процентных ставок евростерлинга (табл. 11.6), он может занять следующую спекулятивную позицию:

День 1-й: Покупка фунтов стерлингов на 1 месяц за 1,9933 долл. — продажа фунтов стерлингов на 12 месяцев за 1,9200 долл.

День 31-й: Продажа спот фунтов стерлингов за 2,0000 долл. — покупка фунтов стерлингов на 11 месяцев за 1,9087 долл.

ТАБЛИЦА 11.6 ФОРВАРДНАЯ РАЗНИЦА ПО ФУНТАМ СТЕРЛИНГОВ ПРИ ПРИНЯТОЙ РАЗНОСТИ МЕЖДУ ПРОЦЕНТНЫМИ СТАВКАМИ В 4 И 5%, ЕСЛИ ПРЕДПОЛОЖИТЬ СУЩЕСТВОВАНИЕ СОВЕРШЕННОГО РЫНОЧНОГО РАВНОВЕСИЯ

	Условия на рынке до повышения стерлинго- вых процентных ставок	Условия на рынке после повышения стерлинго- вых процентных ставок
Денежный рынок		
Стерлинговые процентные ставки	10,0%	11,0%
Долларовые процентные ставки	6,0%	6,0%
Валютный рынок		
Стерлинги спот ¹	\$ 2,0000	\$ 2,0000
Покупка фунтов стерлингов на 1 месяц	1,9933	1,9917
Покупка фунтов стерлингов на 11 месяцев	1,9267	1,9083
Покупка фунтов стерлингов на 12 месяцев	1,9200	1,9000
Изменение за месяц	0,0067	0,0083

Примечание. Изменение за 1 месяц основано на предположении, что процентная разница остается одинаковой по всем срокам. Таким образом, форвардная разница по фунтам стерлингов возрастает каждый месяц на одинаковую сумму.

Иногда устанавливается сбалансированная валютная позиция, когда не происходит ни коротких, ни длительных изменений. Закрывая приобретение фунтов стерлингов на один месяц продажей спот в день 31-й, банк получает прибыль в размере 0,0067 долл. на каждую позицию фунтов стерлингов. Закрывая позицию по продаже на 12 месяцев, банк получает прибыль в размере 0,0117 долл. на каждую позицию фунтов стерлингов. В этом случае брутто-прибыль составит 0,0184 долл. на каждый фунт стерлингов по занятой позиции (табл. 11.7).

Мы сможем лучше понять это позиционирование денежных средств, если обратимся к рис. 11.5. Первоначально мы находимся на верхней форвардной кривой, где можем совершать сделки своп (точки А и В). После повышения процентных ставок в Лондоне мы перемещаемся на нижнюю форвардную кривую, где начинаем второй этап сделок своп (точки С и D). Рассчитанные форвардные ставки обмена представлены в табл. 11.7.

ТАБЛИЦА 11.7 РАСЧЕТ ПРИБЫЛИ — СПЕКУЛЯТИВНЫЕ ОПЕРАЦИИ НА ПОВЫШЕНИИ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ЕВРОСТЕРЛИНГА, В ДОЛЛ.

Прибыль, полученная в конце месяца 1-го:

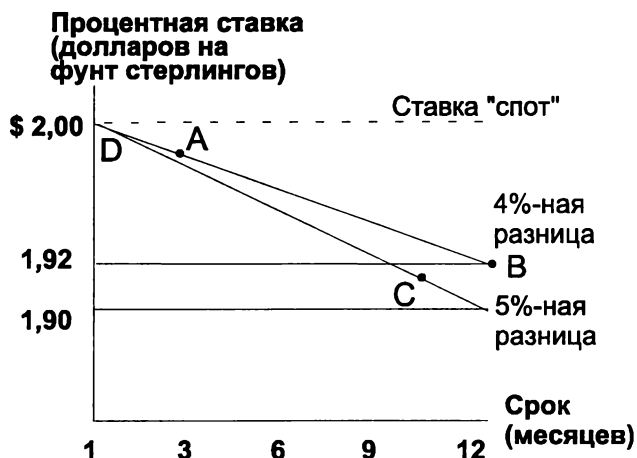
1. Первая позиция по свопам — покупка фунтов стерлингов на 1 месяц за	1,9933
2. Вторая позиция по свопам — продажа спот фунтов стерлингов за	2,0000
3. Прибыль на 1 фунт стерлингов	0,0067

Прибыль, полученная в конце месяца 12-го:

4. Первая позиция по свопам — продажа фунтов стерлингов на 12 месяцев за	1,9200
5. Вторая позиция по свопам — покупка фунтов стерлингов на 11 месяцев за	1,9083
6. Прибыль на 1 фунт стерлингов	0,0117

Общая прибыль на 1 фунт стерлингов (строчки 3+6) **0,0184**

¹ Сделка “спот” по фунтам стерлингов с расчетом на второй рабочий день после ее заключения.



Примечание. Точки А и В отражают первоначальную позицию по свопам. Точки С и D отражают вторую позицию по свопам. Первый своп заключается в покупке фунтов стерлингов на 1 месяц и продаже фунтов стерлингов на 12 месяцев. Второй своп заключается в продаже спот фунтов стерлингов и покупке фунтов стерлингов на 11 месяцев.

РИС. 11.5. ФОРВАРДНЫЕ КРИВЫЕ ПО СДЕЛКАМ ПРИ РАЗЛИЧНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВКАХ МЕЖДУ ДОЛЛАРАМИ И ФУНТАМИ СТЕРЛИНГОВ

При таком способе позиционирования средств возникает несколько рисков. Один риск заключается в вероятности того, что процентные ставки в Лондоне по стерлинговым ценным бумагам понизятся, а не повысятся. Если это произойдет, то в результате позиционирования средств банк потерпит убытки. Точно так же, если процентные ставки по долларovým инструментам денежного рынка повысятся, то сузится разность между процентами, и банк потерпит убытки и в этом случае. Если процентные ставки не изменятся после занятия банком определенной позиции, то на положение банка, проводящего спекулятивные операции, это никак не повлияет, так как позиция сбалансирована (не подвержена риску). Однако, если банк изменяет (возобновляет) позицию, то по каждому изменению будет небольшой убыток¹.

ОДНОВАЛЮТНЫЕ, ДВУХВАЛЮТНЫЕ И МУЛЬТИВАЛЮТНЫЕ ОПЕРАЦИИ

Деятельность крупных банков на международных денежных рынках может сосредотачиваться на операциях в одной валюте, на двухвалютных и мультивалютных операциях. В каждом из этих случаев будут различными и возникающие проблемы, и принимаемые решения. Чтобы наглядно показать операции в одной валюте, мы рассмотрим евродолларовый арбитраж между Нью-Йорком и оффшорными рынками. Чтобы проиллюстрировать двухвалютные операции, мы изучим денежный рынок Лондона и возможности арбитража долларов и евродолларов. Более сложная ситуация мультивалютного арбитража будет рассмотрена на примере Международного казначейского отчета.

¹ Возобновляемый своп без изменений в процентных ставках будет заключаться в следующем: покупка фунтов стерлингов на 1 месяц за 1,9933 долл. и продажа спот фунтов стерлингов за 2,000 долл.

Евродолларовый арбитраж

Общее понятие арбитража

После отмены контроля за капиталом в США в 1974 г. евродолларовые и долларовые процентные ставки в США стали тесно взаимосвязанными. Процентные ставки евродоллара во многом определяются внутренними ставками доллара. Двухсторонний арбитраж поддерживает тесные связи между евродолларовыми рынками и банковской системой США. Можно с уверенностью говорить о том, что евродолларовый рынок и денежный рынок США представляют собой интегрированные секторы мирового финансового рынка. Денежные рынки США и евродолларов связаны между собой арбитражными операциями крупных центральных банков и небанковских заемщиков и кредиторов. Финансовые сделки, совершаемые участниками денежного рынка на основе разницы между процентными ставками, имеют тенденцию сокращать эту разницу. Когда представляется выгодным совершить перевод средств или провести арбитраж средств между рынками, то перевод сокращает несоответствие по срокам между активами и пассивами, так что впоследствии арбитраж становится также невыгодным.

Практика банковского регулирования

Практика банковского регулирования и практика ценообразования в каждой стране различны, что и становится причиной различий в процентной стоимости и формировании прибыли между участниками денежного рынка. При сравнении реальной стоимости кредита небанковские заемщики должны учитывать различные требования компенсационного остатка и различные кредитные разницы. Банки должны учитывать влияние резервных требований и требуемые размеры страхования вкладов на стоимость денежных средств. Таким образом, арбитражное поощрение может быть разным для разных групп участников денежного рынка. В результате этих различий могут появиться благоприятные условия для перевода банковских денежных средств на денежный рынок США, когда в то же самое время небанковским участникам будет выгодно перевести денежные средства из США на долларовые рынки за пределами США. Несколько факторов ограничивают использование банками возможностей арбитража.

1. Руководство банков и владельцы их акционерного капитала тщательно следят за нормой прибыли, полученной по общим активам, и за возможным различным эффектом арбитража на ставку дохода по активам.
2. Органы правительств, ведающие банковскими системами, сосредоточили свое внимание на достаточности собственного капитала банка и на тенденции к снижению соотношения капитала и активов, которая наблюдалась с 1978 по 1989 г.
3. С недавнего времени рискованность межбанковского размещения стала вызывать беспокойство банков США. Причиной его стали проблемы, с которыми столкнулись банки при предоставлении кредитов развивающимся странам и странам Восточной Европы.

Мы можем выделить две категории банковского арбитража. Один вид арбитражных операций требует выпуска новых банковских пассивов и приобретения новых банковских активов, тем самым расширяя баланс банка. При работе с другим видом арбитражных операций баланс банка не изменяется. В этом случае банк переводит денежные средства между различными категориями пассивов.

Лондон и двухвалютные операции

Лондон предоставляет определенные преимущества двухвалютного денежного рынка банкам и корпорациям, штаб-квартиры которых расположены в Лондоне. Система льгот для работы на местном валютном (стерлинговом) рынке хорошо развита, и в то

же время банки получают значительные льготы при работе на евродолларовом рынке. В Лондоне банки и корпорации получают доступ как к долларовой, так и к стерлинговой торговле депозитными сертификатами, срочными депозитами, а также имеют доступ к высокоэффективному валютному рынку (самому крупному в мире) для облегчения движения средств между двумя основными валютными секторами.

Благодаря этим преимуществам несколько сотен иностранных банков открыли отделения в Лондоне. Многонациональные корпорации также рассматривают Лондон как региональный финансовый центр. Банковские отделения в Лондоне могут осуществлять следующие виды деятельности: привлекать как евродолларовые, так и стерлинговые депозиты, владеть ликвидными активами в форме краткосрочных евродолларовых и стерлинговых банковских депозитов, выпускать и совершать операции с долларowymi и стерлинговыми депозитными сертификатами, обеспечивать кредиты в евродолларах и фунтах стерлингов, участвовать в зарубежных кредитах и получать финансовые средства для покупки долларовых или стерлинговых инвестиционных активов, не подвергаясь валютному риску.

Существование двух различных валютных кривых доходности на лондонском рынке позволяет участникам денежного рынка использовать дополнительные виды операций, приносящих прибыль, и большую гибкость при осуществлении регулирования ликвидности. Участники имеют возможность получить прибыль за счет изменений в процентных ставках либо в ставках валютных курсов.

Лондонский рынок особенно эффективен, так как он предоставляет следующие возможности:

- 1) обеспечение долларовых и стерлинговых кредитов;
- 2) развитие прибыльного и эффективного валютного обмена и сделок в евровалюте;
- 3) осуществление доходных торговых операций на денежном рынке с депозитными сертификатами, простыми и переводными векселями, а также с другими краткосрочными и финансовыми активами.

Международный казначейский отчет

Существующие возможности для проведения выгодного международного денежного арбитража расширяются, если международные банки могут работать как с партнерами на главных евровалютных секторах, так и на внутренних рынках при осуществлении международных операций с денежными средствами. Для этого необходимо средство комбинирования доступной информации, касающейся внутренних и евровалютных процентных ставок, стоимости валютных свопов и др. Многие банки получают такую информацию из Международного казначейского отчета, о котором пойдет речь в следующем разделе.

Основные виды использования Международного казначейского отчета

Международный казначейский отчет предоставляет международным банкам статистическую информацию, которая необходима для осуществления широкого спектра операций на денежном рынке. В Международном казначейском отчете содержится следующая информация (табл. 11.8):

- 1) процентные ставки на местных денежных рынках и по банковским депозитам;
- 2) стоимость валютных свопов;
- 3) ставки по евровалютным депозитам (спрос/предложение);
- 4) процентные ставки и курсы обмена по различным срокам.

ТАБЛИЦА 11.8 МЕЖДУНАРОДНЫЙ КАЗНАЧЕЙСКИЙ ОТЧЕТ
(СТОИМОСТЬ ФОНДОВ — ДОХОД ПО ФОНДАМ)

Процентные ставки на внутренних рынках		Стоимость операций обмена долларов		Ставки по евровалютным депозитам (спрос)	
Доллар США				Евродоллар	
				Овернайт	12,87—13,00
Банковская ставка по депозитам	12,62	1 месяц	0	1 месяц	13,31—13,44
Первичный банковский кредит	15,75	3 месяца	0	3 месяца	13,75—13,88
Казначейские векселя	11,90	6 месяцев	0	6 месяцев	14,81—14,94
Немецкая марка				Евронемецкая марка	
Банковская ставка по депозитам	159,50	1 месяц	–2,71	1 месяц	10,44—10,57
Первичный банковский кредит	13,00	3 месяца	–3,18	3 месяца	10,50—10,63
Ставки на денежном рынке	10,50	6 месяцев	–3,96	6 месяцев	10,56—10,69
Швейцарский франк				Еврошвейцарский франк	
Банковская ставка по депозитам	7,75	1 месяц	–3,24	1 месяц	8,87—9,00
Первичный банковский кредит	8,00	3 месяца	–4,04	3 месяца	9,25—9,38
Ставки на денежном рынке	10,12	6 месяцев	–5,06	6 месяцев	9,25—9,38
Фунт стерлингов				Евростерлинг	
Банковская ставка по депозитам	14,50	1 месяц	+1,78	1 месяц	15,37—15,50
Первичный банковский кредит	14,25	3 месяца	+1,67	3 месяца	15,69—15,82
Казначейские векселя	15,31	6 месяцев	+0,97	6 месяцев	15,69—15,812
Французский франк				Еврофранцузский франк	
Банковская ставка по депозитам	9,16	1 месяц	+2,06	1 месяц	15,75—15,88
Первичный банковский кредит	14,00	3 месяца	+2,75	3 месяца	17,00—17,13
Ставки на денежном рынке	15,25	6 месяцев	+3,44	6 месяцев	¹ 8,00—18,13
Иена				Евроиена	
Банковская ставка по депозитам	6,50	1 месяц	–7,08	1 месяц	6,12—6,25
Первичный банковский кредит	7,00	3 месяца	–6,92	3 месяца	6,12—6,25
Казначейские векселя	5,68	6 месяцев	–7,54	6 месяцев	6,87—7,00

Примечание. Знак “минус” указывает на отрицательную стоимость обмена (прибыль). В этом случае обмен долларов на немецкие марки приносит прибыль. Обмен долларов на французские франки приводит к убыткам. При изменении направления издержки становятся прибылью. Обмен французских франков на доллары приносит прибыль.

Источник. Морган Гарант Траст К°. Мировые финансовые рынки // Уолл Стрит Джорнал.

Используя информацию Международного казначейского отчета, международные банки могут:

- 1) найти источники денежных средств с низкой стоимостью;
- 2) разместить средства на рынках с высокой доходностью;
- 3) вычислить возможные арбитражные пути для перевода средств, основанные на местоположении или на сроках, или на этих двух факторах одновременно;
- 4) определить разницу между процентным арбитражем и стоимостью обмена.

Эта информация может быть использована банком при проведении собственных операций либо может быть предоставлена клиентам для планирования их международных финансовых потребностей на основе более точной информации.

Мы должны помнить о том, что необходимо учитывать резервные требования и стоимость страхования вкладов, там где это требуется по закону, при регулировании стоимости денежных средств и при расчете чистой прибыли, которая может быть получена при использовании каждого конкретного арбитражного канала. Все эти факторы были описаны в предыдущем разделе по еврорыночному арбитражу.

Внутренний и внешний арбитраж

Крупные банки США используют свои зарубежные отделения для того, чтобы сбалансировать доступность кредитных средств между внутренними и зарубежными рынками. В зависимости от направления потоков денежных средств арбитражные операции можно разделить на внутренние и внешние. В случае внутреннего арбитража банк США получает денежные средства внутри страны, выпуская в большом объеме депозитные сертификаты и повторно депонируя эти средства в свои зарубежные отделения. Если зарубежное отделение, в свою очередь, помещает эти средства на рынок еврорынок или предоставляет кредит корпоративному клиенту, то в результате внешнего арбитража происходит увеличение общего баланса банка. Поскольку внешний арбитраж главным образом оценивается на основе стоимости средств на внутреннем рынке депозитных сертификатов, могут быть использованы и другие источники средств внутри страны. Если ставки выгодны, то внутренний арбитраж может обеспечиваться новым выпуском коммерческих бумаг холдинговых компаний. Однако рынок депозитных сертификатов более широк по охвату, более ликвиден и более гибок для приобретения арбитражных средств.

Хотя в предыдущем примере внешний арбитраж приводил к увеличению баланса банка, банк может принимать участие во внешних арбитражных операциях, не увеличивая при этом баланс. Банк может использовать новые внутренние средства в депозитных сертификатах для замещения ими существующих средств в еврорынке. В существующей практике этот способ перевода активов играет менее важную роль в международных арбитражных операциях, так как возникла потребность интеграции деятельности международных отделений и деятельности отделений на денежном рынке внутри страны.

Операции внутреннего арбитража используются, когда банки США переводят свои средства с внутреннего на иностранные рынки. Этот перевод обычно происходит, когда банки США проводят энергичную покупку денежных средств на секторах внутреннего денежного рынка. Более активные международные банки переходят к приобретению денежных средств на еврорыночном межбанковском рынке из-за их низкой стоимости. Банк США, приобретающий средства на еврорынке, должен сравнить реальную стоимость средств на внешних рынках и реальную стоимость средств на внутренних рынках. Реальная стоимость средств на внешних рынках рав-

на номинальной процентной ставке по евродолларовым депозитам, скорректированной с учетом применяемых резервных требований. Банку США будет выгодно перевести средства на внутренние рынки, если реальная стоимость средств на внешних рынках ниже, чем реальная стоимость средств (депозитных сертификатов) на внутренних рынках. В итоге эти арбитражные операции устанавливают нижний уровень стоимости средств на внешних рынках. Если в каком-нибудь секторе рынка процентные ставки евродоллара падают ниже данного уровня, банки США будут брать займы в этом секторе, тем самым поднимая процентную ставку евродоллара по спросу до тех пор, пока нижний предел не будет восстановлен.

Но существует практическое ограничение внутреннего арбитража. Это ограничение обусловлено отсутствием хорошо развитого внутреннего межбанковского рынка срочных денежных средств. Ставки на рынке срочных соглашений о продаже и обратной покупке обычно невыгодны. Участие банков в рынке срочных федеральных фондов подчиняется регулированию, которое накладывает ограничения на банковскую задолженность относительно собственного капитала и избытка средств.

Поощрение к совершению арбитража зависит от следующих факторов стоимости:

- 1) уровня процентных ставок по заемным средствам;
- 2) резервных требований к внутренним пассивам или чистым положительным займам в евродолларах;
- 3) требуемого страхования банковских депозитов;
- 4) рискованной премии по межбанковскому размещению евродолларов.

Некоторые другие факторы также важны при установлении размера арбитражных операций банка. Контроль за капиталом может препятствовать вовлечению банков в операции по внешнему кредитованию, или по внешнему заимствованию, или сразу по двум данным операциям. Банковская арбитражная деятельность может быть ограничена внешними рамками, вводимыми в соответствии с требованиями взаимосвязи баланса. Банковское управление возможными рисками также может стать причиной ограничений определенных балансовых соотношений. Эти возможные риски накладывают наиболее сильный отпечаток на коэффициенты достаточности банковского капитала и прибыльности.

Как показано на приведенном в дополнении 11.1 примере, операции внешнего арбитража проводятся, когда ставка по депозитным сертификатам на внутреннем рынке равна 9,00% и ставка евродолларов по покупке равна 12,00%. По этим ставкам реальная стоимость средств на внутреннем рынке составляет 9,61%, т. е. получается 239 базисных пунктов вознаграждения за счет проведения внешнего арбитража. Поток арбитражных средств повышает внутреннюю ставку по депозитным сертификатам до 10,40% и ставку евродолларов по покупке до 11,10%, т. е. до уровня, когда поощрение к арбитражу исчезает.

В примере, приведенном в дополнении 11.2, операции внутреннего арбитража проводятся, когда ставка по депозитным сертификатам на внутреннем рынке составляет 9,90%, а ставка евродолларов по продаже — 10,30%. В соответствии с этими ставками реальная стоимость средств на внутреннем рынке равна 11,29%, а реальная стоимость средств на внешнем рынке равна 10,96%. Следовательно, необходимо проводить внутренний арбитраж. Поток арбитражных средств снижает внутренние ставки по депозитным сертификатам до 9,80% и повышает ставки евродоллара по продаже до 10,51%. На этом уровне реальная стоимость средств на внутреннем рынке равна реальной стоимости средств на внешнем рынке, так что поощрение к проведению арбитражных операций исчезает.

Дополнение 11.1 АРБИТРАЖНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА ПРИ ВНЕШНИХ ПОТОКАХ**Внешний арбитраж**

Дана следующая информация:

ставка по депозитным 3-месячным сертификатам	
на вторичном рынке	9,00%;
ставка евродолларов по покупке на 3 месяца	12,00%;
страховая премия Федеральной корпорации	
страхования депозитов	0,037%;
резервные требования по депозитным сертификатам	6%, или 0,06.

Реальная стоимость средств на внутреннем рынке рассчитывается следующим образом:

$$\frac{9,00 + 0,037 \%}{(1 - 0,06)} = 9,61 \%$$

Этот результат указывает на то, что банк может получить прибыль в 239 базисных пунктов (12,00% – 9,61%) за счет проведения внешних арбитражных операций.

Если банк использует преимущества этой ситуации, то происходит повышение ставок по депозитным сертификатам и понижение ставок евродоллара, пока не исчезает данное поощрение. Когда ставки достигают следующих уровней, исчезает поощрение к арбитражу:

ставка на вторичном рынке депозитным сертификатам = 10,40%;
ставка евродолларов по покупке на 3 месяца = 11,10%.

При применении того же расчета получаем, что реальная стоимость средств в депозитных сертификатах на внутреннем рынке теперь составляет 11,10%:

$$\frac{10,40 + 0,037 \%}{(1 - 0,06)} = 11,10 \%$$

Для банков США реальная стоимость средств на внутреннем рынке теперь равна реальной стоимости этих средств на внешнем рынке. Необходимо отметить, что в результате проведения арбитражных операций разница между внутренними ставками сократилась с 300 до 70 базисных пунктов.

Подробнее о Международном казначейском отчете

В Международном казначейском отчете (МКО) содержится всеобъемлющая информация о мировой системе денежных рынков. В этот отчет включены основные издержки и доходы от денежного арбитража на всех основных секторах денежного рынка.

В дальнейшем мы рассмотрим арбитраж операций между различными источниками и видами использования средств, которые включают две различные валюты. Международный казначейский отчет (см. табл. 11.8) показывает возможности арбитража между шестью валютными секторами. Это дает 15 комбинаций валют для проведения арбитража.

В правой колонке МКО содержится информация о возможностях займов и кредитов в евровалютах. Мы должны отметить, что уровни процентных ставок в некоторых секторах (евроиена, еврошвейцарский франк) достаточно низкие, в то время как в других секторах (еврофранцузский франк, евростерлинг) процентные ставки высоки. Есть несколько объяснений этих различий.

Дополнение 11.2 АРБИТРАЖНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА ПРИ ВНУТРЕННИХ ПОТОКАХ**Внешний арбитраж**

Дана следующая информация:

ставка по 3-месячным депозитным сертификатам на вторичном рынке	9,90%;
ставка евродолларов на 3 месяца	10,30%;
страховая премия Федеральной корпорации страхования депозитов	0,037%;
резервные требования по депозитным сертификатам	12%, или 0,12;
резервные требования по евродолларам	6%, или 0,06.

Чтобы определить, существует ли поощрение к внутреннему арбитражу, необходимо рассчитать реальную стоимость денежных средств на внутреннем и внешнем рынках следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Реальная стоимость денежных средств на внутреннем рынке} &= \frac{9,90 + 0,037 \%}{(1 - 0,12)} = 11,29 \%; \\ \text{Реальная стоимость денежных средств на внешнем рынке} &= \frac{10,30 \%}{(1 - 0,06)} = 10,96 \%. \end{aligned}$$

Хотя номинальная стоимость средств в евродолларах на 40 базисных пунктов выше, чем номинальная стоимость средств на внутреннем рынке, реальная стоимость средств в евродолларах фактически на 33 базисных пунктах ниже реальной стоимости внутренних средств. Банк США получает поощрение к получению евродолларовых средств из своих зарубежных отделений вместо выпуска новых депозитных сертификатов. В результате этого поощрения ставка евродоллара будет повышаться, а ставка по депозитным сертификатам — понижаться до тех пор, пока реальные стоимости не будут уравновешены следующим образом:

ставка по 3-месячным депозитным сертификатам на вторичном рынке = 9,80%;
ставка евродоллара по продаже на 3 месяца = 10,51%.

Реальная стоимость средств на внутреннем рынке равна реальной стоимости средств в евродолларах (11,18%). Таким образом, не остается поощрения к внутреннему арбитражу.

1. Процентные ставки на рынке евровалют имеют тенденции следовать за процентными ставками валюты внутри страны этой валюты. Таким образом, повышение ставок в Великобритании или во Франции приведет к повышению процентных ставок на евторынке соответствующих валют (евростерлинг и еврофранцузский франк). Низкие ставки в Германии и Швейцарии станут причиной низких процентных ставок на евторынке соответствующих валют (евронемецкие марки и еврошвейцарские франки)¹.
2. Процентные ставки сильных валют остаются достаточно низкими как на внутренних денежных рынках, так и на евторынках. Процентные ставки слабых валют на этих рынках остаются достаточно высокими.

¹ Большинство арбитражных операций в долларовом секторе происходит между федеральными средствами и ставками по евродолларам на срок до начала следующего рабочего дня ("овернайт"). Арбитраж по более длительным срокам проводится не так часто.

Арбитражные операции с долларами и фунтами стерлингов

В центральной колонке МКО содержится информация о стоимости обмена долларов. Она представлена в форме ставок в годовом исчислении, которые можно сравнивать с процентными ставками. Мы можем использовать эту информацию для расчета поощрения к арбитражу между различными секторами денежного рынка. Например, международный банк, проводящий операции с евровалютами, может приобрести евродоллары на срок 1 месяц по ставке 13,31%, обменять эти средства на фунты стерлингов по цене 1,78% и разместить евростерлинги на депозит в другой евробанк на один месяц по ставке 15,50%. В этом случае чистое преимущество в расчете на год составит 0,41%. Это рассчитывается следующим образом:

стоимость евродолларов	13,31%
стоимость обмена	<u>1,78</u>
общая стоимость	15,09%
доход по евростерлингам	<u>15,50</u>
чистое поощрение к обмену на фунты стерлингов	+0,41%.

Так как для проведения операций представлено шесть валют, то из них можно составить 15 различных пар валют для проведения арбитража. В некоторых случаях чистое поощрение к арбитражу будет достаточно высоким, в других случаях — относительно низким. В частности, каждое конкретное поощрение зависит от сочетания взятых евровалют. Рыночные секторы евродолларов, евронемецких марок и евростерлингов достаточно велики и емки. В этих случаях объем арбитражных операций между данными секторами достаточно велик, а ставки в результате конкуренции сужены. Например, если занять немецкие марки на 3 месяца и обменять их на евродоллары на 3 месяца, то чистое поощрение к совершению этой операции составит 0,20, или 20 базисных пунктов. Это рассчитывается следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Доход по средствам} - \text{Стоимость средств} &= \text{Чистое поощрение.} \\ 13,88\% - (10,50\% + 3,18\%) &= 0,20\%. \end{aligned}$$

Стоимость средств в евронемецких марках равна сумме курса покупки евронемецких марок (10,50%) и стоимости обмена (3,18%).

Арбитражные операции с иенами и французскими франками

Если рассматривать рыночные секторы, где объем операций менее значителен и рынки более узкие, то в таких случаях чистое поощрение будет выше примерно на 40—80 базисных пунктов и более. Такие высокие поощрения, например, существуют в секторах еврошвейцарского франка и еврофранцузского франка. Если занять евроиены на 3 месяца и обменять их на еврофранцузские франки также на 3 месяца, то чистое поощрение при этой сделке составит 1,34%, или 134 базисных пункта. В данной ситуации может стать необходимым двойной своп¹.

Двойной своп включает в себя два отдельных компенсационных обмена. Первый обмен — это обмен иен на доллары. Второй обмен — доллары на французские франки.

¹ Двойной своп может стать более эффективным и выгодным по стоимости, когда при работе на долларовом секторе рынка обеспечивается более высокая активность, большая емкость и стабильность котировок.

Первый обмен включает	Второй обмен включает
Продажа иен по курсу "спот" (относительно долларов)	Покупка французских франков по курсу "спот"
Покупка иен "форвард" (прибыль)	Продажа французских франков "форвард" (убыток)
Стоимость = 6,92%	Стоимость = 2,75%

Необходимо отметить, что доллар играет роль валюты-посредника, которая связывает два обмена.
Прибыль-стоимость = поощрение к обмену на франки.

В левой колонке МКО указаны процентные ставки на финансовых рынках внутри стран. Мы должны отметить, что номинальная разница по прибыли между ставками банковских депозитов и ставками по первоначальным банковским кредитам в США значительно отличается. Самые низкие маржи прибыли наблюдаются на рынках Японии, Великобритании и Швейцарии. Маржи прибыли достаточно высоки во Франции и в Германии, а возможности для проведения арбитражных операций на денежных рынках значительно расширяются, если брать в расчет все три колонки. Можно найти выгодный источник денежных средств на рынке евро немецких марок, а затем обменять эти средства на долларовые кредиты на рынке первичных банковских кредитов. Евроиены могут быть обменены на фунты стерлингов для инвестиции в стерлинговые казначейские векселя. Банковские депозиты во французских франках могут быть получены на местном рынке, а затем обменены на евродолларовые депозиты.

Арбитражные операции с французскими франками и фунтами стерлингов

В предыдущих случаях мы рассмотрели возможности, открывающиеся при беглом изучении номинальных процентных ставок. Однако также необходимо учитывать дополнительные расходы там, где применяются внутренние резервные требования, и другие обязательные издержки. Очень часто учет внутренних или государственных резервных требований может не только сузить масштаб ожидаемого арбитража, но и изменить его направление. Приведем следующий пример. Мы можем занять денежные средства в фунтах стерлингов на лондонском рынке банковских депозитов по ставке 14,25%. Если мы обменяем фунты стерлингов на еврофранцузские франки, мы сможем получить 17,13% на депозит на 3 месяца. Стоимость двойного обмена рассчитывается следующим образом:

Первый обмен	Второй обмен
Продажа фунтов стерлингов по курсу "спот" (относительно долларов)	Покупка французских франков по курсу "спот" (относительно долларов)
Покупка фунтов стерлингов "форвард" (убыток)	Продажа французских франков "форвард" (убыток)
Прибыль = 1,67%	Стоимость = 2,75%

Мы получаем следующий конечный результат:

$$(17,13\% - (14,25 - 1,67 + 2,75)) = 1,80\% \text{ (поощрение к обмену на франки).}$$

Заметьте, что прибыль получена от проведения первого обмена, тогда как стоимость включена во второй обмен. Вышеприведенные результаты основаны на номинальной процентной ставке. Если мы включим в расчет резервные требования по стерлинговым депозитам в размере 10%, то реальная стоимость средств в фунтах стерлингов на внутреннем рынке будет следующей:

$$\frac{14,25\%}{1 - 0,10} = 15,83\%$$

Чистое поощрение при учете более высокой реальной стоимости средств в фунтах стерлингов составит

$$(17,13\%) - (15,83 + 1,08\%) = 0,22\%.$$

Арбитражные операции с немецкими марками и долларами. Рассмотрим другой пример: международный банк приобретает депозит в евронемецких марках на срок 3 месяца и обменивает эти средства на доллары для получения займа на рынке корпоративных кредитов. Учитывая 3% резервных требований по займам американских банков в евровалюте, получаем:

$$\text{Стоимость средств на внешнем рынке} - \frac{10,50\%}{1,00 - 0,03} = 10,83\%.$$

Стоимость средств составила:

Ставка евронемецких марок, скорректированная с учетом резервных требований США	10,83%
Стоимость обмена	+3,18%
Общая стоимость средств	14,01%
Первоначальная ставка в США	15,75%
Поощрение к обмену на доллары	1,74%

Вышеуказанные расчеты показывают, что существует достаточно весомое поощрение к обмену евронемецких марок на доллары. Однако при этом обмене возникает одна сложность. Первоначальные кредитные ставки показывают, что могут получить банки-кредиторы в период, когда существует настоятельный спрос на кредиты. Очень редко случается, что банки-кредиторы могут получить все коммерческие и промышленные кредиты, которые бы они хотели. Таким образом, еще одно препятствие, возникающее при проведении международного арбитража, отраженное в МКО, заключается в том, что конечные пользователи имеют ограниченную способность привлечения денежных средств.

АРБИТРАЖНЫЕ ОПЕРАЦИИ С ЕВРОВАЛЮТАМИ И ЕВРООБЛИГАЦИЯМИ

На рынке евровалют представлены более широкие возможности для проведения арбитража по сравнению с другими финансовыми рынками. Это можно сказать и о еврооблигациях, которые представляют собой среднесрочные и долгосрочные активы. Арбитраж еврооблигаций во многом основывается на взаимосвязи краткосрочных процентных ставок и процентных ставок купонных облигаций.

Когда истекает срок еврооблигаций, возникает возможность получения прибыли за счет получения краткосрочных займов и покупки облигаций. В зависимости от валют, которые вовлекаются в арбитражные операции, прибыль от арбитража может повышаться или понижаться. Рассмотрим пример проведения арбитражных операций между сектором евровалют и сектором еврооблигаций.

Биржевой маклер, работающий на лондонском рынке, отмечает, что котировка еврооблигаций, деноминированных в немецких марках, с 5%-ным купоном и сроком в 1 год, составляет 95,5—96%. Биржевой маклер может совершать сделки на межбанковском рынке евродолларов с депозитами на 12 месяцев, котировки которых составляют 93/8%—91/2%. Далее, можно договориться об обмене долларов на немецкие марки на срок 1 год по курсу покупки “спот” 1,8020 немецкой марки/1 долл. и

на срок 12 месяцев по курсу продажи “форвард” 1,7860 немецкой марки/1 долл. Будет ли выгоден такой арбитраж?

В конце одного года по облигации будет выплачено 1000 немецких марок номинальной стоимости плюс купон в 50 немецких марок. Доход в немецких марках по облигации составит

$$\frac{1050}{960} = 1,09337 (9,37\%).$$

Доход в долларах по облигации составит

$$1,0937 \times \frac{1,8020}{1,7860} = 1,1035 (10,35\%).$$

Доход в долларах в размере 10,35% превышает стоимость фондов, приобретенных биржевым маклером (9,5%). Таким образом, биржевому маклеру будет выгодно приобрести облигации для арбитража. В этом примере мы не учитываем операционных издержек, так как на рынке еврооблигаций они относительно невысоки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Операции международных банков на денежном рынке в основном проводятся на крупнейших национальных секторах денежного рынка — Нью-Йорка и Лондона — и на международном евровалютном рынке. В совокупности эти рынки составляют мировую финансовую систему.

Международные операции коммерческих банков с денежными средствами включают обеспечение требуемых средств, поддержание балансов по валютам в соответствии с валютной торговлей, а также сделки на денежном рынке (покупка/продажа инструментов, включая депозиты). Стоимость денежных средств должна быть скорректирована с учетом резервных требований, страховых премий по депозитам и факторов риска.

Банки формируют прибыль от операций на денежном рынке (евровалют) несколькими способами, а именно: прямые операции (участие в рыночных сделках), преобразование сроков, валютный (процентный) арбитраж и позиционирование средств. В каждом конкретном случае доход от операций прямо зависит от степени риска, принимаемого банком.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Опишите роль нью-йоркского денежного рынка в международных отношениях с 1946 г. до наших дней.
2. Укажите черты сходства и различия лондонского и нью-йоркского денежных рынков.
3. Укажите, какие инструменты денежного рынка являются самыми важными на рынках Нью-Йорка, Лондона и на международном евровалютном рынке.
4. Назовите самые важные связующие элементы для международных денежных рынков.
5. Какие операции являются важнейшим аспектом банковских операций с денежными средствами?
6. Назовите проблемы, которые возникают при сопоставлении стоимости денежных средств на различных международных рынках.
7. Какую роль в банковских операциях с денежными средствами играет анализ кривой доходности?

8. Объясните, как банк может получить выгоду от операций с евровалютами.
9. Что мы имеем в виду, когда называем Лондон двухвалютным денежным рынком? Какое влияние это оказывает на банковские операции на денежном рынке?

Для ответа на вопросы 10—15 используйте Международный казначейский отчет, содержащийся в главе 11 (табл. 11.8).

10. В чем чистое преимущество арбитража евростерлингов сроком 3 месяца в еврофранцузские франки?
11. В чем чистое преимущество арбитража евроиен сроком 6 месяцев в еврошвейцарские франки?
12. В чем чистое преимущество арбитража еврофранцузских франков в евростерлинги? Показывает ли ответ на этот вопрос, что существует возможность равновесия между данным денежным рынком и валютным рынком?
13. Сотруднику крупной корпорации в Париже необходимо взять заем в размере 150 млн. французских франков на срок 3 месяца. При обеспечении в какой евровалюте банк сможет получить самую большую прибыль по разнице в процентных ставках?
14. У немецкой корпорации появляется возможность вложить неработающие денежные средства (немецкие марки) на 1 месяц на покрытой основе. Какой из шести евровалютных секторов предоставляет наиболее благоприятные возможности для этой цели?
15. Лондонский банк располагает дополнительными средствами банковских депозитов, не подчиняющихся резервным требованиям, для инвестиций. Куда лучше вложить эти средства: в казначейские облигации или в другой денежный рынок?
16. Дана следующая информация:

ставка по депозитным сертификатам на 3 месяца в Нью-Йорке	— 7%;
курс покупки евродоллара на 3 месяца	— 9,2%;
страховая премия Федеральной корпорации страхования депозитов	— 0,037%;
федеральные резервные требования по депозитным сертификатам	— 3%, или 0,03.

 - а) Какова реальная стоимость средств в депозитных сертификатах на внутреннем рынке?
 - б) Сколько прибыли банк может получить от операций внешнего арбитража?
 - в) Рыночное равновесие будет достигнуто тогда, когда реальная стоимость средств в депозитных сертификатах на внутреннем рынке будет равна процентной ставке евродоллара на 3 месяца. Когда ставка по депозитным сертификатам составит 7,25% и рынки будут находиться в равновесии, какова будет соответствующая процентная ставка евродолларов?
17. Дана следующая информация:

ставка по депозитным сертификатам на 3 месяца в Нью-Йорке	— 8,20%;
курс покупки евродоллара на 3 месяца	— 8,50%;
страховая премия Федеральной корпорации страхования депозитов	0,037%;
федеральные резервные требования по депозитным сертификатам	— 8%, или 0,08;
федеральные резервные требования по евродолларам	— 3%, или 0,03.

 - а) Какова реальная стоимость средств в депозитных сертификатах на внутреннем рынке?
 - б) Какова реальная стоимость средств в евродолларах при операциях внутреннего арбитража?
 - в) Сколько прибыли банк может получить от операций внутреннего арбитража?

18. Банкир в Цюрихе может приобрести долларовые еврооблигации сроком ровно 1 год. Выплаты по купонам составляют 8%, а котировка этих еврооблигаций — 98,5—99. Банкир в Цюрихе находит депозиты в евростерлингах сроком 1 год с котировкой $9\frac{1}{8}$ — $9\frac{1}{4}\%$. Банкир имеет возможность начать обмен на срок 1 год фунтов стерлингов на доллары по курсу покупки “спот” 1,7830 долл. и по курсу продажи “форвард” (на срок 1 год) 1,7658 долл.
- а) Какова текущая кривая по долларovým еврооблигациям? Кривая по срокам?
 - б) Каков доход в фунтах стерлингов по облигациям?
 - в) Будет ли банкир из Цюриха продолжать арбитражные операции?

Краткая библиография

- Aliber, Robert Z. “International Banking: A Survey,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, November 1984.
- Bank for International Settlements. Annual Reports, Basle.
- Bank for International Settlements. Recent Innovations in International Banking, April 1986.
- Bernauer, K. “The Asian Dollar Market” *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Winter 1983.
- Coats, Warren L. “The Weekend Eurodollar Garnet” *Journal of Finance*, June 1981.
- Davis, Steven I. *The Euro-Bank*. New York: John Wiley 1980.
- Dufey, G. and I. Giddy. “Innovations in the International Financial Markets” *Journal of International Business Studies*, Fall 1981.
- Grabbe, J. Orlin. *International Financial Markets*. New York: Elsevier, 1986.
- Hultman, Charles W. *The Environment of International Banking*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1990.
- Hultman, Charles W. and L. Randolph McGee. “International Banking Facilities: The Early Response,” *The Bankers Magazine*, May-June 1984.
- Huang, Roger D. “Expectations of Exchange Rates and Differential Inflation Rates, Further Evidence on Purchasing Power Parity in Efficient Markets,” *Journal of Finance*, March 1987.
- International Monetary Fund. *International Capital Markets: Developments and Prospects*. Washington, D. C., 1990.
- Khoury, S. J. *The Deregulation of the World Financial Markets: Realities, and Impact*. Westport, CT: Quorum Books, 1990.
- Levy, Haim. “Optimal Portfolio of Foreign Currencies With Borrowing and Lending,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, August 1981.
- Meese, R. and K. Rogoff. “Was It Real? The Exchange Rate - Interest Differential Over the Modern Floating Rate Period,” *Journal of Finance*, September 1988.
- Mishkin, Frederick S. “Are Real Interest Rates Equal Across Countries? An Empirical Investigation of International Parity Conditions,” *Journal of Finance*, December 1984.
- OECD. *Financial Market Trends*, 1992.
- Putnam, Buford H. “Controlling the Euromarkets: A Policy Perspective,” *Columbia Journal of World Business*, Fall 1979.
- Sarver, Eugene. *The Eurocurrency Market Handbook*. New York: New York Institute of Finance, 1990.
- Stigum, Marcia. *The Money Market*, 3rd ed. Homewood, IL: Dow-Jones-Irwin, 1990.
- Taylor, Mark. “Covered Interest Parity: A High Frequency High Quality Data Study,” *Economica*, November 1987.
- Wairnsley, Julian. *The Foreign Exchange Handbook*. New York: John Wiley, 1983.

Международное кредитование и анализ регионального риска

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ И ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

С конца второй мировой войны зарубежное кредитование, осуществляемое международными банками, играло ключевую роль в финансировании расширения мировой экономики. В прошлом кредиты американских банков поддерживали рост мировой торговли как между США и их торговыми партнерами, так и между странами второго и третьего мира. Также эти кредиты поддерживали зарубежные инвестиции многонациональных компаний, расположенных в США. Зарубежные ссуды обеспечивали потребность в иностранной валюте правительств, делающих попытки стабилизировать внутреннюю экономику; усиливали позиции иностранных банков, которые нуждались в поддержке последнего кредитора в критической ситуации, и предоставляли кредиты странам, в которых объемы банковских операций и кредитных средств не соответствовали потребностям. И наконец, необходимо отметить, что ссуды иностранных банков очень часто играли важную роль в рефинансировании задолженности при многостороннем пересмотре условий и изменении структуры долга с целью предотвращения неуплаты задолженности по нему государствами-должниками.

В следующих разделах мы рассмотрим основные этапы развития и важность зарубежного кредитования, проанализируем банковский контроль кредитов, дадим анализ регионального риска¹ и синдицированного кредитования, а также рассмотрим причины возникновения международного долгового кризиса и реакцию на него.

¹ Риск, связанный с деятельностью в стране.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Осознать роль и важность банковского кредитования в мировой экономике.
2. Понять сущность банковского кредитования и растущую важность этого вида деятельности для банков, расположенных в США и других странах.
3. Ознакомиться с рисками, возникающими при совершении операций международного кредитования, и методами, применяемыми банками и службами по банковскому надзору для контроля этих рисков.
4. Лучше понять идею, систему измерений, развитие и применение анализа регионального риска как с точки зрения банков-кредиторов, так и с точки зрения других инвесторов.
5. Ознакомиться с историей и развитием синдицированного рынка еврокредитов, связанными с ним особыми рисками, и ролью, которую он играет в финансировании различных заемщиков.
6. Осознать этапы возникновения и причины международного долгового кризиса и роль, которую сыграл план Брейди в преодолении этого кризиса.
7. Изучить истоки возникновения, развитие и растущую важность данного рынка при возникновении новых потребностей в кредитах.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

• План Бейкера ¹	• обмен долговых обязательств на акции
• облигации Брейди	• классификация кредитов
• План Брейди ²	• негативное обязательство ⁴
• региональный риск потенциальных убытков	• Парижский клуб стран-кредиторов
• региональный риск	• комиссия за участие
• анализ регионального риска	• анализ политического риска
• предельный размер кредита	• процентная ставка-ориентир
• “перекрестное” невыполнение обязательств ³	• реструктуризация
• платежеспособность	• иммунитет суверена ⁵
• долговой кризис	• синдицированный кредит
• своп долг/акции	• органический ⁶ риск
	• риск ограничения перевода средств

СОКРАЩЕНИЯ

CAMEL — комбинированные рейтинги разумности риска ⁷	ICERC — Межведомственный комитет по оценке региональных рисков потенциальных убытков
FFIEC — Федеральный совет по надзору за финансовыми учреждениями	ILSA — Закон о надзоре за международным кредитованием (1983)

¹ План Бэйкера по урегулированию долговой проблемы развивающихся стран, 1985 г.

² План Брейди по урегулированию долговой проблемы развивающихся стран, 1989 г.

³ Условие кредитного соглашения, по которому невыполнение заемщиком обязательств по любому кредитному соглашению рассматривается как невыполнение обязательств по данному соглашению.

⁴ Обязательства заемщика не принимать обязательства перед третьими лицами без согласия кредитора.

⁵ Иммунитет суверенного государства от обычной гражданской ответственности.

⁶ Свойственный данной системе.

⁷ Рейтинг достаточности капитала, количества активов, глубины и компетенции управления, уровня прибыли, ликвидности.

МИРОВЫЕ ИСТОЧНИКИ И СПОСОБЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

Каждый год Банк международных расчетов (BIS) представляет всесторонние оценки международной банковской деятельности в своем “Ежегодном отчете”. Представленная в нем информация включает оценку источников и способов использования денежных средств международных банков, изменения в активах и пассивах международных банков, распределенных по государственной принадлежности банков. Эта информация необходима для анализа роли международных банков, выступающих в качестве посредников при обеспечении потребностей в денежных средствах.

Данные в BIS по источникам и способам использования банковских средств представляют деятельность международных банков по кредитованию как одну из важных частей общего целого, в которое включаются следующие специфические виды деятельности:

- 1) займы и кредиты, предоставляемые банками друг другу как внутри страны, так и за ее пределами в зависимости от избытка или недостатка денежных средств;
- 2) займы и кредиты, предоставляемые небанковскими учреждениями как внутри страны, так и за ее пределами;
- 3) межбанковское повторное депонирование.

По данным, представленным в “Ежегодном отчете” Банка международных расчетов на конец 1991 г., совокупный объем неуплаченных межбанковских кредитов приближается к сумме 7,5 трлн. долл. Из этой общей суммы 59% составляет межбанковское повторное депонирование (операции с евровалютами и деятельность на оффшорных банковских рынках). 24% представляют собой займы, взятые международными банками у небанковских учреждений, и кредиты, предоставленные банками небанковским учреждениям. И наконец, 16% составляет использование (или поставки) международных денежных средств самими банками для целей кредитования внутри страны. Источником этих средств являются межбанковские операции с избыточными средствами, находящимися внутри страны.

В 80-е годы запас межбанковских требований начал неуклонно расти. В первой половине 80-х годов темпы этого увеличения были сравнительно невелики, составляя в среднем 110 млрд. долл. в год. Этот медленный рост объясняется началом международного долгового кризиса, растущим беспокойством банков-кредиторов по поводу перспектив погашения долгов, более критическим отношением органов правительств, ведающих банковскими системами, к международному кредитованию и доступностью альтернативных источников финансирования, включая международные облигации и краткосрочные коммерческие векселя. Во второй половине 80-х годов наблюдался усиленный рост межбанковских требований, который в среднем составлял 205 млрд. долл. в год. Это усиление объяснялось потребностью банков в средствах финансирования возрастающего количества операций. Эти операции включали международные слияния и поглощения. Также все больше стран становилось кредитоспособными. Так, усиление кредитоспособности таких стран, как Мексика и Чили, и установление ими более совершенной системы кредитной проверки, процедур по банковскому надзору и стандартов, установленных органами правительств, ведающих банковскими системами, явилось импульсом для роста международного кредитования.

В период с 1970 г. по 1991 г. банки ведущих стран-кредиторов принимали участие в международном кредитовании. В 70-е годы американские банки заняли ведущую позицию благодаря своей способности эффективно и по относительно низкой стоимости мобилизовать денежные средства на рынке евровалют. Но постепенно банки других стран стали играть все более важную роль в международном кредитовании. В 80-е годы банки Германии и Японии заняли сильное конкурентное положение бла-

годаря сильным валютным позициям и активным сальдо по текущим расчетам в платежных балансах этих стран. В табл. 12.1 показаны относительные положения банков из ведущих стран. Как мы видим, на японские банки приходится более одной четверти всех международных банковских активов (кредитов); банки Германии, Франции и США занимают соответственно второе, третье и четвертое места.

Основные этапы развития и важность международного кредитования

Если бы мы изучили портфели кредитов крупных американских банков в 1960 г., то мы пришли бы к следующим заключениям. Во-первых, в то время общий объем зарубежного кредитования был незначительным, составляя 5,3 млрд. долл. требований, что равнялось лишь 2% общих активов банков США (табл. 12.2). Во-вторых, почти половина неоплаченных требований была сконцентрирована в двенадцати странах, а именно в Германии, Великобритании, Швейцарии, Канаде, Японии, Мексике, Бразилии, Аргентине, Чили, Колумбии, Венесуэле и Филиппинах. Также ссуды и кредиты, предоставляемые за рубеж, были главным образом не долгосрочные (что составляло лишь 30%), а краткосрочные (70%). Самый большой процент всех требований составляли требования к Латинской Америке, что отражало давние и специфические связи деловых кругов и коммерческих фирм США с этим регионом, а также масштаб вовлечения Латинской Америки в “долларовый блок”.

ТАБЛИЦА 12.1 РАСПРЕДЕЛЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ БАНКОВСКИХ ТРЕБОВАНИЙ ПО ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПРИНАДЛЕЖНОСТИ БАНКА
КОНЕЦ 1992 Г., МЛРД. ДОЛЛ. США

Государственная принадлежность банка	Объем банковских требований	В % к общему объему
Японские	1677	28
Германские	683	11
Французские	657	11
США	656	11
Итальянские	407	7
Швейцарские	397	6
Банки Великобритании	294	5
Датские	204	3
Северные	223	4
Прочие	840	14
Всего	6040	100

Примечание. Включает межгосударственные позиции по всем валютам плюс позиции в иностранной валюте. Данные по банкам США включают межгосударственные позиции по данным отчетов отделений банков США на Багамских, Каймановых островах, в Панаме, Гонконге и Сингапуре.

Источник. Банк международных расчетов, “Ежегодный отчет”, 1993, 105.

В последующие три десятилетия (1960—1990 гг.) банки США испытали беспрецедентный рост требований к иностранным компаниям. Только за 5 лет, с 1960 г. по 1965 г. требования к иностранным компаниям увеличились на 130%. Однако в следующие 5 лет произошло замедление этого роста вследствие кредитных ограничений, введенных Советом управляющих Федеральной резервной системы. Эти кредитные

ограничения установили верхний предел иностранных кредитов американских банков заемщикам в развитых государствах. Эти ограничения не распространялись на заемщиков в менее развитых странах, о чем свидетельствует существенное увеличение кредитов, предоставленных Латинской Америке (17%), Азии (31%) и Африке (66%) в период с 1965 г. по 1970 г.

ТАБЛИЦА 12.2 ТРЕБОВАНИЯ К ЗАРУБЕЖНЫМ КОМПАНИЯМ ПО ДАННЫМ ОТЧЕТОВ БАНКОВ В США, ПО РЕГИОНАМ, 1960—1992 ГГ.

Год	Всего	Европа	Латинская Америка	Азия	Африка	Требования к зарубежным компаниям в
						процентах к общим банковским активам
1960	5,3	1,1	2,3	1,2	—	2,0
1965	12,2	2,8	3,6	4,2	0,3	2,3
1970	13,9	2,4	4,2	5,4	0,5	2,4
1975	58,3	11,1	23,8	17,7	1,9	6,0
1980	172,5	32,1	92,9	39,1	2,4	10,2
1982 ¹	314,4	64,1	173,2	57,3	4,8	16,9
1985	401,6	106,4	202,6	66,2	5,4	16,4
1990	506,7	113,1	231,5	138,7	5,4	16,0
1992	488,9	122,3	217,9	126,1	4,2	15,8

¹ Начало международного долгового кризиса.

Источник. Совет управляющих, Федеральная резервная система. Все данные в млрд. долл.

В 1974 г. страны ОПЕК подняли цену на нефть в 4 раза. В результате этого в странах-экспортерах нефти образовалось огромное активное saldo платежного баланса, что вызвало необходимость рециклирования этих избыточных нефтедолларов в страны — импортеры нефти, для того чтобы эти страны могли сохранить уровень импорта нефти и других продуктов, необходимых для обеспечения достаточного уровня производства и экономической деятельности.

В рециклировании нефтедолларов главную роль играла финансовая система США. Страны — экспортеры нефти увеличили свои долларовые инвестиции в американский денежный рынок. Эти вливания привели к увеличению депозитов в американских банках. Американские банки, в свою очередь, использовали эти увеличенные депозитные средства для финансирования кредитов странам — импортерам нефти.

В период после 1975 г. банки США испытывали быстрый рост требований к зарубежным заемщикам. Это объяснялось следующими причинами.

1. Возрастающий дефицит нефти вынуждал государства, ввозящие нефть, брать все большие займы, чтобы сбалансировать валютный бюджет.
2. В результате инфляции международным заемщикам становилось все труднее управлять своими бюджетными позициями на сбалансированной основе. Во многих случаях эти заемщики (правительства государств и многонациональные компании) были вынуждены увеличить объем займов, чтобы обеспечить способность продолжать производство, проводить импортные и инвестиционные операции.
3. Продолжалось расширение многонациональных компаний, которое влекло за собой межгосударственные слияния, поглощения и соответствующие потребности.

4. В период с 1982 г. произошло значительное увеличение заимствований, так как появилась возможность воспользоваться преимуществом понижающихся процентных ставок и более низких кредитных марж. В частности, эти займы объяснялись попытками дебиторов пересмотреть сроки погашения кредитов, рефинансировать долги по более низкой стоимости и получить ссуду по низкой стоимости с плавающей ставкой, что давало заемщикам возможность осуществлять процентные и валютные свопы.

Таким образом, к 1992 г. на счетах головных отделений американских банков было зарегистрировано международных ссуд и кредитов на общую сумму 488,9 млрд. долл. (см. табл. 12.2). Более 44% от всего объема, или 218 млрд. долл. составляли требования к странам Латинской Америки. Другие 126 млрд. долл., или примерно 26%, составляли требования к странам Азии. Требования к европейским странам занимали третью позицию по важности в 1992 г., составляя 122 млрд. долл. требований, или 25% от общего объема.

В прошедшие годы зарубежные отделения американских банков играли более важную роль в зарубежном кредитовании, чем отделения внутри страны. Банки США пользовались преимуществами при регистрации некоторых видов кредитов в своих зарубежных отделениях. Эта политика основывалась на операциях отделов по сделкам с евровалютами в зарубежных отделениях. В 1979 г. примерно три четверти всех требований и кредитов, предоставленных американскими банками экономическим учреждениям за пределами США, было зарегистрировано через зарубежные отделения. К 1982 г. этот процент был снижен до 57%, а к 1990 г. — до 44%. В то время как кредиты, предоставляемые зарубежными отделениями, теряли свою важность, увеличивалась важность кредитов отделений внутри страны.

Текущий портфель кредитов

В этом разделе мы изучим как портфель кредитов в отделениях американских банков внутри страны, так и кредиты и ссуды в зарубежных отделениях. Также в этом разделе рассмотрим региональный риск потенциальных убытков для американских банков, учитывая все кредиты, зарегистрированные и в головном отделении, и в зарубежных отделениях.

Основные черты, отличительные характеристики зарубежного кредитования банков США следующие.

1. Операции банковских отделений США по кредитованию в основном осуществляются в долларах США. В результате этой политики валютный риск переносится на заемщика.
2. Огромную часть кредитных операций головных отделений американских банков составляют кредиты зарубежным банкам. В 1992 г. почти 23% банковских требований к зарубежным компаниям составляли требования к банкам, не являющимся отделениями американских банков. Прямые банковские кредиты в основном сконцентрированы в развивающихся странах.
3. Зарубежное кредитование в основном ориентировано на предоставление краткосрочных кредитов. В середине 1992 г. более 82% банковских требований к иностранным банкам, не являвшимся отделениями американских банков, составляли краткосрочные кредиты (один год и менее).
4. Районы краткосрочного кредитования географически более разнообразны, чем зоны долгосрочного кредитования. В 1992 г. почти 50% всех долгосрочных кредитов было предоставлено заемщикам Латинской Америки и Карибских островов, в то время как основным направлением краткосрочного кредитования были европейские страны, что составляло 36% от общего числа кредитов.

За последние несколько десятилетий зарубежные кредиты и ссуды американских банков стали более разнообразными по форме. В 1960 г. фактически все зарубежные требования американских банков были зарегистрированы через головное отделение. Операции зарубежных отделений были минимальны. В середине 1982 г. на долю зарубежных отделений приходилось почти 57% неоплаченных требований. Это было важное структурное изменение, так как кредиты и требования, зарегистрированные через иностранные отделения, более диверсифицированы, чем кредиты и требования, зарегистрированные через головное отделение. Например, деятельность зарубежных отделений включает размещение депозитов в евровалюте, внутренние валютные кредиты, предоставляемые заемщикам-резидентам страны расположения отделения, организацию ведущим банкам синдиката для предоставления среднесрочных евровалютных займов, кредиты филиалам многонациональных компаний внутри страны и кредиты развития. К 1990 г. в результате этих изменений 44% общих банковских требований находились в зарубежных отделениях.

В 1992 г. существовал достаточно широкий разброс региональных рисков потенциального убытка американских банков по странам. Самые крупные из этих оценок относились к заемщикам в Великобритании, Мексике и Японии (табл. 12.3). В начале долгового кризиса банки США стремились уменьшить региональные риски потенциальных убытков в тех случаях, когда появлялись трудности по обслуживанию долга или когда эти трудности могли стать потенциальной проблемой. В некоторых случаях эти сокращения происходили по требованию органов правительства, ведающих банковской системой. В табл. 12.3 содержатся выдержки из совместных отчетов, регулярно представляемых тремя федеральными агентствами Федеральному совету по надзору за финансовыми учреждениями. Самые большие денежные оценки риска относятся к заемщикам в ведущих промышленных государствах (в Великобритании, Японии, Германии, Франции, Бельгии-Люксембурге, Австралии и Италии), в которых большое место занимает кредитование многонациональных корпораций, финансирование закупок буровых вышек и другого оборудования, используемого нефтяными компаниями и их филиалами для работы в Северном море, и кредиты компаниям для финансирования реструктуризации долга, процентных свопов и слияний.

Кредиты развивающимся странам также включают значительную часть совокупных рисков потенциальных убытков. Кредиты развивающимся странам служат для удовлетворения следующих потребностей:

- 1) пересмотр сроков погашения кредитов в случае, когда страна-дебитор не в состоянии выполнять требования по обслуживанию кредита;
- 2) обеспечение потребности правительств и центральных банков в иностранной валюте, особенно в тех странах, где проводятся программы финансовой стабилизации;
- 3) предоставление кредитов развития промышленным корпорациям, находящимся в собственности правительства;
- 4) предоставление кредитов развития государственным банкам развития или финансовым институтам с аналогичными функциями для последующего повторного кредитования;
- 5) предоставление коммерческих кредитов банкам и экспортерам;
- 6) предоставление срочных кредитов корпоративным заемщикам для финансирования затрат капитала.

Во многих случаях банки США подвергаются значительному риску при операциях с государствами, которые действуют на оффшорных банковских рынках. Это особенно касается Великобритании, Багамских и Каймановых островов, Гонконга и Сингапура.

ТАБЛИЦА 12.3 НАИБОЛЕЕ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ РЕГИОНАЛЬНЫЕ РИСКИ БАНКОВ США, ОБЩИЕ ДОЛГИ СТРАН-ЗАЕМЩИКОВ, ДЕКАБРЬ 1992 Г.

	Общее количество	В % от общего количества
Великобритания	24046	13,9
Мексика	17277	9,6
Япония	14789	8,3
Франция	9834	5,5
Каймановы острова	9104	5,1
Бразилия	7352	4,1
Венесуэла	6824	3,8
Гонконг	6387	3,6
Аргентина	5777	3,2
Бельгия-Люксембург	5443	3,0
Германия	5184	2,9
Италия	5321	2,9
Сингапур	4056	2,3
Корея	4032	2,3
Багамские острова	3219	1,8
Чили	3174	1,8
Австралия	3208	1,8
Испания	2794	1,6
Филиппины	2906	1,6
Тайвань	2371	1,3

Источник: Совет управляющих, Федеральная резервная система, "Статистический выпуск" (апрель 13, 1993).

БАНКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ КОНТРОЛЬ И НАДЗОР

Как только произошло повышение абсолютной и относительной важности международных кредитных портфелей в банковских операциях, банки приступили к улучшению своей организационной структуры и процедур оценки кредитного риска. В некоторых случаях банки вводили новые формы организационной структуры с целью обеспечить более эффективную проверку и контроль за зарубежным кредитованием. Эти операции включают комитеты по проверке регионального кредитования, централизованные картотеки и записи по кредитам заемщикам из разных государств, специальные отделы по экономическому анализу и проверке и привлечение специальных служащих по проверке счетов с целью оценки общей стоимости взаимосвязанных счетов. В других случаях банки производили перераспределение рабочих функций и обязанностей между отделами. Например, в некоторых случаях были открыты новые региональные подразделения и отделы, зарубежным отделениям были переданы более широкие полномочия и установлены предельные размеры кредитов, были централизованы картотеки счетов и кредитные проверки, а также была усилена поддержка работы сотрудников головного отделения.

Кредитный анализ и контроль

В то время как крупные коммерческие банки проводили значительные изменения своей организационной структуры, работающего персонала и методов централизации и децентрализации операций по международному кредитованию, базисные, или основные, компоненты их кредитного анализа и процедур кредитной проверки оставались относительно неизменными. Эти процедуры включали:

- 1) применение четырех “С” международного кредитного дела, а именно: анализ клиента (Customer), кредита (Credit), государства (Country) и факторов валютного (Currency) риска;
- 2) установление предельного размера кредита для каждого старшего должностного лица по кредитам, работающего в головном или зарубежном отделении;
- 3) установление процедур для ведения централизованных записей и кредитной проверки;
- 4) периодическое определение и переоценку общей банковской системы процедур кредитной проверки.

Применение четырех “С” международного банковского дела составляет неотъемлемую часть зарубежного банковского кредитования. В это понятие включаются ограничения по кредитам, предоставляемым индивидуальным заемщикам, определение кредитного статуса индивидуального заемщика и применение кредитных ограничений в соответствии с кредитоспособностью заемщика, ограничение по общим кредитам, предоставляемым одной стране, и ограничения по объемам активов и пассивов — действительных и условных, деноминированных в специфических валютах. Зарубежные отделения в основном подчиняются специальным ограничениям по объемам ссуд, овердрафтов и других видов кредитов, разрешенным по каждому отдельному счету, а также обязаны вести централизованное ведение записей, удостоверяющее, что пассивы каждого заемщика в отделении и головном банке не превышают согласованных кредитных пределов. Параллельно применению этих процедур устанавливаются ограничения по объему средств, которые зарубежное отделение может поместить на депозиты в каждом конкретном банке или взять на валютную позицию на срок овернайт¹.

Предельный размер кредита по стране включает в себя определение максимального уровня по совокупным кредитам, предоставленным заемщикам в каждой отдельной стране. Эти ограничения важны по нескольким причинам. Во-первых, они обеспечивают требуемую географическую диверсификацию кредитного риска. Во-вторых, они облегчают предоставление некоторой части банковских средств странам-заемщикам, в которых существуют благоприятные возможности развития бизнеса. И наконец, они составляют неотъемлемую часть политики банка по управлению риском и его сокращению. Далее, в этой главе мы подробнее поговорим о кредитных ограничениях по стране.

Вторым компонентом процедур кредитного анализа и контроля выступает установление предельного размера кредита для каждого должностного лица по кредитам. Предельный размер кредита для каждого должностного лица банка по кредитам, как в зарубежном отделении, так и в головном офисе, устанавливается исходя из следующих соображений:

- 1) предыдущий опыт работы с кредитами;
- 2) ранг и уровень ответственности;
- 3) тип клиентов;
- 4) размер портфеля международных кредитов относительно размера банка.

¹ До начала следующего рабочего дня или с вечера пятницы на утро понедельника.

Предельный размер кредита, выдаваемого должным лицом, может составлять 200 тыс., 500 тыс. долл. или какую-либо иную величину. Этот предельный размер регулирует величину кредита, который данное должностное лицо может выделить (или разрешить его выделение) под личную ответственность. Два должностных лица имеют право совместно выделить кредит на сумму, которая превышает индивидуальный предел каждого из них. Несколько должностных лиц могут объединить свою власть, чтобы “протолкнуть” крупный кредит. В таких случаях банк может потребовать объединения полномочий должностных лиц по кредитам в местных отделениях и главных должностных лиц головного отделения. В случае особо крупных кредитов может потребоваться одобрение совета директоров. Наконец, мы должны отметить, что банковское законодательство США налагает процентные ограничения на кредиты, предоставляемые одному клиенту. В большинстве случаев каждый конкретный банк не может предоставлять в кредит более 15% основного и резервного капитала отдельному заемщику¹.

Это правило означает, что банк, располагающий 20 млрд. долл. общих активов и фондом основного капитала в размере 1,5 млрд. долл., не может предоставить кредит свыше 225 млн. долл. одному заемщику.

Третий компонент кредитного анализа и контроля — это установление процедур для ведения централизованных записей и кредитной проверки. Процедуры разных банков сильно отличаются друг от друга. В некоторых случаях банки используют единый комитет по проверке кредитов и расчетов. Некоторые банки разделяют комитет по проверке кредитов внутри страны и комитет по проверке международных кредитов. В более редких случаях банки используют территориальные или региональные комитеты. В тех случаях, когда банк использует единый комитет, в него входят главные должностные лица банка по кредитам. Должностное лицо исполнительного уровня власти чаще всего возглавляет комитет и обычно проверяет соответствие кредитов специальным кредитным ограничениям.

Большинство международных банков разработало и приняло усовершенствованный механизм ведения централизованных записей и аудита зарубежных кредитов. Американские банки уделяют большое внимание совокупным кредитам индивидуальным заемщикам, так как необходимо сохранять как благоприятные отношения с заемщиками, так и подчиняться требованиям законодательства. В условиях постоянного расширения деятельности многонациональных корпораций у американских банков возникает необходимость иметь в своем распоряжении суммарный, практически поминутный отчет об общих взаимоотношениях с крупными корпоративными клиентами. Только тогда удаленное зарубежное отделение сможет оценить значительность корпоративного клиента и возможные последствия во взаимоотношениях с этим клиентом, которые может повлечь за собой решение этого отделения по конкретному кредитному запросу этого клиента или одной из его дочерних компаний.

Последний компонент банковских процедур по анализу и контролю за кредитами — это периодическое определение и переоценка всей системы проверки международных кредитов. Эта оценка должна учитывать:

- а) изменяющиеся взаимоотношения и значительность международных клиентов;
- б) возможная необходимость новой или пересмотренной процедуры определения и оценки кредита;
- в) преодоление недостатков существующей системы;
- г) правильная диагностика и рекомендации по усилению кредитной проверки и процедур кредитного контроля;
- д) постоянные поиски новых, улучшенных методов аудита банковского кредитного портфеля.

¹ Исключения из этого правила составляют случаи, когда кредит обеспечен казначейскими ценными бумагами США или когда обеспечение предоставляется в форме массового товара, имеющего легкий сбыт.

Службы по надзору и зарубежные кредиты

По мере увеличения активности американских банков в операциях международного кредитования органы правительства США, ведающие банковской системой, были вынуждены обеспечивать потребность в усиленном и всеохватывающем надзоре. Эффективность программы по надзору обеспечивается следующими составляющими: регулярная оценка деятельности банка через проведение инспекций на местах, изучение предоставляемых правительственным органам, ведающим банковской системой, отчетов о деятельности банков и постоянная проверка общих рисков с целью оценить изменения в уровнях риска в странах с высокой концентрацией кредитов.

За последние два десятилетия конгресс и федеральные службы, ведающие банковской системой, ввели ряд мер, направленных на усиление надзора за операциями банков США по зарубежному кредитованию. Причинами введения этих мер стали определенные события, такие как банкротство Герштатт Банка (Herstatt Bank) в 1974 г., международный долговой кризис 1982 г. и проблемы, возникающие в процессе проверки банков, вызванные тем, что проверяющие лица в разных регионах США по-разному классифицируют одни и те же международные кредиты. Принятые меры не только улучшили систему банковского надзора США, но и усилили кооперацию между странами, банки которых вовлечены в систему зарубежного кредитования.

Методы усиления кредитного надзора

Конгресс и службы по банковскому надзору США определенным образом отреагировали на расширение зарубежного кредитования. В табл. 12.4 представлена краткая хронология основных мер. В 1965 г. банковские власти ввели международное разделение и программы проверок зарубежных кредитов (Валютный контролер). В 1972 г. Валютный контролер и банковский отдел штата Нью-Йорк открыли отделение в Лондоне для управления проверками зарубежных отделений на месте. В 1974 г. Отдел валютного контролера ввел структурированный метод оценки кредитов зарубежным правительствам. В 1977 г. банковские власти США выступили инициаторами проведения полугодовых обследований уровней региональных рисков. Два года спустя три федеральных агентства — Федеральная резервная система, Отдел валютного контролера, и Федеральная корпорация страхования депозитов (FDIC) — объединили усилия для создания Межведомственного комитета по оценке регионального риска (ICERC). Этот комитет был призван усилить координацию между федеральными агентствами по мониторингу и оценке рисков потенциальных убытков и неплатежам по кредиту. В 1980 г. Федеральный совет по надзору за финансовыми учреждениями разработал и опубликовал директивы, направленные на повышение эффективности банковского управления рисками при проведении валютных дилинговых операций.

В 1983 г. конгресс принял закон о надзоре за международным кредитованием (ILSA). Этот закон определил шаги, которые необходимо предпринять банку в целях усиления процедур международного кредитования. В этой главе мы обсудим две важные части этого закона, которые касаются новых общих категорий определения кредитов, на которые неблагоприятно повлияли проблемы, связанные с ограничением перевода средств, а также требований об установлении банками США специального резерва по определенным кредитным активам, стоимость которых была существенно снижена в результате затянувшихся проблем перевода средств.

Изменения, введенные законом, также касаются определения риска ограничения перевода средств. Была введена новая категория — “прочие проблемы, связанные с риском ограничения перевода средств”, куда включаются все кредиты, не подпадающие под общую классификацию. В эту категорию входят все или часть кредитов, предоставленных стране, которая не выполняет обязательства по обслуживанию внешнего долга, но предпринимает позитивные шаги к восстановлению баланса по займам.

Кредиты, которые были классифицированы по признаку проблем, связанных с риском ограничения перевода средств, дополнены классификацией коммерческих кредитов, которая используется в стандартных оценках качества банковских активов.

Службы по надзору постановили, что управление банком и банковский аудит ответственны за установление и учет всех отрицательных изменений в стоимости банковских активов. В обязанность службы по надзору входит контроль за принятием банком разумной и осторожной политики в этом вопросе. Чтобы обеспечить принятие этой политики, службы по регулированию имеют право, согласно закону, требовать от банков установления специальных резервов по активам, стоимость которых была существенно снижена вследствие проблем, связанных с риском ограничения перевода средств. Этот резерв против риска ограничения перевода средств открывается за счет прибыли и не будет считаться собственным капиталом банка.

Межведомственный комитет по оценке регионального риска (ICERC)

В 1979 г. три федеральных агентства объединили свои усилия для создания ICERC. В связи с этим внимание служб по надзору переместилось с классификации только конкретных иностранных банковских заемщиков государственного сектора на оценку зарубежных рисков ограничения перевода средств как в государственном, так и в частном секторе. В ICERC входят девять федеральных банковских наблюдателей: трое из Отдела валютного контролера, трое из Федеральной резервной системы и трое из FDIC. Эти наблюдатели производят оценки и классификации региональных рисков, которые основываются на подробных данных. Во-первых, ICERC получает результаты исследований по стране, проведенные Федеральной резервной системой. Эти исследования затрагивают экономические, социальные и политические факторы риска в стране и содержат информацию, касающуюся внешнего долга страны и баланса выплат. Во-вторых, Федеральный резервный банк Нью-Йорка подготавливает и предоставляет ICERC список стран, распределенных по их способности выполнять обязательства по внешнему долгу.

Для составления классификации используются пять основных соотношений:

- 1) дефицит текущих статей платежного баланса к объему экспорта;
- 2) счет к объему экспорта;
- 3) внешние нетто-выплаты процентов к объему экспорта;
- 4) внешние нетто-выплаты процентов к объему международных резервов;
- 5) общие текущие потребности по обслуживанию долга к объему международных резервов.

Эта классификация позволяет произвести первоначальное распределение стран по следующим категориям: обладающие а) сильной, б) умеренно сильной или в) слабой способностью обслуживать внешний долг.

В-третьих, в обязанности членов ICERC входит посещение банков с глобальными интересами¹ для проверки картотек по странам и обсуждения условий внутри страны со старшими должностными лицами по международным операциям. Также изучаются произведенные банками анализы по странам.

В Вашингтоне проходят периодические собрания ICERC для оценки региональных рисков².

¹ Крупные банки в одном из мировых финансовых центров; здесь имеются в виду американские банки.

² Брюс Стоукс. Тайна за семью печатями: решения Комитета по проверке зарубежных кредитов. — *National Journal* (сентябрь 21, 1985): 2136—2139.

ТАБЛИЦА 12.4 ХРОНОЛОГИЯ МЕР, ПРЕДПРИНЯТЫХ ДЛЯ УЛУЧШЕНИЯ НАДЗОРА ЗА ЗАРУБЕЖНЫМ КРЕДИТОВАНИЕМ, ПРОВОДИМЫМ БАНКАМИ США

Годы	Меры	Описание
1965	Органы контроля за банковской деятельностью ввели систему международного разделения и программу проверки зарубежных операций	Обеспечение контроля на местах за деятельностью зарубежных отделений банков США
1972	Органы правительств США, ведающие банковской системой, открывают отделение в Лондоне	Валютный контролер и Банковский управляющий штата Нью-Йорк открывают отделение в Лондоне для проведения проверок на местах
1974	Валютный контролер разрабатывает и вводит новый метод оценки кредитов иностранным правительствам в банковских портфелях	Контролер открывает Комитет по надзору за кредитами, предоставленными государственному сектору других стран, который был призван проводить оценку льгот, предоставляемых национальными банками зарубежным правительствам
1974	Признание управляющими Банка международных расчетов необходимости установления определенных рамок по многостороннему банковскому надзору	Управляющие Банка международных расчетов формируют Комитет по регулированию и надзору за практикой банковской деятельности
1977	Органы контроля за банковской деятельностью приступают к проведению полугодовых оценок региональных рисков	Банки США должны предоставлять всесторонние данные по рискам, связанным с зарубежными кредитами и ссудами, необходимыми для оценки совокупных рисков
1979	Три федеральных агентства совместно создают Межведомственный комитет по оценке регионального риска	Эта акция была призвана улучшить координацию между агентствами по кредитному надзору. Внимание этого агентства было сосредоточено не только на классификации банковских заемщиков государственного сектора других стран, но и на оценке банковского риска ограничения перевода средств
1980	Федеральный совет по надзору за финансовыми учреждениями разрабатывает и публикует директивы, которым должны следовать банки США при проведении валютных операций	Банки США должны предоставлять письменный отчет о целях и политике, применяемых при операциях с валютой. В нем должны быть отражены масштаб разрешенных операций, распределение ответственности и виды предлагаемых услуг
1983	Конгресс принимает Закон о международном кредитовании 1983 г.	Закон требует от банков предоставления регулярных отчетов по региональным рискам, создания резервов против риска ограничения перевода средств по активам, стоимость которых была снижена из-за проблем, связанных с данным риском
1984	Федеральные службы по регулированию вводят правила по ведению бухгалтерского учета оплаты по международным кредитам	Установление общих требований по ведению бухгалтерского учета оплаты по операциям реструктурирования долга и по оплате, требуемой и полученной в качестве прибыли

Комитет проводит оценку собранной информации, а также классификацию стран на основе данных отчетности и устанавливает категорию, по которой оцениваются все кредиты банков США по каждой отдельной стране.

ICERC проводит оценку риска ограничения перевода средств следующим образом. Во-первых, учитывается внешняя экономическая информация, а именно: тенденции платежного баланса, структура внешнего долга и коэффициенты обслуживания долга. Краткосрочные кредиты и ссуды оцениваются с учетом льгот, предоставляемых МВФ, и уровней международных резервов. Анализ среднесрочных и долгосрочных ссуд требует большего внимания к социально-политическим условиям и экономическим тенденциям, а также к их влиянию на объемы наличных средств, необходимых для обслуживания долга.

Свои оценки по странам ICERC передает ревизорам федерального банка, в обязанности которых входит регулярная проверка международной деятельности банков США. Также этот комитет классифицирует финансирование по следующим категориям: “проблемы, связанные с риском ограничения перевода средств”, “несоответствие стандартам качества”, “сниженная стоимость” и “убытки”, и передает эти данные банкам, подвергающимся данным возможным рискам.

Ревизии и классификации по риску ограничения перевода средств

Контролирующие ведомства осуществляют ревизии для оценки состояния банков и степени эффективности их функционирования. По данным этих проверок органы контроля за банковской деятельностью составляют комбинированные рейтинги всех банков, включенных в банковскую систему. Для обозначения своих комбинированных рейтингов по разумности риска органы правительства США, ведающие банковской системой, используют аббревиатуру CAMEL, так как данные рейтинги связаны с оценкой следующих показателей: достаточность капитала (Capital adequacy), качество активов (Asset quality), глубина и компетенция управления (Management), уровень доходов (Earnings level) и ликвидность (Liquidity). Ревизоры составляют рейтинги по каждой из категорий CAMEL и разрабатывают комбинированные рейтинги, исходя из данных отдельных рейтингов каждой категории.

В 1983 г. федеральные агентства ввели новые категории ревизии кредитов и ссуд, испытывающих неблагоприятное воздействие риска ограничения перевода средств. Эти изменения включают новые определения, применяющиеся для классификации риска ограничения перевода средств. Классификации кредитов по этому признаку дополнены классификациями коммерческих кредитов, используемых при оценке качества банковских активов.

ОЦЕНКА И КОНТРОЛЬ ЗА РИСКОМ

Виды рисков и методы контроля

Международные банки сталкиваются с несколькими видами риска при управлении своими портфелями международных кредитов, в которые входят и два вида риска, не всегда учитываемые во внутреннем кредитовании: региональный риск и валютный риск. Третий вид риска — риск неплатежа по ссуде учитывается как во внутреннем, так и в международном кредитовании. Четвертый вид риска — органический риск мы рассмотрим в последующей части этой главы в связи с расширением рынка еврокредитов (табл. 12.5).

Считается, что при совершении операций зарубежного кредитования коммерческий банк не обязательно подвергается более высокой степени риска неплатежа по ссуде (кредитный риск). По определению, кредитный риск — это риск невыплат, связанный с неспособностью или нежеланием заемщика осуществлять обслуживание кредита наличными средствами или другими активами. Фактически, если речь идет о международном кредитовании, то высказывания о том, что кредитный риск можно некоторым образом разумно контролировать, кажутся достаточно спорными. В начале этой главы мы отмечали, что большая часть требований банков США к иностранным компаниям представляет собой требования к государственным заемщикам, где отсутствует кредитный риск, требования к собственным зарубежным отделениям банков США и требования к зарубежным банкам, не являющимся их филиалами, где также очень низкий кредитный риск. Большинство кредитов в основном сосредоточено в руках корпоративных заемщиков. Но в этом случае банки также осуществляют строгий отбор кредитруемых лиц, так что в этом случае степень кредитного риска, по оценкам, ниже степени риска при внутреннем кредитовании. Состав кредитов зарубежным отделениям аналогичен рассмотренному составу, так как в нем основную часть составляют кредиты другим отделениям головного банка, кредиты банкам, не являющимся их филиалами, и государственным заемщикам.

Если речь идет о портфелях международных кредитов, то валютный риск удерживается на относительно низком уровне. Но если существует высокая вероятность валютного риска, то банковская практика направлена на то, чтобы избежать слишком сильной угрозы риска. Головные банки США в основном предоставляют кредиты в долларах, что переносит угрозу валютного риска на зарубежного заемщика. В этой же целью зарубежные отделения всегда стараются сохранить баланс своих активов и пассивов по валюте.

Региональный риск связан с политическими и экономическими условиями в стране-заемщике. Региональный риск состоит из нескольких элементов. С точки зрения политики, в результате действий правительства могут быть приостановлены валютные выплаты заемщика за рубеж. С экономической точки зрения, в стране заемщика может произойти существенное ухудшение состояния платежного баланса, следствием чего станет дефицит иностранной валюты, который сделает невозможным погашение задолженности. Существуют большие различия между странами по степени регионального риска. Всегда существует вероятность, что эти условия изменятся некоторым образом и до некоторой степени, что существенно ухудшит способность заемщика в данной стране производить выплаты в твердой валюте. Очень часто региональный риск путают с риском неплатежеспособности суверенного государства. Последний представляет собой очень специфический род опасности, с которым банки-кредиторы могут столкнуться при предоставлении кредита правительствам или полугосударственным заемщикам¹. Возникновение этого риска объясняется тем фактом, что по международным законам иностранные правительства обладают суверенитетом и не могут преследоваться в судебном порядке без определенного разрешения. Более того, судьи, представляющие одну страну, не могут принимать участие в решении суда по делам другой страны. И наконец, собственность правительства и правительственных служб обладает иммунитетом против законных процедур, назначенных по решению суда.

Органический риск связан с изменениями рыночных условий и качества всего сектора финансового рынка (см. табл. 12.5). На синдицированный рынок еврокредитов оказала сильное влияние серия нефтяных и процентных потрясений в 70-е и 80-е годы. Это воздействие крайне неблагоприятно повлияло на банки, средства которых были сконцентрированы в данных секторах рынка. В результате банки стали использовать два подхода. Они заменили кредитные услуги на прямое кредитование и стремились держать под контролем возникающие угрозы риска (см. табл. 12.5).

¹ Полугосударственные организации (с участием государственного капитала). (Прим. ред.)

ТАБЛИЦА 12.5 МЕЖДУНАРОДНЫЕ РИСКИ НЕПЛАТЕЖЕЙ ПО КРЕДИТОВАНИЮ, БАНКОВСКАЯ ПРАКТИКА И МЕРЫ ПО СНИЖЕНИЮ РИСКА

Вид риска	Краткое определение	Степень риска	Банковская практика	Практика по снижению риска
Неплатежа по ссуде	Неспособность или нежелание заемщика погашать задолженность	Низкая	Предоставлять кредиты заемщикам высшего порядка, на самых высоких уровнях качества	Ограничение риска потенциальных убытков. Диверсификация риска
Валютный	Колебания валютного курса	Высокая	Избегать риска потенциальных убытков. Предоставлять кредиты в оговоренной валюте или на застрахованной основе	Ограничение риска потенциальных убытков
Региональный	Изменение политических или экономических условий, который ухудшают способность заемщика производить выплаты в твердой валюте	Большие различия между странами	Некоторые банки полностью избегают стран с высокой степенью риска ¹ . Некоторые банки стремятся расширить свою деятельность за рубежом, открывая отделения в других странах ¹	Ограничение риска потенциальных убытков. Диверсификация риска
Органический	Качество кредитов во всем секторе рынка ухудшается по причине действия основных органических факторов	Рынок еврокредитов сильно пострадал в результате серии потрясений	Держать под контролем риск потенциальных убытков на обширных секторах рынка ¹ . Заменять кредитные услуги на прямое кредитование ¹	Минимизировать риск потенциальных убытков в тех секторах рынка, которые подвержены риску

¹ Органы правительства США, ведающие банковской системой, используют термин "риск ограничения перевода средств". Под ним понимается возможность действий правительства, препятствующих осуществлению платежей в иностранной валюте зарубежному кредитору.

Анализ регионального риска

В анализе регионального риска можно выделить три компонента:

- 1) оценка и прогнозирование регионального риска;
- 2) установление предельного размера кредита по странам;
- 3) калькуляция цены кредита на основе оценок регионального риска.

В этом разделе мы изучим первый и второй аспекты анализа регионального риска. В следующем разделе мы рассмотрим калькуляцию цены кредита на основе оценок регионального риска и изучим общую взаимосвязь между риском и доходом.

Оценка регионального риска представляет собой двухступенчатую процедуру. Во-первых, мы определяем и измеряем угрозу риска для банка. Во-вторых, мы исследуем факторы риска в конкретной стране. Следует помнить, что факторы риска зависят от общих политических и экономических условий в конкретной стране. Факторы регио-

нального риска могут быть абсолютно не зависимы от риска неплатежа по ссуде или изменения его степени. Угроза регионального риска существует в тех странах, где могут быть серьезно затруднены выплаты в твердой валюте по обслуживанию кредита из-за неспособности данной страны производить достаточный объем твердой валюты или иностранной валюты для удовлетворения этих требований. В этом смысле региональный риск совпадает с риском ограничения перевода средств, так как эти два риска возникают вследствие неспособности страны предоставлять необходимое для выполнения обязательств количество иностранной валюты (см. табл. 12.5).

Мы полагаем, что для лучшего понимания необходимо рассмотреть пример измерения угрозы регионального риска. Допустим, что банк-кредитор располагает неоплаченными кредитами на сумму 14,5 млн. долл. в конкретной стране (табл. 12.6). Однако только часть этой суммы считается подверженной угрозе регионального риска. В табл. 12.6 показано, что в Хайдарабаде только 6,2 млн. долл., т. е. меньше половины всех неоплаченных кредитов, подвержено угрозе регионального риска. Эта разница объясняется тем, что мы не считаем кредиты в местной валюте, обеспеченные обязательствами в местной валюте, частью угрозы регионального риска. Более того, межбанковские вложения в форме наличных активов, предоставляемые в качестве депозитов банкам-корреспондентам, также не будут входить в оценку угрозы регионального риска. Этот фактор объясняется следующим образом: взаимные депозиты или межбанковские вложения, которые представляют собой наличные депозиты центрального банка Хайдарабада, помещены в Четвертый Национальный банк Буффало, что соответствующим образом уменьшает угрозу регионального риска. Также не учитываем кредит в размере 1 млн. долл., предоставленный головным банком местному отделению в Хайдарабаде. В противном случае эта сумма будет учтена дважды¹.

ТАБЛИЦА 12.6 РАСЧЕТ УГРОЗЫ РЕГИОНАЛЬНОГО РИСКА У ЧЕТВЕРТОГО НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА БУФФАЛО В ХАЙДАРАБАДЕ

	Эквивалентно миллионам долларов			
	Доллары США	Немецкие марки	Динары Хайдарабада	Угроза регионального риска
1. Кредиты головного банка в Хайдарабаде	3,6	—	—	3,6
2. За вычетом межбанковские вложения	−0,4	—	—	−0,4
3. За вычетом долларового кредита местному отделению	−1,0	—	—	−1,0
4. Евровалютное отделение, кредиты в Хайдарабаде	2,0	1,0	—	3,0
5. Отделение в Хайдарабаде, кредиты в Хайдарабаде	<u>1,0</u>	<u>—</u>	<u>6,9</u>	<u>1,0</u>
6. Брутто-сумма неоплаченных кредитов	6,6	1,0	6,9	14,5
7. Угроза регионального риска	5,2	1,0	0,0	6,2

Евровалютные отделения головного банка в США, предоставляющие кредиты в евровалютах, также прибавляются к позиции регионального риска головного банка.

¹ Долларовый кредит был предоставлен местному отделению в данной стране также в долларах.

Этот же пример показан на рис. 12.1, в который включены головной банк, евровалютные отделения и местное отделение в Хайдарабаде. В кредиты головного банка в Хайдарабаде на сумму 3,6 млн. долл. включается и кредит на сумму 1 млн. долл. местному отделению.

В основном американские банки осуществляют оценки регионального риска в головном банке, где за эту функцию несет ответственность персонал экономистов. Оценки регионального риска пересматриваются и корректируются по крайней мере раз в году или чаще.

Количественный анализ степени регионального риска

Количественный анализ степени регионального риска может рассматриваться как аналог долговым рейтингам, составляемым корпоративными заемщиками. Главная цель заключается в получении общей оценки качества долговых бумаг, выпускаемых заемщиками в конкретной стране. Эта общая оценка может быть получена на основе серии тестов, направленных на выявление специфических составляющих способности выполнять долговые обязательства. Необходимо отметить, что количественный анализ не устраняет и даже не уменьшает необходимость анализа политического риска. Анализ политического риска необходим для того, чтобы удостовериться, что заинтересованное правительство обладает политической волей и способностью принять меры, необходимые для содействия обслуживанию долга. Несколько индексов оценки политического риска описаны в дополнении 12.1.



¹ Из них 1,0 млн. долл. представляет собой кредит отделению для предоставления местных кредитов.

² Представляет собой межбанковские вложения, когда Центральный банк и/или другие банки в Хайдарабаде помещают долларовые депозиты в Четвертый Национальный банк.

РИС. 12.1. ИЛЛЮСТРАЦИЯ УГРОЗЫ РЕГИОНАЛЬНОГО РИСКА ЧЕТВЕРТОГО НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА В ХАЙДАРАБАДЕ

Количественный анализ степени регионального риска может быть проведен только на основе объективной информации, предоставляемой на последовательной и достоверной основе всеми странами, включенными в сравнительную оценку.

Чтобы проиллюстрировать этот метод, мы проведем анализ степени регионального риска для семи латиноамериканских стран-должников. Для проведения оценок по этому методу измеряется шесть отдельных величин, характеризующих способность выполнять долговые обязательства: ликвидность, стабильность, платежный баланс, стимулы и размер долга (табл. 12.7). Ликвидность отражает текущую способность обслуживания долга. Стабильность измеряет текущую и последующую способность обслуживать долг в течение длительного периода. Анализ платежного баланса представляет оценку потоков наличности и финансовых взаимосвязей. Наличие благоприятных финансовых стимулов говорит о способности страны направлять валютные ресурсы на продуктивные рынки (как противоположность бегству капитала¹). Измерение размера долга и его обслуживания показывает, насколько значительным является существующий долг по сравнению с текущим доходом и валютными ресурсами.

Это сравнение семи латиноамериканских стран будет напоминать анализ облигаций, где мы сравниваем компании конкретной отрасли. Например, мы сравниваем выгодность процентного покрытия по облигациям с нормой выгодности компаний, покрытие по облигациям финансовых компаний с нормой выгодности компаний, и покрытие по облигациям финансовых компаний с нормой финансовых компаний. В табл. 12.7 мы можем ясно увидеть различие между странами с низким рейтингом (Перу и Аргентина), что говорит о высокой степени регионального риска для банков-кредиторов, и странами с высоким рейтингом (Мексика и Колумбия), что указывает на низкую степень риска.

Дополнение 12.1 ОЦЕНКА ПОЛИТИЧЕСКОГО РИСКА

Международные кредиторы и инвесторы уверены в необходимости оценки политического риска. Но определение и измерение этого риска представляет собой сложную задачу. Ниже мы рассмотрим два разных подхода к оценке политического риска.

Один подход, который предполагает включение экономических, социальных и политических факторов в оценку делового климата страны, основан на так называемом индексе делового риска (BERI). Группа экспертов присваивает каждой стране субъективную оценку, самая высокая из которых равна 100. Модель BERI применяется при проведении индексации общего уровня политического риска в конкретной стране. Группа экспертов учитывает в своих оценках широкий спектр факторов. Эти факторы включают: действия правительства, которые могут отразиться на потоке наличных средств компаний и стоимости собственности в данной стране, экономические факторы, такие как инфляция и рост дохода, отношение в данной стране к частным предприятиям.

Другой подход — периодические опросы банкиров журналом *Institutional Investor* с целью получить оценки кредитоспособности по странам. Банкирам предлагается расположить каждую страну на шкале с оценками от 100 (наиболее кредитоспособная) до 0 (наименее кредитоспособная). Страны, расположенные на верхних строчках списка, рассматриваются как страны с благоприятным уровнем риска и могут беспрепятственно получить банковские ссуды. Странам, находящимся на нижних строчках списка, будет очень трудно или невозможно получить кредитные средства от коммерческих банков.

Эти два метода содержат как черты сходства, так и черты различия. Их схожесть в том, что в обоих случаях ввод информации для основных оценок осуществляется группой специалистов или экспертов. Также они похожи в том, что эти два метода представляют собой субъективные оценки. Различие состоит в понимании риска. BERI рассматривает риск с широкой, политической точки зрения. Исследование *Institutional Investor* строго ограничено точкой зрения банкиров и, следовательно, определяет риск в более узком смысле.

¹ Особый вид вывоза капитала за границу, связанный с резкими изменениями конъюнктуры на валютном рынке.

ТАБЛИЦА 12.7 КОЛИЧЕСТВЕННЫЙ АНАЛИЗ РЕГИОНАЛЬНОГО РИСКА
(ДАТА ЗАВЕРШЕНИЯ АНАЛИЗА — ДЕКАБРЬ 1989)

	Вес	Аргентина	Бразилия	Чили	Колумбия	Мексика	Перу	Венесуэла
I. Ликвидность								
1. Резервы в % от дефицита текущих статей платежного баланса	8	5	8	8	8	5	2	3
2. Резервы (в месяцах) по покрытию по импорту	8	3	3	5	5	6	3	8
II. Экономическая и социальная стабильность								
3. Рост валового внутреннего продукта (ВВП) на душу населения	6	1	6	1	4	3	1	0
4. Фактический рост ВВП	4	0	3	1	2	1	1	1
5. Потребление электроэнергии на душу населения	6	4	3	3	3	4	2	6
6. Процент посещающих среднюю школу	4	3	2	3	3	3	3	2
III. Финансовая стабильность								
7. Цены на потребительские товары	10	0	0	5	5	1	0	5
8. Денежные резервы как % от ВВП	8	6	0	0	0	6	0	8
IV. Платежный баланс								
9. Рост уровня экспорта	10	0	6	4	10	8	0	0
10. Изменения в сроках торговли								
11. Чистые прямые инвестиции как % дефицита текущих статей платежного баланса	8	0	6	4	8	8	1	1
V. Финансовые стимулы								
12. Фактический уровень процентных ставок	6	0	5	6	0	5	—	0
VI. Размер долга и обслуживание долга								
13. Внешний долг как % от ВВП	8	4	6	3	6	5	6	5
14. Коэффициент обслуживания долга	8	4	6	6	5	5	7	6
Всего	100	30	58	49	59	60	26	45

Источник: Международный банк реконструкции и развития, Отчет по мировому развитию 1989; Международный валютный фонд, Международная финансовая статистика (август 1989); Барклайз Банк, Экономический отчет Барклайз (август 1989).

Использование результатов оценки регионального риска

Коммерческие банки используют результаты своих оценок регионального риска различными способами. Необходимо учесть по крайней мере четыре самых важных способа:

- 1) анализ качества кредитного портфеля;
- 2) выполнение требований регулирующих властей;
- 3) установление предельных размеров кредитов по странам;
- 4) калькуляция цены международных кредитов.

Оценка банковских займов и кредитов проходит в два этапа. Во-первых, банк оценивает качество индивидуальных кредитов. Во-вторых, оценивается качество кредитного портфеля. Как мы узнаем в следующем разделе, который посвящен синдицированному кредитованию, кредитный портфель может подвергаться органическому риску, который не заметен при изучении индивидуальных кредитов.

Установление предельных размеров кредита по стране

Результаты анализа угрозы регионального риска могут быть использованы для установления предельных размеров кредита по стране. Первый национальный банк Чикаго использует систему, по которой составляются рейтинги риска на основе шкалы с пятью уровнями, начиная от А (самый безопасный) до Е (самый рискованный) (рис. 12.2). Для установления предельного размера кредита совмещаются рейтинги риска и данные о размере страны. Эти пять категорий выделяются на основе данных о ВВП, где категория “V” присваивается самой небольшой по размеру стране. Страна, относящаяся к категории “I”, принадлежит к числу самых крупных стран мира.

Определение предельных размеров кредитов зависит от позиции страны в матрице кредитных оценок (см. рис. 12.2). Всего предлагается 25 ячеек. Семь категорий или ячеек (все E и D-IV и D-V) не включают вообще никаких предельных размеров кредитов.

В табл. 12.8 мы представляем рейтинги по стране, составленные для семи латиноамериканских государств, которые мы уже рассматривали в табл. 12.7. В дополнение мы изучим ВВП этих стран. Величины ВВП для категорий от А до Е также указаны в табл. 12.8. В соответствии с указанными данными, на Аргентину и Перу распространяются самые низкие предельные размеры кредита по стране, тогда как на Бразилию и Мексику — самые высокие. На рис. 12.2 можно выделить четыре группы по предельным размерам кредитов, где самые высокие ограничения распространяются на страны, указанные в ячейках под номерами 1, 2, 6, 11 и 16.

ТАБЛИЦА 12.8 ОСНОВНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПРЕДЕЛЬНЫХ РАЗМЕРОВ КРЕДИТОВ ПО УГРОЗЕ РЕГИОНАЛЬНОГО РИСКА

Страна	Размер ВВП, млрд. долл.	Рейтинг по региональному риску	Позиция в матрице
Аргентина	71,5	30	II D
Бразилия	299,2	58	I C
Чили	18,9	49	IV C
Колумбия	31,9	59	III C
Мексика	141,9	60	I C
Перу	45,1	26	III D
Венесуэла	49,6	45	III C

Рейтинги по размеру страны:

I. 125 млрд. долл. и выше;

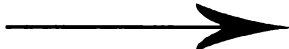
II. 50–124 млрд. долл.;

III. 25–49 млрд. долл.;

IV. 10–24 млрд. долл.;

V. 9 млрд. долл. и ниже.

Источник: табл. 12.7 и Отчет по мировому развитию 1989.

		A	B	C	D	E		
		100	80	60	40	20		
Размер ВВП страны	I	1	2	3 Бразилия, Мексика	4	5	Самый большой	
	II	6	7	8	9 Аргентина	10	Относительно крупный	
	III	11	12	13 Колумбия, Венесуэла	14 Перу	15	Среднего размера	
	IV	16	17	18 Чили	19	20	Относительно небольшой	
	V	21	22	23	24	25	Самый маленький	
		Степень риска по увеличению 						

Источник: табл. 12.8.

РИС. 12.2. ТЕХНИЧЕСКАЯ МАТРИЦА ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПРЕДЕЛЬНЫХ РАЗМЕРОВ КРЕДИТОВ ПО СТРАНАМ

Калькуляция цены международных кредитов

Процентные ставки по банковским кредитам подвержены комбинированному влиянию следующих факторов: оценка риска, условия на рынке и изменения в спросе и предложении на кредитные средства. Понять эти сложные взаимосвязи во внутреннем кредитовании достаточно сложно. Еще труднее распутать клубок этих факторов при осуществлении операций международного кредитования. В этом разделе мы изучим основные факторы, оказывающие влияние на различия в цене международных кредитов, и объясним, почему конкретным заемщикам предлагаются более высокие или более низкие кредитные разницы.

При внутреннем банковском кредитовании процентные ставки делают возможным предложение самых узких разниц цен кредитов в случае кредитования заемщиков, входящих в центральное правительство, и более широких разниц цен кредитов для неправительственных заемщиков. Там, где кредит предоставляется неправительственным заемщикам, разницы в цене кредита возрастают вместе с функцией кредитного риска.

Международное банковское кредитование — это несколько более сложный процесс. Заемщики, входящие в центральные правительства, выплачивают различные процентные ставки, что объясняется различиями в прогнозируемом региональном риске. К этому прибавляется еще несколько других факторов, обуславливающих то, что некоторые заемщики выплачивают более высокие процентные ставки. Это объясняется следующими факторами:

- а) различия в региональных рисках;

- б) различия в кредитном риске;
- в) различия в валютах, в которых был деноминирован кредит.

Опубликовано крайне мало работ, основанных на опыте, в которых проводится анализ и дается объяснение разниц в цене кредитов при международном кредитовании. Небольшое количество этих работ можно встретить в таких источниках, как Международный банк реконструкции и развития (МБРР) и Банк международных расчетов. Наше исследование представляет собой обобщение всех полученных данных по разницам в цене кредитов.

В работе, опубликованной в 1976 г. Федеральным резервным банком Сан-Франциско, Н. Сарджен¹ (N. Sargen) предпринял попытку объяснить различия в цене кредитов, выплачиваемых странами-заемщиками.

Он использует два оценочных уравнения. Из первого уравнения становится ясно, что существуют различия между ценами кредитов, предоставляемым развивающимся странам и предоставляемым развитым странам. В это уравнение входят: 1) вид страны-заемщика (развитая или развивающаяся); 2) дата или год заключения договора о кредитовании; 3) длительность кредитного соглашения.

Собранные сведения показывают, что заемщики из развивающихся стран выплачивают разницу, которая в среднем на 140 базисных пунктов превышает ставку предложения (продавца) на Лондонском межбанковском рынке депозитов (ЛИБОР), в то время как заемщики из развитых стран в среднем выплачивают разницу, которая примерно на 25 базисных пунктов меньше.

Срок кредита оказывает относительно слабое влияние на затраты заемщика. Во втором уравнении, разработанном Сардженом, делается попытка учесть различия в разницах по цене кредита внутри групп развивающихся стран. Переменные, используемые в этом уравнении для объяснения различия в стоимости кредитов, включают:

- 1) действительный доход (высокий или низкий доход развивающихся стран);
- 2) эффект Мексики; выбор Мексики в качестве переменной модели объясняется большим опытом этой страны в качестве международного заемщика;
- 3) коэффициент обслуживания долга или соотношение выплат по обслуживанию и экспортных платежей страны;
- 4) ставка инфляции;
- 5) общее увеличение процентных затрат с 1974 г. по 1975 г.;
- 6) срок кредита.

Все шесть переменных статистически важны. Инфляция и коэффициенты обслуживания долга объясняют только небольшую часть различий в цене кредитов. Каждая из этих переменных в среднем прибавляет примерно 10 базисных пунктов к разнице. Переменная эффекта дохода указывает, что в среднем разрыв в цене, выплаченной развивающейся страной с более высоким доходом, на 10 базисных пунктов меньше цены, выплаченной развивающейся страной с меньшим доходом. Эффект Мексики основан на предположении, что данная страна пользовалась преимуществом по крайней мере в 25 базисных пунктов разницы в цене затрат над другими развивающимися странами с высокими доходами. Далее, уравнение указывает на то, что в среднем разница в цене за кредит по развивающимся странам в период между 1974 г. и 1975 г. увеличилась на 25 базисных пунктов. На основании этих результатов можно утверждать, что ни один фактор не объясняет полностью различия в ценах за кредит между развивающимися странами. Более того, оказывается, что фактор регионального риска не играет существенной роли в объяснении различий в ценах за кредиты, уплачиваемые развивающимися странами.

¹ Сарджен Н. Р. Кредиты, предоставляемые коммерческими банками развивающимся странам. — Экономический обзор, Федеральный резервный банк Сан-Франциско, весна 1976, с. 29.

Бриттэн (Brittain) провел сходный анализ¹. Однако он использовал только одну независимую переменную для объяснения разрыва в ставках ЛИБОР, а именно соотношение внешнего долга и ВВП. Он обнаружил, что развивающиеся страны-заемщики с более высоким соотношением долга к ВВП выплачивают более высокие ставки ЛИБОР по среднесрочным кредитным средствам.

В своем анализе Ангелини (Angelini), Энг (Eng) и Лис (Lees) изучили разрывы в ставках ЛИБОР в период с 1975 г. по 1976 г. Анализ проводился в отношении развивающихся стран-заемщиков. При анализе синдицированного рынка еврокредитов за второй квартал 1975 г. было выяснено, что 13 развивающихся стран получили кредиты с особыми ставками, которые колебались от 1,438% (Эквадор и Тайвань) до 2,50% (Гайана). В результате регрессионного анализа было выведено пояснительное уравнение, в котором переменные по рискам по трем странам были успешно применены для расчета различий в ставках ЛИБОР. Эти переменные представляли собой рост экспорта, рост ВВП на душу населения и соотношение внешнего долга к ВВП. При использовании этого уравнения для расчета оценочных ставок средняя оценочная ошибка составила 0,141% ставок ЛИБОР. Этот результат необходимо сравнить с фактическими ставками ЛИБОР, которые в изучаемый период колебались от 1,438 до 2,500%. Таким образом, мы получаем среднюю ошибку в 7% по отношению к средней точке колебаний ставок ЛИБОР.

Сходный анализ, проведенный по данным опроса 12 заемщиков на синдицированном рынке евровалют в четвертом квартале 1976 г., показал несколько иные результаты. Переменные по рискам по двум странам, которые оказались наиболее полезными для объяснения разниц ЛИБОР, приведены ниже в табл. 12.9. Уравнение показывает, что различия в процентных ставках ЛИБОР увеличились на 0,48691 на каждый добавочный процент коэффициента обслуживания долга и на 0,3496 на каждую добавочную единицу стоимости в соотношении импорта к резервам.

Результаты этих двух анализов представляют определенный интерес, так как не были учтены комиссии (комиссионные сборы за услуги по кредитам). Разовые комиссии по кредитам позволяют получать каждый раз доход по кредитам и в то же время позволяют оповещать заемщиков о более низкой заемной стоимости ЛИБОР. К сожалению, в описанном выше анализе в результате квартальной регрессии были получены различные пояснительные переменные, на основе чего можно предположить, что банки произвели переоценку переменных регионального риска за короткий период и/или что различные переменные риска по-разному влияют на различия в процентных ставках ЛИБОР, выплачиваемых различными сочетаниями стран-должников.

ТАБЛИЦА 12.9 РЕГРЕССИЯ РАЗЛИЧИЙ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ЛИБОР ПО КОЭФФИЦИЕНТУ ОБСЛУЖИВАНИЯ ДОЛГА² И ОТНОШЕНИЕ ИМПОРТА К РЕЗЕРВАМ (ЧЕТВЕРТЫЙ КВАРТАЛ 1976 Г.)

	Обслуживание долга	Импорт/резервы
Коэффициент регрессии	0,03496	0,04869
Стандартная ошибка	(0,00852)	(0,01134)
Регрессия в квадрате	0,8217	

Источник: Ангелини А., Энг М. и Лис Ф. Международное кредитование, риск и евторынки. Лондон, 1979, 110.

¹ Брюс Бриттэн В. Х. Развивающиеся страны, внешний долг и частные банки // Ежеквартальный обзор, Banca Nazionale del Lavoro (декабрь 1977), с. 378.

² Соотношение годовых платежей и экспорта страны.

СИНДИЦИРОВАННЫЙ РЫНОК ЕВРОКРЕДИТОВ

Рост рынка еврокредитов

Синдицированный рынок еврокредитов характеризуется высокой эффективностью и низкой стоимостью. В результате этих характеристик резко увеличился объем кредитов. Уже к 1972 г. объем операций кредитования через рынок еврокредитов достиг 8,6 млрд. долл. ежегодно.

После 1972 г. возник стимул роста этого рынка. Когда страны ОПЕК в конце 1973 г. подняли цены на нефть в 4 раза, резко увеличился объем денежных средств, поступающих на этот рынок. В результате более высоких цен на нефть увеличился спрос на кредитные средства. Таким образом, рынок достиг необыкновенно высоких темпов роста — 38% ежегодно в период в 1972 г. по 1976 г. За этим периодом последовал еще один период почти такого же быстрого роста в 1977—1981 гг. — 30% ежегодно, который был вызван вторым повышением цен на нефть и тенденцией к повышению процентных ставок евродоллара.

Банки стремились диверсифицировать свои кредитные портфели через процесс синдикации. Отдельные банки не были способны обеспечивать весь объем конкретного еврокредита. Банки проводили диверсификацию риска, беря на себя небольшую часть каждого отдельного кредита. Банк, который зарегистрировал новые кредиты на 100 млн. долл. в конкретном году, мог распределить эти кредиты между 20—30 различными кредитами. Если увеличивался объем кредитов, то становились необходимыми все более крупные банковские синдикаты.

Риск, связанный с процентными ставками, переносился на заемщика, так как основной объем кредитов предоставлялся в плавающей форме. Назначаемый процент был основан на процентной ставке-ориентире, которая была тесно связана со стоимостью денежных средств. В случае евродолларовых депозитов таким ориентиром выступала ставка предложения (продавца) на Лондонском межбанковском рынке депозитов (ЛИБОР). Таким образом, банки стремились получить преимущество выгодной процентной маржи по стоимости денежных средств (ЛИБОР), одновременно используя кредитную структуру, в которой заемщик был более подвержен риску, связанному с колебаниями процентной ставки, чем банк-кредитор. Рис. 12.3 показывает, насколько процентная ставка, выплачиваемая заемщиком, может измениться в течение первых пяти 3-месячных интервалов срока синдицированного кредита, приведенного в качестве примера. Вначале заемщик выплачивает 8,50% за первые три месяца кредита. В эту ставку входят 8,0% ЛИБОР плюс разница сверх ЛИБОР 0,50% (см. рис. 12.3).

Мы можем проследить рост рынка еврокредитов, кредитования развивающихся стран (табл. 12.10) и изменения в некоторых стандартных индикаторах обслуживания долга в период ускоренного роста рынка (табл. 12.11а и 12.11б). Как показано в табл. 12.10а, объем ежегодного кредитования на синдицированном рынке вырос от 8,6 млрд. долл. в 1972 г. до 91 млрд. долл. в 1981—1982 гг. Каждый год от 30 до 62% всего объема кредитов направлялось в развивающиеся страны, за исключением периода после 1983 г., когда в развивающиеся страны направлялась все меньшая часть кредитов. Это снижение было связано с международным долговым кризисом и сильным спадом в кредитовании, особенно в кредитах, предоставляемых заемщикам в

развивающихся странах. Данные табл. 12.106, относящиеся к 1988—1992 гг., показывают, что кредиты развивающимся странам составляли лишь небольшую долю международного кредитования.

В табл. 12.11а мы можем увидеть увеличение в обслуживании долга и размерах долга развивающихся стран. В период с 1970 г. по 1984 г. соотношение долга и ВВП возросло с 14,1 до 33,8%. Соотношение выплачиваемых процентов и ВВП увеличилось от 0,5 до 2,8%. Резкое увеличение в объеме выплачиваемых процентов, так же как и повышение процентных ставок, указывают на возросший относительно ВВП долг. Так как большая часть долга, взятого развивающимися странами, была предоставлена на основе плавающих процентных ставок, эти страны столкнулись с повышающимися процентными выплатами, когда ставки резко поднялись в период с 1977 г. по 1981 г. В результате развивающиеся страны оказались пойманными в процентные ловушки.

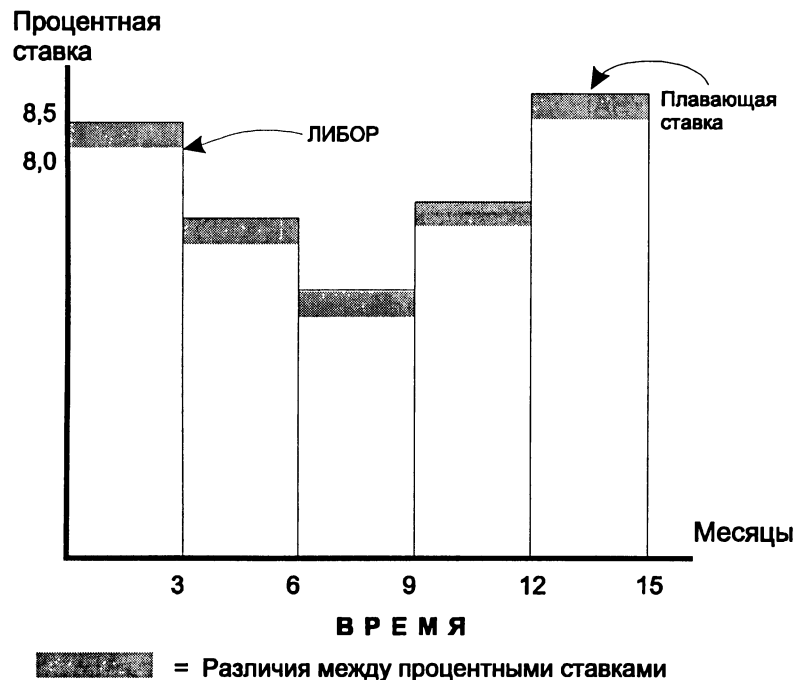


РИС. 12.3. ПРИМЕР ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКИ, ВЫПЛАЧИВАЕМОЙ ЗАЕМЩИКОМ, ПРИ ТИПИЧНОМ ЕВРОКРЕДИТЕ

Обратимся к данным, относящимся к периоду с 1986 г. по 1991 г. (табл. 12.116). Во-первых, внешний долг развивающихся стран продолжал увеличиваться, уже приближаясь к 1 трлн. долл. Во-вторых, соотношение долга и ВВП несколько снизилось, что говорит о том, что экономический рост развивающихся стран превысил рост внешнего долга. В-третьих, часть частного долга в составе общего долга снизилась. Банки и другие частные кредиторы стали более осторожны в увеличении долга. Однако государственные кредиторы продолжали предоставлять кредиты развивающимся странам в форме двусторонних или иных кредитов.

ТАБЛИЦА 12.10А МЕЖДУНАРОДНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ: ОБЩАЯ СУММА СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ И КРЕДИТОВ РАЗВИВАЮЩИМСЯ СТРАНАМ (1972—1992 гг.)

млрд. долл. США													
	1972 г.	1973 г.	1974 г.	1975 г.	1976 г.	1977 г.	1978 г.	1979 г.	1980 г.	1981 г.	1982 г.	1983 г.	1984 г.
Общий объем кредитования	8,6	20,8	28,5	20,6	28,4	34,2	73,8	79,3	81,0	91,2	90,7	60,2	52,0
Кредитование развивающихся стран	3,8	7,3	8,5	11,7	14,6	16,4	34,1	49,0	36,2	44,9	38,3	30,2	22,7
Процент кредитов развивающимся странам, %	44	35	30	57	51	48	46	62	45	49	42	50	44

Источник: OECD, Тенденции финансового рынка; МБРР, Отчет о мировом развитии, различные выпуски.

ТАБЛИЦА 12.10Б МЕЖДУНАРОДНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ: ЧИСТЫЕ СРЕДНЕСРОЧНЫЕ КРЕДИТЫ, МЛРД. ДОЛЛ. США

	1988 г.	1989 г.	1990 г.	1991 г.	1992 г.
Всего по кредитам	125,5	121,1	124,5	116,0	117,9
Кредиты развивающимся странам	15,5	16,2	19,8	26,7	16,5
Процент кредитов развивающимся странам, %	12,4	13,4	15,9	23,0	14,1

ТАБЛИЦА 12.11А ИНДИКАТОРЫ ДОЛГА РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН (ЗА ОТДЕЛЬНЫЕ ГОДЫ)

Индикатор	1970 г.	1974 г.	1976 г.	1978 г.	1980 г.	1981 г.	1982 г.	1983 г.	1984 г.
Соотношение долга и ВВП	14,1	15,4	18,1	21,0	20,9	22,4	26,3	31,3	33,8
Соотношение долга и экспорта	108,9	80,0	100,2	113,1	89,8	96,8	115,0	130,8	135,4
Коэффициент обслуживания долга	14,7	11,8	13,6	18,4	16,0	17,6	20,5	19,0	19,7
Соотношение процентных выплат и ВВП	0,5	0,8	0,8	1,1	1,6	1,9	2,3	2,3	2,8
Всего долгов оплаченных и неоплаченных	68	141	204	313	430	488	546	620	686
Доля частного долга в общем объеме долга, %	50,9	56,5	59,0	61,5	62,9	64,1	64,6	65,8	65,0

Источник: МБРР, Отчет о мировом развитии, 1985, 24.

ТАБЛИЦА 12.11Б ИНДИКАТОРЫ ДОЛГА ПО РАЗВИВАЮЩИМСЯ СТРАНАМ С НИЗКИМ И СРЕДНИМ ДОХОДОМ (ЗА ОТДЕЛЬНЫЕ ГОДЫ)

	1986 г.	1990 г.	1991 г.
Соотношение долга и ВВП	37,9	32,1	29,5
Коэффициент обслуживания долга	30,0	19,8	21,2
Всего долгов оплаченных и неоплаченных	893,4	1047,0	1064,5
Доля частного долга в общем объеме долга, %	58,7	49,9	48,6

Источник: МБРР, Ежегодный отчет, 1992, 38.

Синдицирование

Банковские синдикаты в основном обеспечивают кредиты в евровалюте. На этом рынке краткосрочные евровалютные депозиты финансируют кредиты сравнительно большого размера с более долгим сроком погашения. Один управляющий банк или несколько соуправляющих банков связывают синдикат в единое целое. Общими чертами всего процесса синдицирования евровалютных кредитов были следующие.

1. Главный управляющий (управляющие) формируют синдикат, приглашая определенное число банков принять участие в кредите.
2. Один или несколько банков назначаются банками-ориентирами. Основная функция этих банков — это установление ставки ЛИБОР, которая используется в качестве процентной ставки-ориентира. Для установления плавающей ставки, которую должен выплачивать заемщик, к ставке ЛИБОР прибавляется величина различия между процентными ставками, по которым банк получает средства и по которым выдает их заемщикам.
3. Управляющий выбирает банк-агент, на который возлагается функция контроля за денежным аспектом кредита. Эти обязанности включают: получение процентов по кредиту, амортизацию и распределение между банками-участниками.
4. Процентные ставки, назначаемые по евровалютным кредитам, включают базисную ставку (ЛИБОР) и маржу, или разницу, свыше ЛИБОР. ЛИБОР представляет собой ставку предложения (продавца) на Лондонском межбанковском рынке депозитов, т. е. стоимость денежных средств для обеспечения кредитных портфелей банка на лондонском рынке. Процентная ставка корректируется каждые три или каждые шесть месяцев на основании изменений, которые произошли в процентной ставке-ориентире.
5. Применяется тщательно разработанная структура оплаты. Комиссии играют очень важную роль. Иногда они могут заменяться более крупными различиями между процентными ставками получения средств банком и выдачи кредита заемщику. В этом случае заемщиков оповещают о номинально лучшем кредитном статусе. Комиссии выплачиваются в начале срока кредита, что делает кредитный пакет более привлекательным для кредиторов. Комиссии влияют на общую стоимость кредита; этот фактор затрудняет сравнение стоимостей различных кредитов. На рынке евровалютных кредитов используется несколько видов комиссий, включая комиссию за обязательство, когда заемщик может определять очередность погашения кредита и пользоваться денежными средствами уже после того, как было заключено кредитное соглашение. Комиссия за обязательство назначается по той части кредита, которая еще не была возвращена. Комиссия за управление выплачивается головному банку или управляющему банку как плата за организацию кредита. Комиссия за участие уплачивается в оговоренный день или в момент полного возвращения кредита банкам, участвующим в кредите. Комиссия за участие повышается с увеличением числа участников. Комиссия агенту выплачивается банку-агенту в качестве платы за оказанные услуги. В совокупности эти комиссии могут составлять от 0,50 до 1,25% номинальной суммы кредита.
6. Большая часть евровалютных кредитов деноминирована в долларах. Но в последнее время стали также достаточно важны и другие валюты деноминации. В их числе можно выделить немецкие марки, фунты стерлингов, швейцарские франки, японские йены, французские франки и нидерландские гульденны.
7. Используется несколько форм синдицированных евровалютных кредитов. Возобновляемые кредиты могут рассматриваться как краткосрочные кредиты, возобновляемые в течение оговоренного числа лет. Конечная выплата происходит в форме единого платежа. С недавнего времени стали приме-

няться и кредиты с фиксированным сроком. В этом случае вводится заранее установленный план выплат.

8. Изменяющиеся условия на рынке также оказывают влияние на сроки евровалютных кредитов. В один период сроки составляют в среднем 10 лет. В другой период средние сроки составляют 3 года. Чаще всего беспокойство на рынке и увеличивающиеся опасения по поводу угрозы риска могут стать причиной более коротких сроков.

Стоимость кредита и калькуляция цены кредита

В предыдущем разделе мы проанализировали калькуляцию цены синдицированного кредита в связи с влиянием, оказываемым ключевыми переменными — региональный риск, кредитный риск, валюта деноминации кредита и статус заемщика. Мы выяснили, что можно достаточно разумно объяснить различия процентных ставок ЛИБОР, используя такие факторы, как обслуживание долга и соотношение резервов и импорта. В этом разделе мы сосредоточим наше влияние в основном на факторах, оказывающих воздействие на различия процентных ставок ЛИБОР.

Стоимость кредита представляет собой существенную часть калькуляции цены кредита. При изучении стоимости кредитов мы должны подробнее рассмотреть предмет калькуляции цены кредита. Стоимость кредита и калькуляция цены еврокредитов включают анализ нескольких категорий, выходящих за пределы простого различия в стоимости кредитов. В случае еврокредитов с плавающей ставкой при калькуляции цены кредита учитываются следующие категории:

- 1) различия в процентных ставках (получения банком средств и выдачи кредита заемщику);
- 2) процентная ставка-ориентир;
- 3) разовая стоимость (комиссия);
- 4) фактор валюты деноминации;
- 5) фактор срока.

Первые две категории представляют собой периодическую процентную стоимость, покрывающую основную стоимость кредитных средств, плюс разница, которая учитывает прибыль, необходимую банку, и риск, которому подвергается кредитор. Если в соглашении по процентным ставкам оговаривается ЛИБОР за 6 месяцев плюс 0,75% маржи (разницы), то заемщик будет обязан делать периодические процентные выплаты в объеме невыплаченного кредита, т. е. основная сумма кредита \times (ЛИБОР + 0,75%).

Разовые комиссии включают комиссии за обязательство, которые чаще всего колеблются от 0,13 до 0,63% и выплачиваются периодически по неиспользованной части кредита. Разовые комиссии также включают комиссии за управление, выплачиваемые управляющему синдикатом банку, а также комиссии за участие, выплачиваемые банкам — участникам кредита. Если рассматривать еврокредит на 100 млн. долл., то комиссии в нем можно распределить по следующим наименованиям:

- общая комиссия — 1% от суммы кредита (т. е. все комиссии составляют 1 млн. долл.);
- комиссия главному управляющему банку — 20%, или 200000 долл.;
- комиссия управляющим банкам — 20%, или 200000 долл.;
- комиссия банкам-участникам — 60%, или 600000 долл.

Фактор валюты деноминации кредита может также повлиять на стоимость кредита, по крайней мере, по двум причинам. Во-первых, процентные ставки различны в разных валютных секторах рынка. Во-вторых, может быть учтен потенциальный доход/убыток по валюте в том случае, когда валюта деноминации кредита отличается от валюты, действующей на внутреннем рынке страны заемщика.

Фактор срока оказывает достаточно большое влияние, так как очень многое зависит от того, какие изменения в сроках считаются стандартными на рынке еврокреди-

тов из года в год в зависимости от условий на этом рынке. Иногда на рынке более предпочтительными являются короткие сроки (например, 3 года), и тогда, чтобы вынудить банк-кредитор предоставить кредиты на более долгий срок, могут быть назначены более высокие различия в процентных ставках по кредитам.

Документация

Кредитные соглашения являются очень важными документами. Кредитное соглашение предоставляет определенную степень защиты двум сторонам, участвующим в кредите. В нем устанавливаются права и обязанности сторон в качестве кредитора и заемщика. Договор также устанавливает условия, которые заемщик должен выполнять в течение срока действия кредита. Также в соглашении описывается метод управления кредита, направленного на то, чтобы обе стороны могли получить определенную прибыль в течение срока кредита. В соглашении указывается выбор момента, калькуляция и метод выплаты процентов, основная сумма кредита и применяемые комиссии. Также в соглашении содержится большой объем специфических требований и условий кредита. Договор — это официальный документ, который должен быть оформлен в установленном законом порядке и не допускать двойных толкований.

Для операций евровалютного и международного кредитования было разработано несколько специфических статей или пунктов. Все они включаются в кредитное соглашение. Ниже мы приводим некоторые особо важные условия.

1. Изменения обстоятельств. Эта статья устанавливает, что в случае юридических изменений в каком-либо законе или регулирующем акте любой страны, которые делают кредит незаконным, заемщик должен произвести полную выплату кредита. Вторая часть этой статьи известна как статья увеличивающейся стоимости. Она призвана защитить от изменений в резервных требованиях или налогов или любого другого фактора, увеличивающего стоимость банковских средств, которыми обеспечивается кредит.
2. Иммунитет суверенного государства от обычной гражданской ответственности. По большинству законов суверенное государство обладает иммунитетом против судебных разбирательств и процессов конфискации активов. В Нью-Йорке банкам были предоставлены более благоприятные условия в результате принятия Закона об иммунитете зарубежного суверенного государства в 1976 г. Этот закон ограничил иммунитет при заключении контрактов больше правительственного, чем коммерческого характера и постановил, что любое требование отказа от иммунитета является окончательным.
3. Государственное законодательство и юрисдикция. Предыдущая статья определяет закон, который должен регулировать контракты. В этой статье устанавливается государственный орган или коммерческий закон и судебная система, которая должна быть беспристрастной и разумной. Может быть установлено, что разбирательство любых случаев может находиться в юрисдикции судов нескольких стран.
4. “Перекрестное” невыполнение обязательств. Невыполнение обязательств заемщиков по любому кредитному соглашению означает автоматическое невыполнение обязательств по соглашениям с данным банком. По этой статье банк получает возможность не оставаться беспомощно в стороне, наблюдая, как другие банки предъявляют требования по кредитам заемщика, признанного неспособным выполнять обязательства, а действовать решительным образом.
5. Негативное обязательство (обязательство заемщика не принимать обязательства перед третьими лицами без согласия кредитора). По этой статье запрещается любое обеспечение займа, если только банк не обеспечен “в пропорциональной и равной степени”. Это предотвращает ухудшение позиции банка по сравнению с другими кредиторами.

Распределение и сокращение риска

Международные банки используют следующие методы для сокращения и переноса риска, с которым сталкиваются при проведении операций международного кредитования.

1. Отбор кредитов и структурирование. Этот процесс включает анализ кредитов с целью подстраховки более слабых кредитов, применение кредитных ограничений, большее внимание на регистрацию кредитов более высокого качества и строгое соблюдение правил и норм, установленных по стране, клиенту и валютным ограничениям.
2. Участие в кредитах. Многие банки принимают участие в кредитах. При этом каждый банк берет на себя небольшую часть всего объема кредита. Эта политика позволяет проводить диверсификацию риска. Именно поэтому кредитные синдикаты начали играть очень важную роль в общем объеме всех кредитных операций.
3. Использование гарантий и страховок. Головные и дочерние компании, центральные правительства, центральные банки и коммерческие банки предоставляют гарантии по кредитам. Множество различных агентств осуществляет страхование по зарубежным кредитам и инвестициям. Экспортно-импортный банк (Эксимбанк) США осуществляет страхование экспортных кредитов, так же как и частные страховые агентства (Ассоциация страхования иностранных кредитов — FCIA). Корпорация заграничных частных инвестиций, являющаяся федеральным агентством, осуществляет страхование иностранных кредитов и инвестиций, которые предоставляются корпорациями США, выступающими в качестве экспортеров или инвесторов.
4. Кредиты с плавающей ставкой. Этот вид кредитов защищает банк-кредитор от колебаний процентных ставок. В результате этих операций риск изменения процентных ставок переносится на заемщика.

Органический риск

Объем осуществляемого синдицированного кредитования развивающихся стран существенно возрос в 70-е годы. Это увеличение кредитования произошло в результате действия нескольких различных факторов. Среди этих факторов можно выделить: постоянное желание развивающихся стран ускорить экономическое развитие, резкое увеличение объема кредитного капитала, который стал доступен при расширении деятельности синдицированного рынка еврокредитов, и способность банков осуществлять рециклирование нефтедолларов.

Десятилетие 70-х годов можно назвать уникальным по нескольким причинам:

1. Ни в один период в прошлом не наблюдалось таких высоких темпов расширения международного кредитования.
2. Излишки средств ОПЕК достигли таких объемов, которые нельзя было заранее предвидеть или прогнозировать.
3. Международные банки активно участвовали в создании международного денежного рынка — рынка евровалют.
4. Бреттонвудская система фиксированных процентных ставок, основанная на долларах, была большей частью заменена системой плавающих ставок.

Короче говоря, многие аспекты международного финансового порядка были подвергнуты пересмотру и реструктурированию. В 70-е годы было сложно предусмотреть или спрогнозировать международный кредитный кризис или широко распространившиеся проблемы невыплаты кредитов (в том числе связанные с ограничением перевода средств). В 1977 г. на основе анализа ситуации, связанной с долгом развивающихся стран, был сделан вывод о том, что “проблема займов развивающихся стран является временной, что высокий уровень займов правительств развивающихся стран будет снижен уже к 1980 г., что банки сделали все, чтобы застраховать себя от

риска, связанного с невыполнением условий кредита, в тех случаях, когда существует большая вероятность этого риска”¹.

Таким образом, десятилетие 70-х годов стало временем внедрения тщательно пересмотренной международной денежной системы, временем, когда происходили быстрые сдвиги в структуре и операциях международной банковской системы, и временем, когда происходил рост темпов еврокредитования. В таких сложных окружающих условиях анализ международных ссуд и кредитов сталкивался с новыми вызовами и проблемами.

В 1979 г. в результате проведения другого анализа международного банковского кредитования было отмечено, что “хотя степень регионального риска может быть снижена в кредитном портфеле в результате использования методов диверсификации, полностью этот риск устранить не удастся”². Некоторая часть этого риска не поддается диверсификации, т. е. он присущ самой структуре и системе функционирования всего рынка евровалют. Можно выделить два компонента рыночного (органического) риска, не поддающегося диверсификации: 1) *рыночный риск*, или *риск невыплат*, связанный с функционированием еврорынка; 2) риск, с которым сталкиваются банки-кредиторы, когда другие банки испытывают сложности при инкассации кредита.

Рост операций кредитования на рынке еврокредитов породил самостоятельный органический риск, который возник по следующим причинам.

1. Кредитная структура была основана на плавающих ставках. При этой структуре заемщик подвергался в сильной степени риску повышения процентных ставок. Эскалация процентных ставок в период с 1977 г. по 1981 г. вызвала шок на рынке, который большинство заемщиков в развивающихся странах не могли предусмотреть и от которого не смогли оправиться.
2. Все большая часть заемщиков и кредитов стала подвергаться риску, связанному с долгом с плавающими ставками. По данным Отчета о мировом развитии, представленного МБРР, доля долгов с плавающей ставкой с общей сумме оплаченных и неоплаченных долгов возросла в 16% в 1974 г. до 43% в 1983 г.³ Это увеличение в основном произошло среди стран со средним уровнем дохода, расположенных в основном в Латинской Америке, которые получали крупные займы из частных источников.
3. Большая часть кредитов предоставлялась развивающимся странам в зависимости от экспорта потребительским товаров. Мировой спад 1981—1982 гг. привел к снижению цен на потребительские товары и замедлил рост объемов экспорта развивающихся стран.
4. Большая часть кредитов направлялась в развивающиеся страны, которые являлись импортерами нефти. Эскалация цен на нефть в 1974 г. и 1978—1979 гг. вызвала два нефтяных шока, которые надолго ослабили возможности обслуживания долга стран-заемщиков, являющихся импортерами нефти.
5. Банки-кредиторы сознавали, что концентрация их синдицированных среднесрочных кредитов была слишком высокой среди заемщиков из развивающихся стран. В период с 1978 г. по 1981 г. только на пять крупнейших заемщиков приходилось 53% всех займов развивающихся стран. Но перенося процентный риск на заемщиков, банки пришли к пониманию того, что они просто обменяли один риск на другие риски, которые потенциально являлись более опасными: риск ограничения перевода средств и коммерческий риск.
6. Кредиторы столкнулись со значительными сложностями при попытках достигнуть эффективной диверсификации своих портфелей международных кредитов. В частности, эта проблема была связана с увеличением средних размеров кредитов на синдицированном среднесрочном рынке евровалют. Также эта сложность стала результатом увеличения кредитования заемщиков государственного сектора развивающихся стран.

¹ Брюс Бриттэн В. Х. Развивающиеся страны, внешний долг и частные банки // Ежеквартальный обзор, Banca Nazionale del Lavoro (декабрь 1977), с. 366.

² Ангиллини А., Энг М., Ли Ф. Международное кредитование, риск и евро рынки. Лондон, 1979, 159.

³ Отчет о мировом развитии, 1985, 20.

7. На синдицированном рынке присутствовали достаточно сильные стимулы роста объема кредитов. Эта тенденция была связана со структурой разовых комиссий. Банки, увеличившие свои кредитные портфели на небольшую сумму в конкретном году, испытывали снижение доходов от комиссий. Этот спад происходил даже тогда, когда общий портфель кредитов увеличивался. Стимул более широкого участия банка в ссуде, выданной другим банком, возрастал с каждым успешным годом, вне зависимости от кредитоспособности обращающихся за кредитом.

Если мы внимательно рассмотрим рис. 12.4а, то сможем увидеть, что пик нового кредитования развивающихся стран на рынке еврокредитов приходится на 1979 г., тогда как пик общего еврокредитования наступил в 1982 г., т. е. на 3 года позже. Мы можем наблюдать примерно такую же картину, если рассмотрим процент еврокредитов, направляемых в развивающиеся страны (см. табл. 12.10). Пик (62%) приходится на 1979 г., а тенденция к понижению доли еврокредитов, предоставляемых развивающимся странам, отчетливо просматривается уже в период с 1979 г. по 1984 г.

Вместе с расширением операций кредитования развивающихся стран банки-кредиторы столкнулись с тенденцией повышения органического риска. Это повышение объяснялось двумя факторами. Во-первых, заемщики из развивающихся стран были в одинаковой степени подвержены влиянию общемировых тенденций и событий. Повышающиеся процентные ставки, снижающиеся цены на товары потребления, а также серия нефтяных шоков оказали крайне неблагоприятное воздействие на способность обслуживания долга. Особенно все эти события затронули развивающиеся страны, оказав на них равное отрицательное влияние. В результате повышения органического риска существенно ухудшилось качество долговых бумаг заемщиков из развивающихся стран. Во-вторых, через проведение операций синдицирования кредитов банки-кредиторы получили во владение портфель с "рыночным индексом" долговых бумаг развивающихся стран. В результате все банки-кредиторы оказались полностью и в равной степени подвержены угрозе широко распространившегося ухудшения качества долговых бумаг развивающихся стран.



РИС. 12.4А. СИНДИЦИРОВАННЫЕ ЕВРОКРЕДИТЫ: ОБЩАЯ СУММА И ДОЛЯ КРЕДИТОВ, НАПРАВЛЯЕМЫХ В РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ

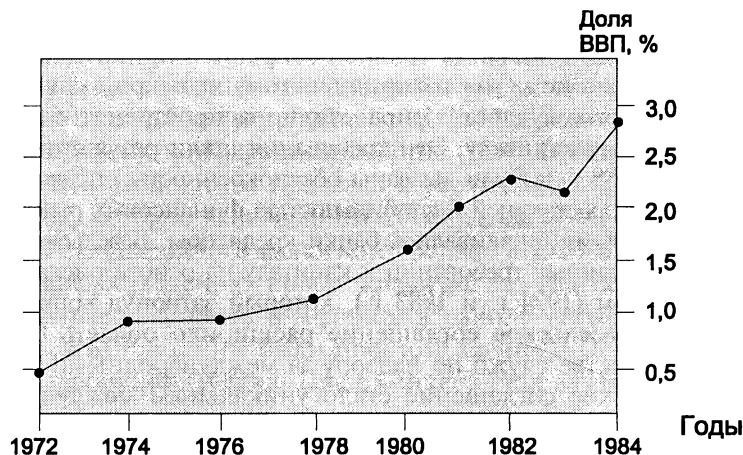


РИС. 12.4Б. СООТНОШЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ ВЫПЛАТ ПО ОБСЛУЖИВАНИЮ ВНЕШНЕГО ДОЛГА И ВВП РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН-ДОЛЖНИКОВ

В результате, когда в 1982 г. долговой кризис впервые заявил о себе, банки-кредиторы обнаружили, что не осталось ни одного пути, позволившего бы избежать этой проблемы. Весь рынок долговых бумаг развивающихся стран столкнулся с резким понижением стоимости. Банки столкнулись с перспективой владения кредитами, которые невозможно было вернуть, с перспективой стремительного роста требований о пересмотре сроков погашения кредитов и со значительным и все углубляющимся понижением стоимости долговых бумаг развивающихся стран.

Решения, которые были найдены банками для решения этих проблем, можно разделить на три категории, которые включают:

1. Операции, связанные с прямым долгом. Они включают пересмотр условий и изменение структуры долга, проведение операций на вторичном рынке долговых бумаг и осуществление свопов или обменов долговых бумаг на альтернативные активы (облигации, паевые вложения в акции). Все эти меры мы рассмотрим в последующих разделах этой главы.
2. Добровольные меры, которые включают переход к забалансовым операциям и получение дохода в виде комиссий.
3. Вынужденные меры, которые банки принимали под давлением контрольных органов и центральных банков.

Второе и третье решения в краткой форме мы обсудим в следующем разделе.

Новые направления

В течение 80-х годов банки-кредиторы произвели пересмотр своих конкурентных стратегий на международных финансовых рынках. Эти стратегии были направлены на избежание или минимизацию рисков, возникающих при прямом кредитовании, и на разработку новых источников прибыли. Для достижения этой цели банки приступили к разработке инновационных финансовых методов и перенесли свое внимание на деятельность, связанную с получением дохода в виде комиссий. В главе 6 мы рассмотрели методы использования евронот (NIFs), которые позволяют банку получать комиссии, не принимая участия в балансовом кредитовании. Затем в главе 7 мы изучили рост процентных ставок и валютных свопов, при использовании которых банки могут получать

комиссии, организуя эти свопы между двумя партнерами, которые уже обслуживают существующий долг или только собираются принять на себя новую задолженность.

Ну и наконец, мы говорили о том, что на международные банки ведущих промышленных государств мира стали распространяться и стандартные требования к собственному капиталу. Эти требования стали результатом принятия Базельского соглашения в 1988 г. и были вызваны обеспокоенностью правительственных регулирующих органов всевозрастающей нестабильностью финансовых рынков и соответствующими рисками, с которыми сталкивались банки-кредиторы. Базельское соглашение призвало к введению повышенных требований к капиталу на основе риска (глава 9). Следуя за Базельским конкордатом (1974 г. и 1983 г.), который затронул вопрос о юрисдикции банковского надзора, Базельское соглашение расширило область соглашений о многостороннем сотрудничестве служб по надзору за международными банковскими операциями.

Базельское соглашение стало уникальным международным документом, которое открыло возможности для введения дополнительных международных мер, разработанных для сокращения неустойчивости и рисков, с которыми сталкиваются конкурирующие на международной финансовой арене банки.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ДОЛГОВОЙ КРИЗИС

В 1982 г. правительство Мексики сделало заявление, в котором говорилось о том, что Мексика не состоянии продолжать производить запланированные процентные выплаты по внешнему долгу. В последующие несколько месяцев другие развивающиеся страны-должники присоединились к этому заявлению, объявив о своей неспособности продолжать переводы средств в долларах, необходимые для запланированных процентных выплат по внешнему долгу. Начиная с 1982 г. над мировой финансовой системой нависла тень надвигающегося международного долгового кризиса, который имел сильное воздействие на многих участников, вовлеченных в операции международного кредитования. Этот кризис был, по крайней мере отчасти, причиной замедления мирового экономического роста в 80-х годах и начале 90-х годов. Но с принятием плана Брейди в 1989 г. большинство стран-должников смогли восстановить кредитоспособность. В результате этого возникающие долговые рынки обрели новую жизнь и возможность участвовать в операциях мировой финансовой системы.

Изменения в понимании

В течение 8-летнего периода, который последовал за 1982 г., можно было наблюдать несколько отдельных фаз в развитии понимания долгового кризиса. Все эти изменения в понимании оказывали достаточно сильное воздействие на отношения банков-кредиторов к инициативам, введенным правительством США для выхода из долгового кризиса, и на множество методов, применявшихся для окончательного разрешения этой проблемы.

В самом начале долгового кризиса самой распространенной точкой зрения было то, что этот кризис является лишь временной проблемой ликвидности. В соответствии с этой точкой зрения страны-дебиторы испытывали кратковременный дефицит валютных резервов. Вскоре этот дефицит будет восполнен благодаря увеличению мирового спроса на потребительские товары, когда на международных рынках капитала

возобновится распределение подвижного капитала. Проводились аналогии с корпорацией, которая была с основным кредитоспособна, но временно неликвидна.

Но к 1985 г. стало ясно, что долговой кризис был не просто проблемой ликвидности. В октябре того же года министр финансов США Джеймс Бейкер (James Baker), выступая на международной конференции в Сеуле (Южная Корея) предложил ввести новую инициативу. Эта инициатива призвала к увеличению кредитования 15 основных стран-должников, которое включало бы 20 млрд. долл. от коммерческих банков и 9 млрд. долл. от Международного валютного фонда (МВФ) и МБРР. В то же время Бейкер призвал к предоставлению новых кредитов самым бедным странам, большинство из которых располагались в Африке, в районе южнее пустыни Сахары. Вдобавление, МВФ и МБРР должны были провести совместные реформы, направленные на достижение свободного рынка. План Бейкера стал важным событием, так как это был первый сигнал, поступивший от администрации Рейгана, который указал на действительную сложность и серьезность долговой проблемы.

Понимание стало более реалистичным в 1987 г. В этом году два события указали на то, до какой степени изменилось понимание серьезности проблемы долга. В начале этого года по решению Ситибанка была аннулирована ссуда в размере 3 млрд. долл., предоставленная развивающимся странам. Это действие Ситибанка стало одной из первых крупных операций аннулирования долговых бумаг развивающимся стран крупным банком-кредитором. Эта акция последовала почти сразу за долговым мораторием, объявленным правительством Бразилии в феврале 1987 г.

Вторым событием стало начало пересчета долга Мексики, который осуществлялся при содействии Морган Гаранты Банка (Morgan Guaranty Bank) Нью-Йорка. Этот пересчет был направлен на погашение (обмен) 20 млн. долл. кредитных бумаг, находившихся во владении банков-кредиторов (продаваемых за 50% номинальной стоимости) на каждые 10 млн. долл. номинальной стоимости новых облигаций, выпущенных Мексикой. Эти облигации были дополнены нулевым купоном Министерства финансов США, приобретаемым Мексикой. В результате Мексика получала возможность приобретения 10 млн. долл. по срочной стоимости нулевых купонов Министерства финансов США, затратив 4 млн. долл. наличными, и погасить 20 млн. долл. номинальной стоимости банковского долга. Но, к сожалению, сроки этого долгового обмена оказались непривлекательными, и была погашена только очень небольшая часть долга.

В 1987—1988 гг. проводились аналогии между должниками в Латинской Америке и проблемами, связанными с послевоенными репарациями (переводами средств) в Германии (1920—1928 гг.). К этому времени важность долгового кризиса достигла серьезности мировой проблемы перевода средств.

Четвертая интерпретация долгового кризиса была представлена в 1989 г., когда министр финансов США Николас Брейди (Nicholas Brady) открыл инициативу сокращения долга. МВФ и МБРР были призваны обеспечить через осуществление обратных покупок достаточный объем денежных средств для обслуживания и сокращения долга. Также банки могли обменивать долговые бумаги на новые дополнительные облигации, которые получили название облигаций Брейди. Правительства-кредиторы могли продолжать пересмотр или реструктурирование своих собственных кредитов через Парижский клуб в форме переговоров по правительственным кредитам или кредитам официальным организациям. Страны-должники были призваны начать регулирующие программы, ориентированные на усиление темпов роста, и принять меры для содействия возвращения “беглого” капитала.

Реакция банков на эту инициативу была неоднозначной. Было заключено соглашение по долгу Мексики, в соответствии с которым Мексике были предоставлены новые денежные средства. Обсуждение этого соглашения с Мексикой (план Брейди) мы рассмотрим позже в этой главе. Но, по мнению отдельных банков, эти предложения по сокращению долга не могли привести к полному разрешению этой проблемы.

Изменения в понимании серьезности долгового кризиса отразились на ценах долговых бумаг, с которыми совершались операции на вторичном рынке, т. е. на рынке, на котором банки-кредиторы продают и покупают свои долговые бумаги. Благоприятные изменения в международном финансовом положении стран-должников сопровождались увеличением цен, по которым совершались сделки с долговыми бумагами, в то время как неблагоприятные изменения сопровождались падением цен на долговые бумаги. Следует отметить, что каждый отдельный банк может иметь свои собственные мотивы для проведения операций на вторичном рынке. Среди преобладающих мотивационных факторов можно выделить¹:

- 1) желание сократить общую угрозу риска, связанного с долгом развивающихся стран;
- 2) достижение цели “переформирования портфелей”, которую можно было достичь через продажу одних бумаг и покупку других бумаг;
- 3) желание получить прибыль от торговли;
- 4) получить прибыль от списания налогов, которые распространялись на банк.

В некоторых случаях головной банк передавал ответственность за управление “долларовым учетом” банковскому отделению, расположенному на территории страны-дебитора. Основная причина применения такой стратегии заключалась в понимании того, что местное банковское отделение могло лучше уследить за изменяющимися возможностями, открывающимися для проведения операций обмена, продажи и конвертирования долговых бумаг. К тому же местное банковское отделение имело прямой доступ к текущей информации, касающейся возможностей инвестиций в стране-дебиторе. Подробнее мы обсудим вторичный рынок долговых бумаг в Приложении к этой главе.

Пересмотр условий и изменение структуры кредита, свопы

Пересмотр условий и изменение структуры кредита выступает как средство предоставления должникам временного облегчения и как промежуточное решение долгового кризиса. Если рассмотреть функцию временного облегчения, то пересмотр сроков погашения направлен на то, чтобы дать странам-дебиторам временную передышку на определенное время, в течение которого они имели бы возможность провести экономические реформы и улучшить состояние внешних выплат. Даже если пересмотр сроков погашения кредитов и не решал полностью проблему долгов, он давал временное облегчение от самых тяжелых ударов, наносимых этим кризисом.

Пересмотр условий и изменение структуры кредитов проводились под эгидой Парижского клуба, когда дело касалось государственных (межправительственных) кредитов, или в результате переговоров с комитетами коммерческих банков-кредиторов, если речь шла о банковских кредитах. В период с 1982 г. по 1992 г. про-

¹ Торговля долговыми бумагами различных стран была распространена там, где банки были готовы допустить, что кредитные активы развивающихся стран стоили меньше их номинальной цены. Проводя переоценки кредитов и допуская убытки по кредитам, банки ставили под удар свой баланс и показатели дохода.

цесс пересмотра кредитов затронул все большие суммы в долларах и стал происходить все более часто.

Процесс пересмотра условий и изменение структуры кредита в основном включает в себя пересмотр первоначального кредитного соглашения, особенно в вопросах, касающихся сроков кредита и плана выплат основной суммы кредита. Однако в результате этого процесса могут устанавливаться новые требования выплат комиссий (особенно в тех случаях, когда речь идет о кредитах коммерческих банков), так же как и новые основы процентных выплат. В результате принятия Закона о надзоре за международным кредитованием (1983 г.) были введены ограничения на комиссии по пересмотру сроков и временные рамки по их увеличению относительно текущего дохода. Процентные выплаты по реструктурированному кредиту могут быть пересмотрены в сторону повышения или понижения в зависимости от обстоятельств и текущего состояния заемщика и финансовых рынков. По данным, приведенным в табл. 12.12, можно отметить, что заемщику предоставляется льготный период в 3 года, сокращаются ежегодные выплаты основной суммы кредита, а также устанавливается более длительный период выплат. Сондерз (Saunders) и Сибраманиам (Subrahmanyam) разработали применяющийся в настоящее время стоимостной метод оценки степени уступок при пересмотре многолетних соглашений¹.

ТАБЛИЦА 12.12 СРАВНЕНИЕ ПОТОКОВ НАЛИЧНЫХ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ ПО ВЫПЛАТАМ ОСНОВНОЙ СУММЫ КРЕДИТА ДО И ПОСЛЕ ПЕРЕСМОТРА СРОКОВ ПОГАШЕНИЯ КРЕДИТА

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5	Год 6	Год 7
Прежнее кредитное соглашение, долл.	15	15	20				
Пересмотренное кредитное соглашение, долл.	0	0	0	10	10	15	15

Несколько стран-должников начали проведение программ содействия обмену долговых требований на паевые вложения в акции и в другие долговые инструменты. Чили добилась значительного успеха в этой области в 1985 г. В дополнении 12.2 показано, как происходил процесс перевода долга Чили. Постепенно этому примеру последовали другие дебиторы, включая Мексику и Бразилию, начав программы обмена долг/акции. В общем виде обмен долга на акции происходит следующим образом.

За пределами страны-дебитора

1. Банк-кредитор продает требования к стране-дебитору иностранному инвестору, чаще всего со скидкой, на вторичном рынке, обычно через банк-посредник.
2. Иностранному инвестору передает требование центральному банку страны-дебитора, обычно через банк-посредник. Инвестор, в свою очередь, получает требование в местной валюте, которое может быть использовано для оплаты доли в акциях внутренней компании.

¹ Сондерз А., Сибраманиам М. Пересмотр сроков погашения долга развивающихся стран: кто проигравший, кто победитель. — См.: Колб Р. Интернэшнл Файнэнс Ридер, Атланта: Изд-во Колба, 1991.

Дополнение 12.2 СВОПЫ ДОЛГ/АКЦИИ

Угроза риска, возникающая при кредитовании развивающихся стран коммерческими банками, представляла собой ключевое препятствие к предоставлению новых добровольных кредитов. Возник вторичный рынок, на котором происходила торговля со скидкой долговыми инструментами развивающихся стран. Вначале объем операций на этом рынке был очень ограниченным, а котировки цен по уменьшенному долгу рассматривались как искусственные по причине узости рынка. Но затем рынок стал более организованным, расширилось участие в нем, а проводимые операции стали более разнообразными. В 1986 г. объем торговли данными инструментами составил 7 млрд. долл., т. е. менее 1% внешнего долга развивающихся стран. Этому развитию способствовало введение новых правил учета и банковского регулирования в США. Банк, который терпел убытки вследствие продажи или обмена кредита развивающимся странам, не был обязан сокращать регистрационную стоимость других кредитов данной стране, что означало, что банк мог считать оставшиеся кредиты возвращаемыми.

Несколько стран-дебиторов, обязательства которых были выставлены на продажу со скидкой, использовали существующий вторичный рынок для содействия притоку частных инвестиций или для получения других преимуществ. Широко распространенный термин, обозначающий пересчет уменьшенного долга в активы во внутренней валюте, — это “обмен долга на акции”. Однако “перевод долга” был бы более правильной формулировкой, так как перевод инструментов внешнего долга во внутренние облигации может осуществляться не только в целях иностранных прямых инвестиций, но и для достижения более общих целей резидентов и нерезидентов страны-должника. В сущности, зарубежный инвестор, желающий приобрести активы на территории страны-должника, получает возможность через проведение операции обмена долговых обязательств на акции получить средства во внутренней валюте со скидкой. В результате зарубежный инвестор получает определенный возврат средств при приобретении валютного эквивалента со скидкой по кредиту за вычетом операционных издержек от проведения свопа долг/акции.

В Чили существует хорошо проработанная законодательная система для обмена долга на акции внешнего долга во внутренние активы страны. Также была введена сходная процедура перевода долга с использованием вложений внутренних инвесторов в иностранной валюте.

На графике, приведенном ниже, детально отражены шаги, необходимые для перевода долга. И хотя эти шаги кажутся сложными, но их основная идея достаточно проста.

Операции обмена долга на акции имеют право совершать только нерезиденты, которые намереваются вложить средства в основные фонды (акции) в Чили. Первый шаг заключается в следующем: необходимо разместить и купить долговой инструмент Чили, деноминированный в иностранной валюте, с текущей скидкой. Затем при посредничестве Банка Чили зарубежный инвестор должен получить согласие внутреннего дебитора на совершение обмена имеющегося у него долгового инструмента на другой, деноминированный в местной валюте. При этом необходимо получить разрешение Центрального банка на аннулирование долга. В итоге зарубежный инвестор может продать полученный долговой инструмент на внутреннем финансовом рынке и приобрести основные фонды или акции, получив при этом наличный доход от продажи.

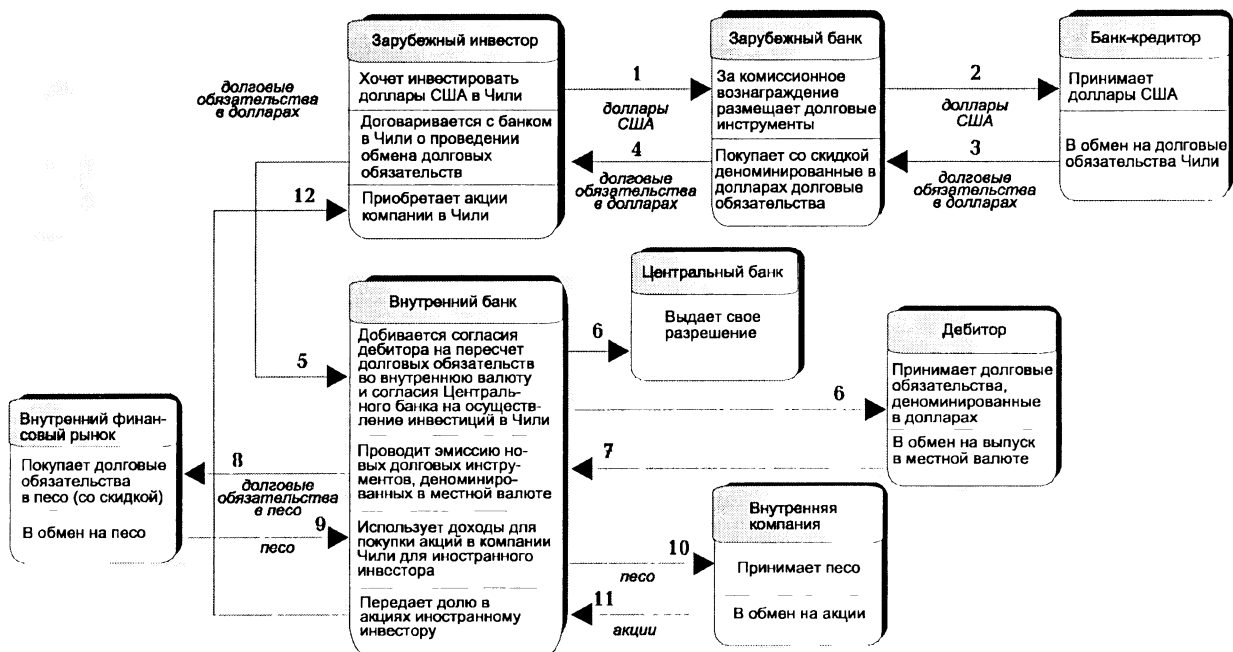
Главное различие между обменом долга на акции и прямым переводом долга заключается в том, что право совершения перевода долга могут получить как инвесторы-резиденты, так и нерезиденты, которые имеют средства в иностранной валюте за рубежом. К тому же, если инвестор провел хотя бы одну операцию по переводу долга, то на него больше не распространяются ограничения по использованию доходов в местной валюте.

Процесс перевода долга дает возможность стране-дебитору, во-первых, сократить объем или снизить темпы роста внешнего долга. Во-вторых, этот процесс выступает как средство привлечения как “беглого” капитала, так и прямых иностранных инвестиций. В-третьих, при проведении обмена долга на акции появляется возможность перейти от потери процентов и основной суммы по долговым облигациям к отсроченным и менее строгим выплатам, которые сопровождаются прямыми частными инвестициями.

Дополнение 12.2 СВОПЫ ДОЛГ/АКЦИИ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Также такие операции обмена представляют собой инструмент выхода или средство скорректировать состав рисков, входящих в портфели коммерческих банков. Банки, которые стремились продолжить свою международную деятельность, получили возможность выбирать момент и категорию убытков по неоплаченным портфелям, а также использовать определенный рыночный механизм.

Возникновение деятельного рынка по долговым инструментам развивающихся стран открывает возможности как для дебитора, так и для кредитора. Однако существуют определенные препятствия для его развития. Страны-дебиторы должны обеспечить проведение операций по неискаженным процентным ставкам, так как в противном случае предложенные скидки по долгу могут быть перевешены учитываемыми процентными ставками. Также при пересчете долгосрочных финансовых инструментов в денежные активы внутреннего рынка необходимо удостовериться, что эта операция не вызывает роста денежных средств выше установленных пределов. Стимулы к осуществлению иностранных инвестиций могут быть сведены к нулю, если политический климат не благоприятствует притоку иностранных инвестиций. И конечно, требуется хотя бы минимальная регулирующая структура. Необходимо проводить корректировку документации по реструктурированию долга, которая бы позволила проводить предоплаты при пересчете долга. Ясные и четкие правила способствуют операциям. Но слишком сильное регулирование, особенно в форме административных процедур, необходимых для получения разрешения на совершение операций, скорее отпугивает, чем привлекает иностранных инвесторов.



Источник. Отчет о мировом развитии, 1987, 2223.

На территории страны-дебитора

1. Предприятие-дебитор, вовлеченное в экономическую деятельность, обменивает долг в долларах на долг в местной валюте, который находится во владении внутреннего банка или инвестора.
2. Центральный банк выдает свое разрешение на проведение операции.
3. Зарубежный инвестор использует требование в местной валюте на рынке капитала для приобретения доли в акциях внутренней компании.
4. Внутренняя компания получает выплаты в местной валюте в обмен на долю в акциях, выпускаемых этой компанией.

Доля в акциях может представлять собой: увеличение инвестиций в действующую компанию, которая является филиалом зарубежного инвестора (многонациональной компании); приобретение доли в акциях компании, не являющейся его филиалом; приобретение определенного процента в венчурном капитале компании, осуществляющей инвестиции в местные компании, или покупка долей, участвующих в торгах на местном фондовом рынке. Каждая страна устанавливает вид операций на рынке капитала, который представляет собой окончание свопа.

Однако обмен долга на акции обладает некоторыми недостатками. Во-первых, страны-дебиторы рассматривают большие объемы таких переводов как потенциально инфляционные. Во-вторых, нельзя точно определить, сколько прибыльных инвестиций (и в какой форме) может быть получено благодаря именно этим операциям. Общий уровень внутренних инвестиций не всегда бывает подвержен влиянию этих свопов (обменов), содействующих только привлечению инвестиций с более низкой стоимостью. И наконец, в результате проведения обмена долга на акции инвестиции могут отклоняться от районов, которые правительство страны-дебитора рассматривает как первоочередные, к районам, которые считаются менее важными.

По проведенному нами исследованию можно увидеть, что международные банки-кредиторы, иностранные банки, которые участвуют в операциях покупки-продажи по долговым бумагам развивающихся стран, и банки (и иностранные и внутренние), действующие в качестве посредников в стране-дебиторе, — все они могут принять участие в процессе перевода долга. Наблюдается растущий интерес к инвестициям в отдельные развивающиеся страны, и международные банки должны быть готовы выполнять множество различных функций при осуществлении операций перевода долга еще в течение многих лет.

Сокращение долга

В марте 1989 г. министр финансов США Николас Брейди выдвинул новую инициативу в отношении долга. Министр Брейди подчеркнул важность восстановления экономического роста, решающую роль разумной экономической политики, всевозрастающую потребность стран-должников во внешних финансовых ресурсах и необходимость применения разумных подходов. В то же время он отметил необходимость добровольного сокращения долга и обслуживания долга. Министр Брейди призвал Международный валютный фонд (МВФ) и МБРР поддержать эти операции.

Брейди предложил перенести внимание на предоставление передышки путем сокращения долга на основе рыночных методов. Банки должны были провести добровольное сокращение своих требований к странам-дебиторам в обмен на увеличение оставшейся части кредита. В это увеличение будут включены:

- а) дополнительные счета в качестве гарантий проведения обмена основной суммы или процентов по облигациям;
- б) наличные выплаты при совершении обратной покупки долга.

Официальные кредиторы (включая МБРР) должны были обеспечивать своевременные ассигнования на проведения долговых операций. Страны, которые будут проводить активную политику, смогут извлекать выгоду из кредитов, предоставляемых МВФ и МБРР, из пересмотра Парижским клубом сроков погашения кредитов и из кредитов предоставляемых государственными организациями. От стран-дебиторов ожидалось принятие ими жесткой политики для подтверждения того, что они будут способны обслуживать обязательства по сокращенному долгу. Эта политика будет включать меры по поощрению внутренних сбережений и по возвращению “беглого” капитала. Банкам будут предоставлены стимулы, включая дополнительные гарантии.

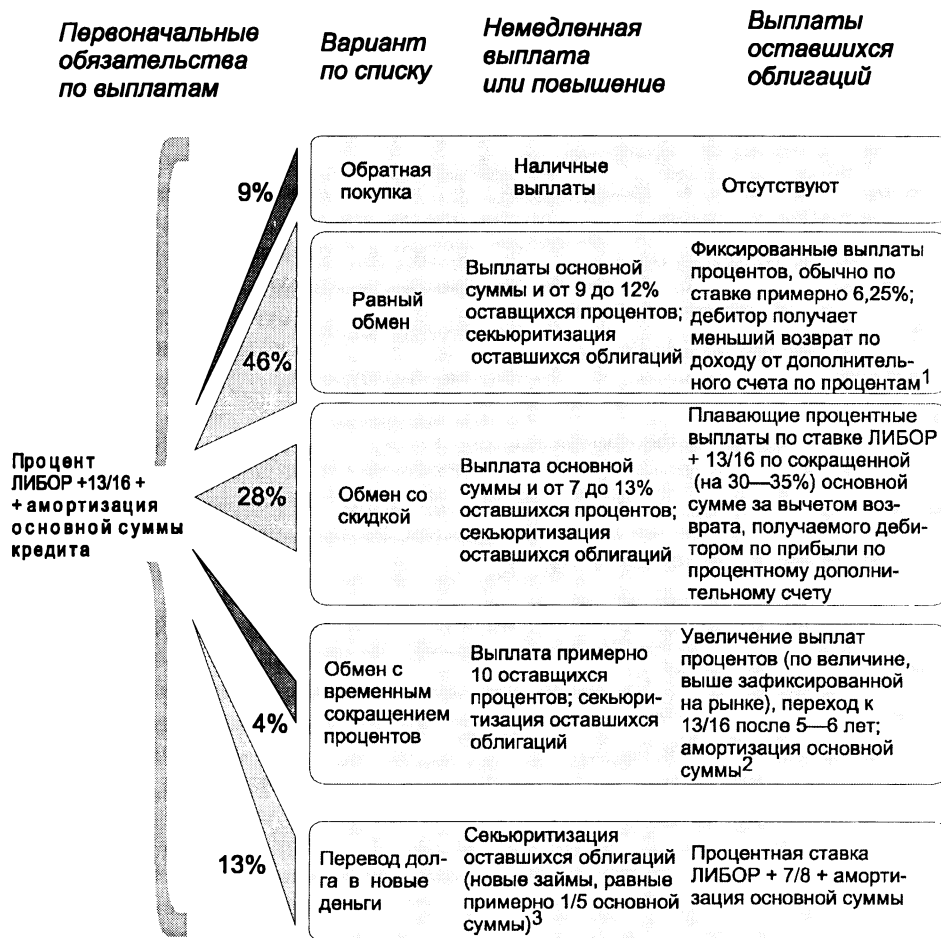
Для принятия подхода Брейди правительства стран-должников и комитеты управляющих банков провели серию переговоров по всесторонним пакетам соглашений, в которых содержался предлагаемый перечень методов сокращения долга и обслуживания долга. Все эти перечни имели некоторые отличия, что давало банкам возможность выбора. В некоторые перечни были включены предлагаемые варианты обратной покупки — полная продажа банковских требований со скидкой за наличные средства. Предлагаемые в качестве альтернативы новые возможности по переводу денег в долговые обязательства предоставляли банкам возможность освободить существующий объем кредитов от сокращения долга и его обслуживания, в результате чего банки получали дополнительные средства.

Скидки и равные обмены сочетают в себе элементы обратной покупки и реструктурирования. Именно эти варианты оказались наиболее популярными (рис. 12.5). Кредиторы обменивали кредиты на новые облигации с меньшей основной суммой (дисконтный обмен) или с прежней основной суммой, по процентным ставкам, которые были ниже зафиксированных на рынке (равный обмен). Кредиторы получали выгоду от включения безотзывных дополнительных счетов по ценным бумагам. Чаще всего основная сумма была полностью обеспечена казначейскими облигациями США с нулевым купоном.

Этот многовариантный подход содействовал тому, что почти все банки-кредиторы приняли участие в этих операциях, и способствовал максимизации количества операций по сокращению долга при данном объеме дополнительных ресурсов. Банки имели возможность выбрать тот вариант, который больше всего соответствовал особенностям их системы налогов, регулирования и учетной ситуации. Эти долговые операции повлекли за собой крупные единовременные ассигнования наличных средств для совершения обратных покупок, дополнительных приобретений для обмена и, в некоторых случаях, для выплат по определенным отраслям. Основная часть этих ассигнований была предоставлена государственными источниками.

При введении новой стратегии Брейди потребовалась разработка схемы перевода долга. Темпы перевода ускорились после 1989 г. В результате проведения семи операций плана Брейди к 1993 г. удалось достичь значительного сокращения обязательств по обслуживанию долга и менее значительного сокращения неоплаченных долгов. Благодаря проведенному реструктурированию по плану Брейди повысилось качество долга, предоставленного кредиторами, так как он был обеспечен дополнительными счетами и его срок был увеличен. Постепенное вытеснение долгосрочных долгов прервало порочный круг повторяющихся просьб о возобновлении долга. Это дало возможность странам, участвующим в операциях по плану Брейди, почувствовать в скором времени, что они значительно улучшили свою способность по обслуживанию долга и кредитоспособность. В результате они получили возможность вновь стать участниками международных рынков капитала на условиях, которые становились все более и более благоприятными. Произошло резкое увеличение притока частного капитала, особенно в странах, участвующих в операциях по плану Брейди, на которые ранее распространялись кредитные ограничения. Это увеличение притока капитала в страны, в которых происходил процесс реструктурирования, показано

в табл. 12.13. За 3 года, с 1991 г. по 1993 г., эти страны привлекли более 135 млрд. долл. нового капитал, и более 35% этого капитала было предоставлено в форме международных облигаций и выпуска акций.



Источник. Оценки, проведенные персоналом Федерального резервного банка Нью-Йорка.

Примечания. Большинство перечней не включает весь спектр вариантов. В соответствии в некоторыми пакетами обеспечивалось рефинансирование неоплаченных просроченных процентов по рыночным ставкам, следующим за первоначальными процентными выплатами. Процентные соотношения показывают долю совокупной величины всех основных сумм кредитов, распределенных по всем вариантам в результате соглашений, заключенных к середине 1993 г. Страны также получали некоторую передышку по долговым выплатам благодаря переводу долга. Эти операции перевода происходили как до, так и после операций Брейди, но не были включены в перечень обмена Брейди.

¹ Первоначальные процентные ставки были иногда ниже (например, 4% для Аргентины), что отражает форму кривой доходности на момент соглашения по основной сумме.

² Ставки отражают временную структуру на момент заключения соглашения по основной сумме.

³ Вариант, включающий в себя перевод долга в "новые деньги" для Мексики, не делал обязательным секьюритизацию основной суммы. В результате соглашения с Бразилией был принят вариант капитализации процентов в дополнение к переводу долга в "новые деньги".

РИС. 12. 5. ВАРИАНТЫ РЕСТРУКТУРИРОВАНИЯ ОСНОВНОЙ СУММЫ ДОЛГА ПО ПЛАНУ БРЕЙДИ

ТАБЛИЦА 12.13 ЧИСТЫЙ ПРИТОК КАПИТАЛА В СТРАНЫ, В КОТОРЫХ ПРОИСХОДИЛ ПРОЦЕСС РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

	1989 г.	1990 г.	1991 г.	1992 г.	1993 г.
Мексика	4,5	10,4	21,9	24,0	23,9
Коста Рика	0,6	0,3	0,5	0,5	0,7
Венесуэла	-1,1	-3,4	0,7	2,2	1,3
Уругвай	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3
Нигерия	0,1	-2,5	-0,6	-6,0	1,3
Филиппины	1,9	2,3	3,0	2,7	3,7
Аргентина	-0,5	1,2	4,9	12,8	12,7
Бразилия	-0,1	4,3	1,0	8,4	8,7
Чили	1,3	2,7	0,9	2,9	2,8
Всего	6,5	15,2	32,5	47,7	55,4

Источник. Международный валютный фонд, Международная финансовая статистика; оценки, предоставленные персоналом Федерального резервного банка Нью-Йорка.

Примечание. Чистый приток основного капитала определяется следующим образом: дефицит текущих статей платежного баланса плюс увеличение брутто-резервов. В приток включаются ошибки и пропуски, а также исключительное финансирование.

Источник: Федеральный резервный банк Нью-Йорка, Ежеквартальный отчет, зима 1993/94, с. 53.

Дополнение 12.3 ПО УТВЕРЖДЕНИЮ МЕКСИКИ, БЛИЗИТСЯ ЗАКЛЮЧЕНИЕ СОГЛАШЕНИЯ О РЕФИНАНСИРОВАНИИ ДОЛГА

Источник. Нью-Йорк Таймс (декабрь 6, 1989) : D19.

Почти завершились переговоры между Мексикой и ее банками-кредиторами о рефинансировании 48 млрд. долл. среднесрочных и долгосрочных долгов этой страны. Именно это заявил Хосе Ангел Гурриа (Jose Angel Guerria), главный представитель Мексики на переговорах с банками.

В переговорах по заключению целого пакета соглашений приняли участие от 345 до 400 банков-кредиторов. Как заявил Вильям Р. Родз (William R. Rhodes), сопредседатель банковского консультативного комитета, Мексика сумела прийти к договоренности с 90% этих банков. Днем раньше было сделано совместное заявление, что заключение соглашений с оставшимися банками ожидается к концу недели и что все соглашения должны быть подписаны к концу года.

Структура участия

Структура банков-участников почти полностью совпадает с той структурой, которую описал мистер Родз в прошлом месяце. Ожидается, что банки, владеющие от 8 до 10% долга Мексики, предоставят новые кредиты, равные 25% ее непоплаченных кредитов. Оставшиеся банки согласились обменять их кредиты на 30-летние облигации, по которым будут урезаны процентные выплаты или основная сумма. Эти два варианта можно назвать практически равнозначными.

Результатом проведения сокращения процентных выплат станет принятие фиксированной процентной ставки 6,25% с возобновляемой гарантией на 18 месяцев. Облигации сокращения долга поддерживают плавающую процентную ставку на рыночном уровне, но по стоимости, составляющей только 65% первоначальной номинальной стоимости кредита.

Дополнение 12.3 ПО УТВЕРЖДЕНИЮ МЕКСИКИ БЛИЗИТСЯ ЗАКЛЮЧЕНИЕ СОГЛАШЕНИЯ О РЕФИНАНСИРОВАНИИ ДОЛГА (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Гарантией процентных выплат по облигациям сокращения долга будут денежные средства на залоговом счете, тогда как основная сумма по этим облигациям будет обеспечена беспроцентными казначейскими облигациями США, размещенными на специальном счете банков.

Предвидится получение 1,2 млрд. долл.

По словам мистера Гурриа и мистера Родза, существует большая вероятность получения Мексикой от 960 млн. до 1,2 млрд. долл. "новыми деньгами" от банков, владеющих определенным процентом ее неоплаченных кредитов.

Один из банкиров, принимающих участие в переговорах, отметил, что уже 15 банков дали согласие на предоставление новых кредитов. Ситибанк, Банк оф Америка и Швейцарская банковская корпорация входят в число банков, которые выбрали вариант, предполагающий предоставление "новых денег".

Но этот почти заверченный пакет соглашений отличается от того пакета, заключение которого ожидалось банкирами и некоторыми аналитиками весной.

Вопреки опасениям, высказывавшимся весной, удалось добиться необходимого сокращения долга, однако наплыва новых банковских кредитов не произошло. После повышения своих резервов на случай убытков и резкого увеличения капитальной базы в начале 80-х годов (когда возникла проблема долга Мексики) банки намного более благосклонно относятся к принятию соглашений о сокращении основной суммы своих кредитов, чем это ожидалось в начале этого года.

Призыв к сокращению основной суммы кредитов

Когда в июле было предложен пакет из трех частей, банкиры ожидали, что 20% кредиторов Мексики решат предоставить "новые деньги", 20% предпочтут сокращение основной суммы и 60% выберут снижение процентных ставок.

Однако "новых денег" предоставляется меньше, чем ожидалось. По мнению банкиров, это произошло из-за призыва к сокращению основной суммы кредитов.

Ожидалось, что этот план поможет Мексике сократить выплаты по долгу иностранным банкам с 6 до 2% всего валового внутреннего продукта страны. Однако более важно то, что, как отмечают аналитики, благодаря этому пакету доверие к Мексике было восстановлено настолько, что процентные ставки по ее внутреннему долгу (который в 3 раза больше ее внешнего долга) сильно снизились, что означает экономию от 8 млрд. до 12 млрд. долл. ежегодно для правительства Мексики.

Мистер Родз отметил, что восстановление доверия также отражается на деловой ситуации в Мексике, а именно: если в прежние годы капитал вывозился за рубеж, то сейчас он вкладывается в предприятия внутри страны.

Банки, которые принимали участие в финансировании, отмечали, что было оказано некоторое давление на банки с целью принятия ими условий сокращения долга, так как эти условия более выгодны для Мексики, чем вариант сокращения процентных выплат.

Например, Джи Пи Морган & Компани (J.P. Morgan & Company) первоначально собирались сократить процентные ставки по своим кредитам Мексике общей суммой в 520 млн. долл. Но в соответствии с отчетом, представленным Комиссии США по ценным бумагам и обмену в конце ноября, Джи Пи Морган приняли решение согласиться на условия сокращения основной суммы на половину долга (средства на проведение этой операции будут взяты из резерва на случай убытков) и на сокращение процентных выплат также наполовину, в результате чего произойдет снижение дохода банка до вычета налогов на 9 млн. долл. во второй половине 1989 г.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В течение последних десятилетий зарубежное кредитование международными банками играло ключевую роль в финансировании роста мировой экономики. Эти кредиты содействовали иностранным инвестициям, предоставляли средства тем странам, где ощущался недостаток банковских кредитов и капитала, поддерживали финансирование торговли и пересмотр условий и изменение структуры кредитов.

Операции международного кредитования американских банков в основном осуществляются в долларах США. Кредитные процедуры включают анализ факторов риска, установление предельных размеров кредитов, централизованный учет записей и кредитные проверки, а также периодические проверки кредитных операций. Анализ регионального риска занимает важную часть процедур банковского контроля. Оценки регионального риска используются для анализа качества кредитных портфелей, удовлетворения требований регулирующих органов, для установления предельных размеров кредитов по странам, а также для калькуляции цены международных кредитов.

Синдицированный рынок еврокредитов стал основным каналом кредитования. Однако этот рынок подвержен органическому риску.

Тем не менее с началом международного долгового кризиса в международном кредитовании произошли существенные изменения. Банки-кредиторы начали процесс пересмотра условий и изменения структуры кредитов, для того чтобы избежать невыполнения обязательств по кредитам. Также банки организовали проведение обмена долга на акции для перевода кредитов в более выгодные активы. При содействии банков-кредиторов развивался вторичный рынок долговых бумаг развивающихся стран.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Развивающиеся долговые рынки: новая отрасль

Введение

Вторичный рынок долговых бумаг развивающихся стран возник в год начала долгового кризиса. До этого времени банки обменивали долговые бумаги по номинальной стоимости между собой, в основном преследуя цели управления портфелями. Но с 1982 г. наступило понимание того, что планы по выплате кредитов не соблюдались и что существенное сокращение новых кредитов существенно ограничивало финансовое положение стран-дебиторов. В результате этого и возник рынок дисконтного долга.

Этот вторичный рынок начал равномерно развиваться с 1983 г. И хотя он возник как место для изолированных сделок “один на один” между банками, он стал мировым рынком бумаг, на котором были представлены банковские кредиты дебиторам (банковским и небанковским учреждениям) из развивающихся стран. Он стал также важным механизмом оценки кредитов, предоставляемых банками. Эти оценки становятся все более важными, так как страны-дебиторы начинают программы по обратным покупкам существующих долгов. Таким образом, рынок стал более сложным, в плане разнообразия видов операций. И хотя первоначально сделки ограничивались лишь операциями по управлению банковскими портфелями, со временем и другие виды операций становились все более важными, такие как спекуляции, брокерские комиссии и участие в рынке. Одной из таких операций является процентный арбитраж по покупке и продаже (табл. 12.14).

В первой четверти 1989 г. Шефердсон провел исследование вторичного рынка долговых бумаг развивающихся стран. Результаты этого исследования были обобщены в Ежеквартальном отчете Национального банка Вестминстера (ноябрь 1989 г.). Но с введением

плана Брейди в 1989 г. начался новый этап ускоренного развития рынка долговых обязательств “растущих” (развивающихся и восточноевропейских) стран.

Беглый взгляд на эти рынки

Возникающие долговые рынки включают долговые бумаги, выпускаемые экономическими единицами страны, находящиеся во владении и участвующие в торговых операциях международных инвесторов. Мы будем использовать общее определение, включающее долг всех развивающихся стран Азии, Африки и Латинской Америки, а также долг “растущих” европейских стран (т. е. восточноевропейских стран, которые раньше входили в состав коммунистического блока). Долговые бумаги, выпускаемые экономическими единицами, включают бумаги центрального правительства, других правительственных органов и служб, государственных предприятий, частных компаний и банков.

Существуют различные виды международных инвесторов. Эти инвесторы могут быть как высококвалифицированными торговцами, занимающимися долгом низкого качества, которые детально проверяют все характеристики страны, так и очень консервативные государственные инвесторы, которые стремятся владеть небольшой суммой требований, подверженных относительно низкому риску, чтобы получать более высокий средний доход. Некоторые профессиональные управляющие денежными средствами, которые тщательно исследуют риски и доходы, стали настоящими экспертами при поиске и оценке рынков, которые недооцениваются другими участниками. Значительной и более важной новой категорией инвестиций стали государственные и региональные денежные средства. Были введены различные виды специального арбитража, хеджирования и спекулятивных операций с денежными средствами, для того что осуществлять инвестиции долговых и других видов ценных бумаг в возникающие рынки.

ТАБЛИЦА 12.14 ДОХОД В ГОДОВОМ ИСЧИСЛЕНИИ ПО ДОЛГОВЫМ БУМАГАМ
РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН, НАХОДЯЩИХСЯ ВО ВЛАДЕНИИ ОДИН МЕСЯЦ

Цена покупки, % от номинальной стоимости	55,0
Цена продажи, % от номинальной стоимости	53,5
Полученные проценты (ежеквартальный процент + разница ЛИБОР), %	2,50
Основная сумма (номинальная стоимость), долл.	1000000
Выплаты по бумагам, долл.	550000
Цена продажи, долл.	535000
Ежеквартальные процентные выплаты, долл.	25000
Доход за год, %	21,8

Торговые операции с возникающим долгом

Постоянно растущее вовлечение международных инвесторов в операции на “растущих” рынках касается как долговых рынков, так и рынков акций. Достаточно сильно возросли возможности, связанные с ценными бумагами с фиксированным доходом. И хотя торговля долговыми инструментами развивающихся стран осуществлялась на протяжении 10 лет, этот рынок был еще очень узким до середины 80-х годов. Но с введением плана Брейди число торговых операций на этом рынке существенно возросло, так как данные страны улучшили свои экономические характеристики и другие участники рынка осознали, что у этих стран появилась возможность снова получить доступ на кредитные рынки.

Темп роста объема торговых операций с возникающим долгом был действительно феноменальным. В период с 1990 г. по 1993 г. объем торговых операций, по отчетам 10 ведущих участников удваивался каждый год (табл. 12.15). Однако эти данные об объеме относятся только к рынку реструктурированного и сниженного коммерческого банковского долга, но не затрагивают еврооблигации, долг во внутренней валюте и инструменты внутреннего рынка, деноминированные в долларах.

ТАБЛИЦА 12.15 ОБЪЕМ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ 10 ВЕДУЩИХ ТОРГОВЫХ БАНКОВ, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩИХ ОПЕРАЦИИ С ВОЗНИКАЮЩИМ ДОЛГОМ, МЛРД. ДОЛЛ. США

1993	1093,3
1992	432,4
1991	191,6
1990	107,4

Примечание. Сюда не включается торговля еврооблигациями, долгом во внутренней валюте и инструментами внутреннего рынка, деноминированными в долларах.

Источник. Financial Times.

Фактически в 1993 г. объем торговых операций 10 крупнейших участников превысил 1 трлн. долл. Эти данные действительно впечатляют. В табл. 12.16 представлены действительные объемы торговых операций 10 ведущих банков в период с 1990 г. по 1993 г. Необходимо отметить, что состав входящих в это число банков изменяется каждый год. Возможно, что еврооблигации, выпускаемые “растущими” странами, также переживают период повышения объема торговых операций.

ТАБЛИЦА 12.16

Торговые дома, осуществляющие операции с долгом: 10 ведущих участников

Оборот на “растущих” рынках реструктурированного долга
и ведущие торговые дома, распределенные по объему операций

Торговый дом	Место			Оборот, млрд. долл. ¹		
	1993	1992	1991	1993	1992	1991
JP Morgan	1	2	3	193,0	64,0	26,0
Salomon Brothers	2	5	7	153,0	47,0	17,0
Chemical Bank	3	3	1	130,0	50,3	31,0
Chase Manhattan	4	4	2	123,0	49,0	27,0
Citibank	5	6	6	116,0	40,2	19,4
Morgan Grenfell	6	1	4	107,9	67,8	22,0
Merrill Lynch	7	7	8	83,0	38,4	16,0
Lehman Brothers	8	15	20	68,0	17,0	3,0 ²
ING Bank	9	8	5	65,0	33,7	20,2
Bankers Trust	10	12	12	53,5	25,0	10,0

¹ Определен по охвату вторичного рынка реструктурированного и ухудшенного коммерческого банковского долга, но без учета первичных и вторичных рынков еврооблигаций, а также инструментов внутренних рынков, деноминированных в долларах и местной валюте.

² Последние четыре месяца 1991 г.

Источник. Журнал по исследованию рынков с учетом рисков, февраль 1994 г.: собственные расчеты торговых домов по оборотам и оценкам общего рынка.

Новые кредиты

Увеличение числа новых кредитов, предоставляемых “растущим” странам, объясняется тем фактом, что начался процесс реструктурирования долга, и существованием обоснованных предположений, что этот процесс будет продолжаться и далее. Участники рынка все больше убеждались, что долговые цены отражают с достаточной точностью угрозы риска. В то время как долговой рынок становился все более ликвидным, эмиссионный долговой рынок набирал силу. Это восстановление ясно прослеживается на примере международного рынка облигаций, на котором объем ценных бумаг развивающихся и бывших социалистических стран возрос с 2 млрд. долл. в 1985 г. до 7 млрд. долл. в 1990 г. и 15 млрд. долл. в 1992 г. А объем операций в 1993 г., по проведенным оценкам, равен почти 46 млрд. долл.

Страны с растущим рынком ввели огромное количество условных кредитных льгот, таких как краткосрочные коммерческие векселя, среднесрочные евроноты (MTNs). Многие страны, осуществляющие новые эмиссии, сумели добиться доступа на эти рынки. Во многих случаях в качестве заемщиков выступают экономические предприятия частного сектора, а не правительственного.

Мы можем получить некоторое понятие о перспективах, открывающихся перед странами-эмитентами, и об используемых видах долга, рассмотрев табл. 12.17. В ней представлены данные о финансировании международным рынком долгосрочного ссудного капитала стран, проводящих реструктурирование долга, за период с 1990 г. по 1993 г. Эти страны либо уже провели успешные операции реструктурирования своего долга до введения плана Брейди, либо достигли или приближаются к получению статуса страны, участвующей в реализации плана Брейди по обмену и сокращению долга.

В табл. 12.17 показаны три вида долговых выпусков: международные облигации, выпуски депозитных сертификатов в евровалюте и выпуски краткосрочных коммерческих векселей в евровалюте. Международные облигации составляют примерно 60% всего рынка капитала.

ТАБЛИЦА 12.17 ФИНАНСИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНЫМ РЫНКОМ КАПИТАЛА СТРАН, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩИХ ПРОЦЕСС РЕСТРУКТУРИРОВАНИЯ ДОЛГА, 1990—1993 ГГ., МЛРД. ДОЛЛ. США

Страна	Брутто-эмиссия международных облигаций	Международная эмиссия акций	Нетто-эмиссия депозитных сертификатов в евровалюте	Нетто-эмиссия краткосрочных коммерческих векселей в евровалюте	Всего
Мексика	18,8	7,8	4,5	2,5	33,6
Венесуэла	3,8	0,2	—	0,1	4,1
Уругвай	0,2	—	—	—	0,2
Филиппины	0,3	0,6	—	—	0,9
Аргентина	5,1	2,7	—	0,7	8,5
Бразилия	10,1	0,1	—	0,3	10,5
Чили	0,5	0,3	—	—	0,8
Всего	38,8	11,7	4,5	3,6	58,6

Источник. Федеральный резервный банк Нью-Йорка, Ежеквартальный отчет, зима 1994/94.

Причины успеха и быстрого роста

В начале нашего обсуждения мы затронули вопрос “Является ли повышение интереса инвесторов к развивающимся долговым рынкам постоянным или это просто промежуточная и потенциально обратимая случайность?”. По причинам, приведенным ниже, мы сделали вывод о том, что развивающийся долговой рынок становится неотъемлемой частью международной структуры инвестиций. В эти причины можно включить:

- 1) саму сущность существующего долга и его статус;
- 2) политические реформы во многих странах с развивающимися рынкам;
- 3) определенный интерес и процент участия частного сектора;
- 4) официальная поддержка правительством и организациями-кредиторами.

Процент участия учреждений частного сектора

Каждый год в финансовой прессе печатаются исследования 10 ведущих участников развивающегося долгового рынка и приводятся списки первых 10 или 20 торговых домов. В эти списки включаются коммерческие и инвестиционные банки Лондона, Нью-Йорка, Европы и Дальнего Востока. Компании, осуществляющие операции на вторичном рынке ослабленного банковского долга, рынках еврооблигаций и долга Латинской Америки, могут получить высокую прибыль.

На развивающимся долговом рынке в течение, по крайней мере, 4 лет (1989—1993 гг.) процветали и пользовались многими преимуществами банки и финансовые учреждения различных форм и видов. Среди них можно назвать и торговые дома, осуществляющие операции с долгом, оборот которых в 1993 г. также был частью общего оборота, составившего 1000 млрд. долл. Множество инвестиционных организаций владеет более 200 млрд. долл. растущего долга, что приносит высокий доход (по крайней мере на 3% выше дохода по долговым бумагам с высокими ставками, таким как промышленные облигации и облигации центрального правительства).

Коммерческие банки-кредиторы продолжают процесс пересмотра сроков погашения долга стран, участвующих в операциях по плану Брейди получая доход от комиссий, выплачиваемых странами-дебиторами. Возникающие инвестиционные банки получают доход от комиссий по страхованию эмиссий новых облигаций и векселей. И наконец, группы управляющих денежными средствами, особенно в США и Великобритании, получают комиссионные вознаграждения по созданию и выпуску специализированных инвестиционных средств, в которые включается в основном долг “растущих” стран.

По проведенным оценкам, общая прибыль, полученная в результате этих операций, только за один год превышает 10 млрд. долл. Это говорит о том, что банки, управляющие денежными средствами, и другие финансовые учреждения имеют стимул к развитию и поддержке этих развивающихся долговых рынков.

Государственная поддержка

Успешное расширение развивающихся долговых рынков осуществлялось при государственном содействии. Правительства, особенно в США, заняли позицию защитника. Администрация Буша изменила направление политики США в отношении задолженности стран третьего мира. В рамках новой инициативы, предложенной министром финансов США Николасом Ф. Брейди в марте 1989 г., коммерческие банки США были призваны присоединиться к процессу методичного сокращения долга, а финансовым учреждениям (Международному валютному фонду и МБРР) была высказана просьба оказать содействие осуществлению этого процесса через введение некоторых изменений в кредитную политику этих учреждений. Брейди подчеркнул необходимость отмены ограничений по размеру долга, введенных в рамках прежней политики Министерства финансов США.

Хронология развивающегося долгового рынка

Развивающийся долговой рынок не только расширялся по размеру, но и улучшал качество. В предыдущих разделах мы тщательно изучили различные качественные изменения.

Но мы можем получить лучшее понимание качественных улучшений развивающегося долгового рынка, если рассмотрим табл. 12.18. В табл. 12.18 представлены данные по срокам эмиссий международных облигаций тремя странами-дебиторами, которые в разное время приступили к осуществлению плана Брейди. Мексика первой из трех стран приступила к введению этого плана в 1989 г. За ней в 1992 г. последовала Аргентина, а Бразилия начала эти операции в 1994 г. И хотя другие факторы, без сомнения, также очень важны, но переменная времени играет значительную роль. Структура сроков выпусков облигаций Мексики достаточно удовлетворительна. Все эти облигации были выпущены в определенной последовательности в целях достижения статуса Брейди. Но Аргентина представляет собой несколько иной случай. Большинство выпусков облигаций были проведены до или одновременно с достижением статуса Брейди. Структура сроков уже не такая благоприятная, как в случае Мексики. И наконец, все выпуски облигаций Бразилии происходили за несколько лет до получения статуса страны, участвующей в реализации плана Брейди. Мы можем видеть, что из всех этих стран в Бразилии структура сроков наименее удовлетворительная.

ТАБЛИЦА 12.18 СРОК МЕЖДУНАРОДНЫХ ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ ПО ОТДЕЛЬНЫМ СТРАНАМ-ДОЛЖНИКАМ, 1990—1992 ГГ. ПРОЦЕНТ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ

Срок	Мексика	Аргентина	Бразилия
Более 5 лет	23,3%	—	—
5 лет	52,3	39,7%	8,3%
3—5 лет	12,0	21,3%	25,7%
2—3 года	3,3	0,9	15,2
0—2 года	9,0	38,1	50,8
	100,0%	100,0%	100,0%

Источник. Федеральный резервный банк Нью-Йорка, Ежеквартальный отчет, зима 1993/94.

По приведенным выше примерам мы можем ожидать, что структура сроков по выпуску облигаций Брейди окажется намного лучше, чем структура сроков выпусков до введения плана Брейди. Кроме того, если страна, которая получает статус Брейди, продолжает улучшать свою политику, должен увеличиться и средний срок выпуска облигаций.

Теперь обратимся к вторичному рынку среднесрочного банковского долга. В период с 1986 г. по 1993 г. на этом рынке наблюдалась крайне неустойчивая ситуация. Эта неустойчивость является результатом постоянно меняющихся мнений и условий на рынке и экономических тенденций в странах-должниках. Период с 1987 г. по 1988 г. стал сложным временем для этого рынка, так как экономические тенденции в некоторых странах-должниках были менее благоприятные. Но начиная с 1987 г. несколько крупных банков США аннулировали большие суммы своих кредитов. За период с 1987 г. по 1992 г. ведущие банки США списали более 25 млрд. долл. своих кредитов, что равнозначно 1/3 всего объема кредитов в 1987 г. Введение плана Брейди сопровождалось коротким циклом понижения стоимости долга. Серия соглашений Брейди в 1989—1990 гг. подготовила почву для восстановления рыночных цен в 1990 г. Хорошо известно улучшение ценовой ситуации в 1990—1992 гг., что было вызвано возобновлением интереса к операциям на развивающемся долговом рынке.

10. Как осуществляются пересмотр условий и изменение структуры кредита? Выгодны ли такие операции для банков, дебиторов и других участников?
11. Опишите основные этапы обмена долга на акции? Кто выигрывает от этих операций? Кто проигрывает?
12. Насколько серьезным было воздействие долгового кризиса на страны-дебиторы?
13. Одна из стран Латинской Америки намеревается провести модернизацию своей системы железных дорог, для чего необходимо приобрести новый подвижной состав. Затраты в иностранной валюте составляют, по оценкам, 850 млн. долл. В результате модернизации железной дороги ожидается повышение ежегодной прибыли до 140 млн. долл. в год. Возможно два альтернативных пути финансирования.
 - А. Кредит на 20 лет по ставке 13%.
 - Б. Кредит на 10 лет по ставке 11%.
 Какой вариант лучше выбрать? Почему? Основная сумма должна выплачиваться равными частями ежегодно.
14. Объясните организационную систему вторичного рынка долговых бумаг развивающихся стран. Как вы считаете: будут ли цены на этом рынке неустойчивы или стабильны? Объясните свой ответ.
15. Корпорация США планирует вложить свои средства в Эквадор. Есть возможность для этой цели осуществить обмен долга на акции. Долг может быть приобретен за 45% номинальной стоимости. Текущий курс обмена эквадорского песо на американский доллар — 1 долл. за 50 песо. Центральный банк разрешит проведение обмена долговых бумаг на песо по ставке 26 песо за 1 долл. номинальной стоимости обмениваемой долговой бумаги. Какова реальная стоимость песо в этом случае?
16. Объясните роль плана Брейди в решении долговых проблем развивающихся стран. Можно ли предположить, что инвестиционные банки будут и дальше развивать свой бизнес и получать прибыль в этой области в будущем?

Случай 1. ДОЛГОВОЙ АРБИТРАЖ В МАРОККО

Торговые и инвестиционные банки настоятельно советуют своим клиентам обратить внимание на возможности проведения арбитража на развивающихся долговых рынках. В начале 1993 г. возникла следующая ситуация. Долг Марокко (транша А и транша Б) был выставлен на продажу со значительной скидкой (табл. 12.19). Основным ориентировочным преимуществом транши А была возможность игры на кривой доходности. Существовала ли возможность перейти от транши А к активам такого же качества, но обладающим лучшей потенциальной стоимостной оценкой?

В 1990 г. Марокко и банки-кредиторы этой страны приняли соглашение о реструктурировании транши А и транши Б долга. Марокко не стремилось получить "прощение" долга в рамках плана Брейди ни по одной из траншей. По причине меньшего размера транша Б менее ликвидна, чем транша А, к тому же транша А дает возможность осуществления игры на кривой доходности в течение более долгого срока (10 лет). Транша Б обладает большим доходом, но меньшим средним сроком действия (6 лет). При более высоком доходе ожидается, что на рынке будет предложена более низкая стоимость по ранним срокам. Поэтому эта операция, возможно, неприемлема. Марокко выполняло все требования по выплатам Парижского клуба, что указывало на то, что эта страна намеревалась выполнять и все другие обязательства по транше Б. Также одним из главных обязательств страны было достижение конвертируемости валюты.

Случай 1. ДОЛГОВОЙ АРБИТРАЖ В МАРОККО (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

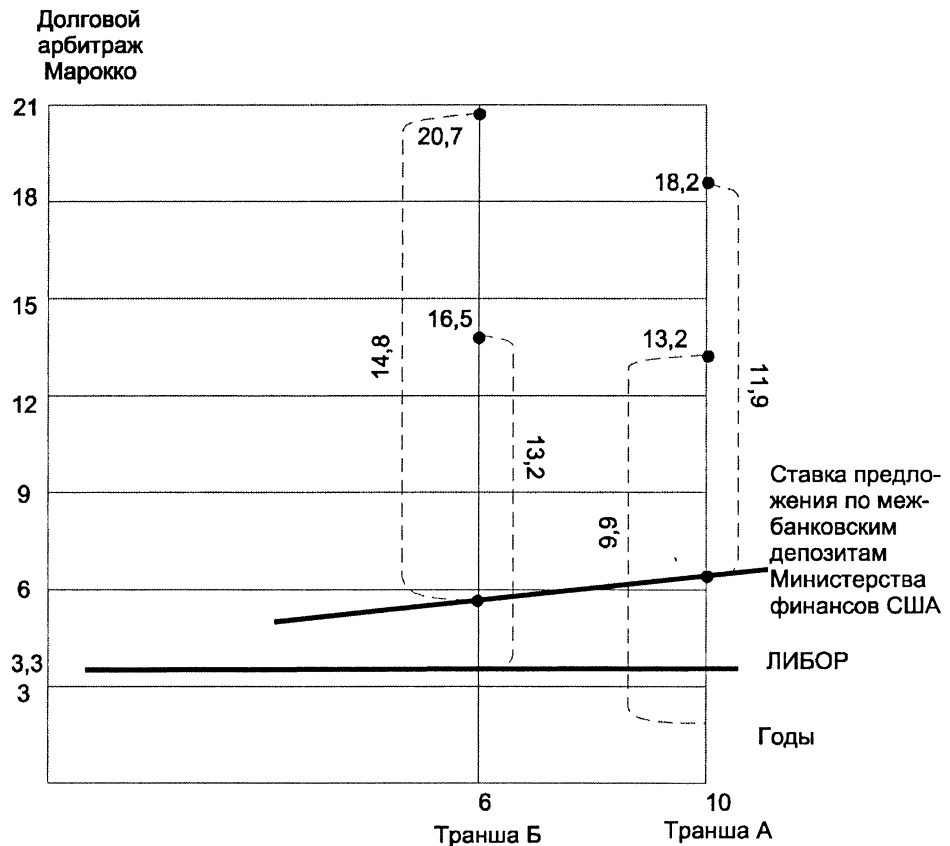


РИС. 12.7. ДОЛГОВОЙ АРБИТРАЖ В МАРОККО

ТАБЛИЦА 12.19 МАРОККО: СРАВНЕНИЕ ТРАНШИ А И ТРАНШИ Б

	Транш А	Транш Б
Цена, % от номинальной стоимости	49,375	52,0
Доходность по срокам, % на основе текущей ставки ЛИБОР	13,2	16,5
Дисконтная маржа, %	9,9	13,2
Доходность по срокам, % на основе валютного курса по срочным сделкам	18,2	20,7
Разница по валютному курсу (по срочным сделкам), %	11,9	14,8

Консультационный совет постановил, что транш Б более привлекательна, чем транш А. Объяснением такого решения может служить сравнение потенциально наибольшей цены транши Б, если бы она продавалась с той же дисконтной маржей, что и транш А. Так как дисконтная маржа транши А равна 48,375, то маржа транши Б должна была бы увеличиться более чем на 61, чтобы их дисконтные маржи стали равными. Так как транш Б обладает меньшей ликвидностью, то маловероятно, что это несовпадение дисконтных маржей будет полностью выравнено на рынке. Однако сокращение этого несовпадения практически неизбежно.

Примечание. Дисконтная маржа равна превышению доходности по срокам над ставкой ЛИБОР по каждой транше. Разница по валютному курсу (по срочным сделкам) равна доходу по валютному курсу минус ставка предложения по межбанковским депозитам Министерства финансов США.

Случай 2. ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ДОЛГОВЫХ БУМАГ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

Банк, расположенный в Европе, владеет кредитным портфелем развивающихся стран на сумму 300 млн. долл., в который входят кредиты 18 различным развивающимся странам. Банк рассматривает альтернативные стратегии по управлению и использованию долговых бумаг и разработке новых услуг по переводу долга для корпоративной клиентуры.

Более 2/3 всех долговых бумаг банка относится к следующим странам:

Аргентина,	Египет,	Филиппины,
Бразилия,	Мексика,	Таиланд.
Чили,	Нигерия,	

Укажите черты сходства и различия следующих двух стратегий, используя информацию, представленную в этой главе, а также источники информации, касающиеся возможностей инвестиций и перевода долга вышеперечисленных стран.

Стратегия 1: агрессивная.

Открыть специальный отдел для совершения активных торговых операций с долговыми бумагами для получения прибыли. Также разработать службу, предлагающую содействие корпоративным клиентам, заинтересованным в совершении выгодных инвестиций в развивающиеся страны. Открыть фонд венчурного капитала для обеспечения инвестиций в развивающиеся страны на основе приобретения долговых бумаг на скидкой и их перевода в паевые вложения в акции.

Стратегия 2: консервативная.

Управлять портфелем долговых бумаг таким образом, чтобы минимизировать аннулирование. Использовать вторичный рынок для продажи долговых бумаг, а также торговли и обмена ими. Основной задачей будет постепенное снижение общего объема долговых бумаг и затем полный уход из стран с высоким риском.

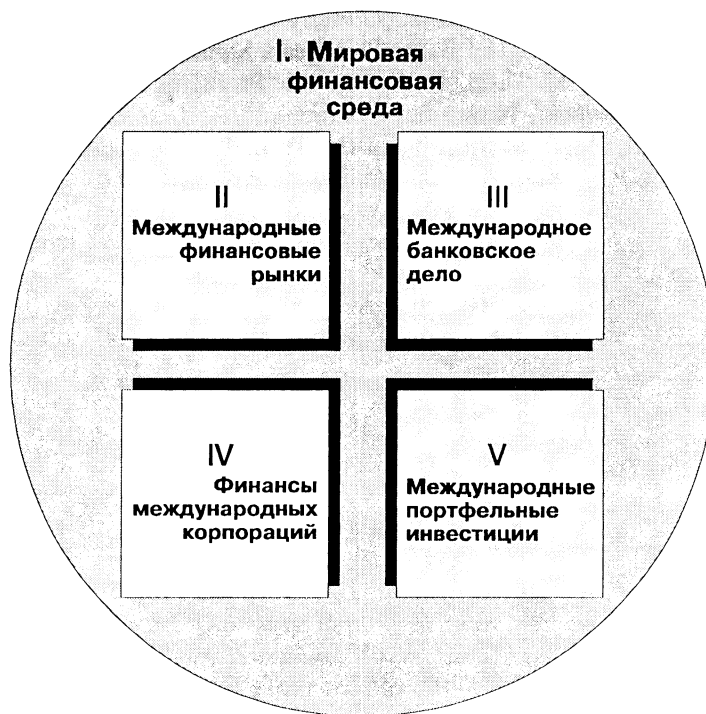
Краткая библиография

- A. Angelini, M. Eng, and F. Lees. *International Lending, Risk, and the Euromarkets*. London: Macmillan, 1979.
- Avery, William P. "The Origins of Debt Accumulation Among LDCs in the World Political Economy", *The Journal of Developing Areas*, July 1990.
- Bank for International Settlements. *Annual Reports*, various issues.
- Bienen, Henry, and John Waterbury. "The Political Economy of Privatization in Developing Countries", *World Development*, March 1991.
- Borensztein, Eduardo. "Will Debt Reduction Increase Investment?" *Finance and Development*, March 1991.
- Brittain, W.H. Bruce. "Developing Countries External Debt and the Private Banks", Banca Nazionale del Lavoro *Quarterly Review*, December 1977.
- Bulow, Jeremy and Kenneth Rogoff. "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?" *American Economic Review*, March 1989.
- Carvounis, Chris and Brinda Carvounis. *United States Trade and Investment in Latin America*, Westport, CT: Quorum Books, 1992.
- Clark, John. "Debt Reduction and Market Reentry Under the Brady Plan", Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Winter 1993-94.
- Cuddington, John. *Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations*, Princeton: Princeton Studies in International Finance, No. 58, 1986.

- Davis, Steven I. *The Eurobank*. New York: Wiley, 1982.
- Dooley, Michael P. "Buy-Backs and Market Valuation of External Debt", *IMF Staff Papers*, June 1988.
- Durr, B. and S. Fidler. "Banks Snub Plan to Repurchase Chilean Debt," *Financial Times*, November 24, 1989, 6.
- IMF. "Approaches to Debt Reduction", *Finance and Development*, September 1989.
- Johnson, Christopher. "Left Hand, Right Hand", *The Banker*, November 1989.
- Lees, F. "International Commercial Banking", Chapter 18 in Ingo Walter (ed.) *Handbook for International Management*, New York: Wiley, 1988.
- Lessard, Donald R. and John Williamson. Capital Flight and Third World Debt. Washington, D.C: *Institute for International Economics*, 1987.
- Main, Jeremy. "How Latin America is Opening Up", *Fortune*, April 8, 1991.
- Martinson, M. and J. Houpt. "Transfer Risk in U.S. Banks", *Federal Reserve Bulletin*, April 1989.
- Mathis, F. John (ed.). *Offshore Lending by U.S. Commercial Banks*, Philadelphia: Robert Morris Associates, 1981.
- Morgan, J. P. "LDC Debt Reduction: A Critical Appraisal", *World Financial Markets*, December 1988.
- Rivera, Luis E. "The Influence of Multinational Bank Entry on Net Interest Margins — Case Study Spain", New York: Eastern Economic Association, March 1992.
- Sachs, Jeffrey D. "A Strategy for Efficient Debt Reduction", *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1990.
- Sargen, N.P. "Commercial Bank Lending to Developing Countries", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Spring 1976.
- Saunders, A. and M. Subrahmanyam. "LDC Debt Rescheduling: Calculating Who Gains, Who Loses" in R. Kolb, *The International Finance Reader*. Atlanta: Kolb Publishing, 1991.
- Shepherdson, I.C. "The Secondary Market in Less Developed Countries' Debt", *National Westminster Bank Quarterly Review*, November 1989.
- Steinbreder, H. John. "The Baker Plan Bears Some Fruit", *Fortune*, April 28, 1986, 9.
- Truman, Edwin M. "U.S. Policy on the Problems of International Debt", *Federal Reserve Bulletin*, November 1989.
- Wilson, Neil. "Light at the End of the Tunnel", *The Banker*, November 1989.

ФИНАНСЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ КОРПОРАЦИЙ

В этом разделе мы сосредоточимся на международной финансовой деятельности транснациональных корпораций и подробнее на управлении корпоративными финансами. Управляющие корпоративными финансами осуществляют разнообразное взаимодействие с банкирами и управляющими портфелями активов. Студенты, изучающие мировые финансы, должны понимать деятельность, потребности и проблемы, связанные с корпоративными финансами. В данных пяти главах мы рассмотрим прямое зарубежное инвестирование, финансирование зарубежных дочерних предприятий, контроль и регулирование денежных операций в мировом масштабе, управление открытыми валютными позициями, находящимися под риском, а также составление смет капиталовложений и их окупаемости.



Прямое инвестирование: эмпирический обзор, мотивации и размеры рисков

ВВЕДЕНИЕ

Транснациональные корпорации играли решающую роль в превращении мировой экономической системы в единое и взаимосвязанное целое. Это в основном осуществлялось через зарубежную инвестиционную деятельность ТНК, которая определяется как прямое зарубежное инвестирование. Инвестиционная деятельность компаний за границей считается прямым зарубежным инвестированием, если: 1) осуществляется контроль через владение значительной частью акционерного капитала реципиента инвестиций; 2) часть капитала — производства — продаж компании перемещается во вторую страну (страну — реципиент инвестиций).

В этой главе мы дадим характеристику прямому инвестированию, рассмотрим примеры инвестирования, осуществляемого США за границей, и инвестирования, осуществляемого Великобританией и Японией в США. Параллельно с таким эмпирическим исследованием мы представим структурный обзор причин прямого инвестирования. Нашей целью здесь является не только изложение академического курса основ прямого инвестирования, но и обеспечение читателя базовыми знаниями для понимания сути прямого инвестирования и инвестиционной деятельности ТНК на интуитивном уровне. Сначала мы рассмотрим прямое инвестирование на макроуровне, а затем на уровне более конкретных коммерческих мотиваций. При этом в качестве иллюстраций мы приведем анализ деятельности некоторых компаний. Далее мы рассмотрим глобальные и местные риски, возникающие при прямом инвестировании. Наконец, мы опишем меры, принимаемые ТНК для контролирования размеров этих рисков.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Дать характеристику прямому инвестированию и понять его размеры.
2. В общих чертах описать географическое распространение прямого зарубежного инвестирования (DFI) по всему миру, уделив особое внимание США.

3. Проанализировать мотивы осуществления DFI и его определяющие факторы.
4. Сравнить DFI Великобритании и Японии в экономику США.
5. Представить концепцию размещения инвестиционных возможностей для понимания взаимосвязи рисков и прибыли при DFI.
6. Понять три основных размера рисков, которые несет ТНК.
7. Описать меры, используемые ТНК для контролирования рисков.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> • Рынок акций контролирующего инвестирования • Региональный риск ТНК • Запасы и потоки DFI • Прямое зарубежное инвестирование: определение Министерства торговли США 	<ul style="list-style-type: none"> • Глобальный систематический риск ТНК • Интернализация и эклектическая теория DFI • Размещение инвестиционных возможностей • Несовершенство рынка и мотивы к DFI • Теория портфеля и DFI

СОКРАЩЕНИЯ	
СТС — Центр (ООН) по транснациональным корпорациям	ЕАСТ — Европейская ассоциация свободной торговли
DFI — Прямое зарубежное инвестирование	IOI — Размещение инвестиционных возможностей
ЕС — Европейское Сообщество	ТНК — Транснациональная корпорация
ЭКЕ — Экономическая комиссия ООН для стран Европы	ОРИС — Корпорация зарубежных частных инвестиций (США)

ПРЯМОЕ ЗАРУБЕЖНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ: ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Прямое инвестирование является комплексной деятельностью, включающей четыре следующих направления:

- 1) перевод капитала;
- 2) контролирующее инвестирование;
- 3) источник средств для операций за рубежом;
- 4) баланс движения платежей.

Прямое зарубежное инвестирование предполагает перемещение капитала от страны — источника к стране — реципиенту инвестиций. Отличительной чертой DFI по сравнению с другими формами международного инвестирования является наличие контроля за политикой руководства объектов инвестиций и управленческими решениями. Многие компании осуществляют зарубежное инвестирование только при условии владения 100% акций объекта инвестиции и возможности контроля его деятельности. Другие согласны осуществлять инвестирование при владении по крайней мере основной частью (51%) акций. Довольно интересно то, что в последнее время инвесторы, осуществляющие прямое инвестирование, все чаще и чаще принимают участие в коллективном DFI с участием нескольких инвестиционных компаний, ни одна из которых не имеет преимущественного права на контроль предприятия — получателя инвестиций. Что касается существования соглашения о том, что инвестиции в акционерный капитал компании означают получение права на ее контроль, далее мы заметим, что перемещение средств с

целью финансирования акционерного капитала или долгов дочернего предприятия за границей включается в оценки DFI правительства США. В настоящее время Министерство торговли США рассматривает зарубежное коммерческое предприятие как американское дочернее предприятие, если один американский инвестор владеет по крайней мере 10% акций, дающими право на участие в собрании акционеров, или их эквивалентом.

Прямое инвестирование является источником средств для зарубежных операций. В этом отношении мы проведем несложный анализ источников получения и путей использования средств зарубежной дочерней компании. Американский производитель аппаратного обеспечения ЭВМ имеет в своей 100%-ной собственности Zurich Hardware Company (производитель аппаратного обеспечения ЭВМ), расположенную в Цюрихе, Швейцария. В настоящее время стоимость активов дочернего предприятия составляет 100 млн. швейцарских франков. Курс швейцарского франка в данный момент составляет 0,50 долл. США за 1 франк. Прогноз бюджета на следующий год (табл. 13.1) предусматривает 30%-ное увеличения активов компании за счет увеличения основного капитала на 20 млн. франков и увеличения текущих активов (наличность, дебиторская задолженность, оборотные фонды) на 10 млн. франков.

Предполагаемые источники средств в следующем году включают реинвестированную прибыль текущего года (10 млн. швейцарских франков), автоматическое финансирование, обеспеченное повышением размера обязательных платежей (зарплата и налоги) в размере 3 млн. швейцарских франков и местные банковские займы (8 млн. швейцарских франков). Сумма этих средств составляет 21 млн. франков, при этом дефицит финансирования равен 9 млн. Материнская компания может профинансировать этот дефицит путем увеличения объема своих инвестиций (паевые вложения в акции и/или межфирменные займы) в швейцарскую дочернюю компанию на 4,5 млн. долл. США, необходимых для покупки 9 млн. швейцарских франков по курсу 0,50 американского доллара за 1 франк.

Прямое инвестирование — это баланс движения платежей. Ниже мы будем использовать определение платежного баланса прямого инвестирования Министерства торговли США: приток капитала (инвестирование в акционерный капитал и межфирменные займы) плюс реинвестирование прибыли зарубежных дочерних компаний. По определению Министерства торговли США, платежный баланс и размеры прямого инвестирования в нашем примере описываются строками 1 и 2 табл. 13.1 (19 млн. швейцарских франков или 9,5 млн. долл. США).

ТАБЛИЦА 13.1 ПРОГНОЗ НА СЛЕДУЮЩИЙ ГОД: ZURICH HARDWARE COMPANY

Источники средств		Пути использования средств	
млн. швейцарских франков			
1. Остаток прибыли прошлого года	10	5. Увеличение текущих активов	10
2. DFI материнской компании	9	6. Увеличение основных фондов	20
3. Местные банковские займы	8		
4. Автоматическое повышение размера обязательных платежей	3		
Всего	30	Всего	30

МИРОВЫЕ ПОТОКИ И МОДЕЛЬ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ США

В этом разделе мы рассмотрим размер и рост потоков прямого инвестирования. Сначала мы проанализируем данные ООН. Затем мы рассмотрим более подробные данные о потоках DFI Министерства торговли США. В мировом масштабе США — самый крупный

участник прямого инвестирования. Наконец, мы рассмотрим британское прямое инвестирование в США. Исторически сложилось так, что двусторонние потоки прямого инвестирования Великобритания—США составляют наибольшую часть мировой модели DFI.

Мировые потоки прямого инвестирования

Центр ООН по транснациональным корпорациям занимается сбором и анализом данных о мировых потоках прямого инвестирования. Табл. 13.2 содержит краткие данные о странах — основных источниках потоков прямого инвестирования в 1985—1991 гг. Как мы видим, общий объем мировых потоков прямого инвестирования за этот период резко возрос (с 58 млрд. долл. в 1985 г. до 183 млрд. долл. в 1991 г.). Такое ускорение роста в 1980-х годах было вызвано увеличением приобретений компаний в других странах, повышением интереса к инвестированию в США, частично вызванным понижением курса доллара на валютных рынках, открытием Китая для иностранных инвестиций и волной корпоративных слияний в Европе в ожидании формирования единого рынка в 1992 г.

В табл. 13.2 представлены 12 крупнейших стран-инвесторов в порядке убывания размера их прямых инвестиций в 1991 г. В 1991 г. Япония возглавляла список, но в предыдущие годы суммарный объем ее DFI был меньше, чем объем DFI Великобритании. Среди 12 крупнейших инвесторов находятся страны Большой семерки (США, Великобритания, Япония, Германия, Франция, Италия и Канада). Кроме того, в списке присутствуют Нидерланды, традиционный зарубежный инвестор. Тайвань также входит в список и имеет значительную международную ликвидность, финансирующую его растущее зарубежное инвестирование. Наконец, относительно малые страны — Швейцария и Швеция имеют компании, традиционно осуществляющие непропорционально большой объем DFI.

ТАБЛИЦА 13.2 ИСХОДЯЩИЕ ПОТОКИ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ: ОБЩИЙ ОБЪЕМ И ОБЪЕМ DFI СТРАН — ОСНОВНЫХ ИСТОЧНИКОВ ИНВЕСТИЦИЙ

Страна/регион-источник	млрд. долл. США		
	1985 г.	1988 г.	1991 г.
Общий объем	58,4	168	183,0
Япония	6,4	34,2	37,4
США	13,4	14,3	29,2
Франция	2,2	14,5	24,1
Германия	4,9	12,7	21,5
Великобритания	11,1	37,4	18,1
Швеция	1,2	7,2	8,2
Италия	1,8	5,6	7,3
Швейцария	4,5	8,7	4,5
Канада	3,7	5,8	4,3
Австралия	1,7	4,9	0,8
Нидерланды	3,2	6,8	11,1
Тайвань	0,1	4,1	1,9
Промежуточный итог (12 стран)	54,2	156,2	168,4
Промежуточный итог в % от общего объема	92,8%	93,0%	92,0%
Развивающиеся страны	1,1	6,0	5,3

Источник: Центр ООН по транснациональным корпорациям.

За период, рассматриваемый в табл. 13.2, 12 основных стран — источников инвестиций осуществляли 92% мирового прямого инвестирования. Для сравнения: развивающиеся страны ни в одном из рассматриваемых годов не осуществляли более 6% прямого инвестирования, хотя их значение как инвесторов быстро растет.

В табл. 13.3 представлены краткие данные о входящих потоках прямого инвестирования к странам — реципиентам инвестиций в 1985—1991 гг. Здесь перечислены 12 стран — крупнейших реципиентов инвестиций 1991 г. и суммарные притоки DFI по годам. Крупнейшими реципиентами инвестиций традиционно являются США, большинство европейских стран, Канада и Австралия. Неудивительно, что в 12 основных реципиентов инвестиций включают и Гонконг, что вызвано его традиционным конкурентоспособным положением в промышленности, расположением в качестве транзитной точки и тем, что он является центром обеспечения коммерческих и финансовых услуг в регионе. Приток DFI в Китай также увеличивается из-за открытия его экономики в 1980-х годах для иностранных инвестиций и его членства в МБРР.

ТАБЛИЦА 13.3 ВХОДЯЩИЕ ПОТОКИ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ:
ОБЩИЙ ОБЪЕМ И ОБЪЕМ DFI, ПОЛУЧАЕМЫЙ ОСНОВНЫМИ
СТРАНАМИ—РЕЦИПИЕНТАМИ ИНВЕСТИЦИЙ

млрд. долл. США			
Страна/регион-реципиент	1985	1988	1991
Общий объем	48,9	162,0	149,0
Великобритания	4,6	21,4	21,6
Франция	2,5	8,5	15,2
США	19,1	59,4	11,5
Испания	1,9	7,0	10,5
Италия	1,0	6,8	2,4
Бельгия-Люксембург	1,0	5,2	9,4
Канада	-1,7	3,8	4,5
Австралия	2,0	7,7	4,8
Нидерланды	1,4	5,1	4,4
Китай	1,6	3,2	4,4
Мексика	0,5	2,6	4,8
Гонконг	-0,1	2,7	1,0
Промежуточный итог (12 стран)	33,8	133,4	94,5
Промежуточный итог в % от общего объема	69,1%	82,3%	65,4%
Развивающиеся страны	13,2	30,0	39,0

Источник: Центр ООН по транснациональным корпорациям.

Двенадцать ведущих реципиентов прямого инвестирования получают от 69 до 82% мирового притока инвестиций. В 1991 г. развивающиеся страны являлись реципиентами 1/4 общего притока прямых инвестиций в мире.

Данные по прямому инвестированию США

Запасы и потоки

В этом разделе мы рассмотрим несколько показателей инвестирования США. Первый показатель — это инвестиционная позиция США, которую мы определяем как накопление прямого инвестирования. Второй показатель — приток прямого инве-

стирования в конкретном году. Инвестиционная позиция является показателем запаса в противоположность ежегодному притоку.

Мы сконцентрируемся на позиции прямого инвестирования США по нескольким причинам. Во-первых, США — самый крупный инвестор и реципиент прямого инвестирования. Во-вторых, переход в 1980-х годах от инвестиций "де ново", или "гринфилд"¹, к поглощениям компании играл значительную роль в инвестиционном опыте США. Наконец, США было суждено играть ключевую роль в ускорении роста потоков прямого инвестирования в конце 1980-х и начале 1990-х годов.

В табл. 13.4 показана взаимосвязь между позицией DFI и потоками DFI. По оценке Министерства торговли США, поток DFI объединяет три основных элемента: оттоки капитала в форме инвестиций в акционерный капитал зарубежных дочерних компаний; оттоки капитала в форме займов (межфирменного долга) зарубежным дочерним компаниям и реинвестирование доходов зарубежными дочерними компаниями. В 1991 г. компании США в целом увеличили объем инвестиций в акционерный капитал своих зарубежных дочерних компаний на 11,7 млрд. долл., но снизили объем займов, предоставляемых этим компаниям, на 2,4 млрд. долл. Суммарный объем реинвестированной прибыли составил 18,9 млрд. долл.

**ТАБЛИЦА 13.4 ЗАПАСЫ И ПРИТОКИ В ПОЗИЦИЮ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ
США ЗА РУБЕЖОМ, 1990—1991 ГГ. (В ЦЕНАХ ПРИОБРЕТЕНИЯ), МЛРД. ДОЛЛ.**

1. Позиция прямого инвестирования США на конец 1990 г.	424,1
2. Отток прямого инвестирования США в 1991 г. (концепция платежного баланса)	28,2
Из которых:	
А. Вложения в акционерный капитал	11,7
Б. Межфирменные долги	-2,4
В. Реинвестированная прибыль	18,9
3. Изменение стоимости	-2,1
4. Изменение позиции прямого инвестирования в 1991 г.	26,1
5. Позиция прямого инвестирования США на конец 1991 г.	450,2

Источник: Министерство торговли США, Survey of Current Business.

Изменение в позиции прямого инвестирования включает: 1) потоки капитала прямого инвестирования (концепция платежного баланса); 2) корректировку стоимости существующих инвестиций. В 1991 г. позиция прямого инвестирования США увеличилась на 26,1 млрд. долл., из которых отток прямого инвестирования был равен 28,2 млрд. долл., а корректировка стоимости существующих инвестиций составила — 2,1 млрд. долл.

Позиция прямого инвестирования США

Позиция прямого инвестирования США включает накопление, т.е. запас прямого инвестирования США за рубежом (строка 1, табл. 13.5), и накопление иностранного прямого инвестирования в США (строка 2). Разность этих величин дает чистую позицию США (строка 3). Оценки прямого инвестирования даны в ценах приобретения. Поэтому эти цифры отражают, скорее, цены, существовавшие во время инвестирования, чем цены текущего периода. По-видимому, использование балансовой

¹ Инвестирование в новые предприятия. (Прим. ред.)

стоимости значительно занижает оценку прямого инвестирования. Для США занижение внешнего инвестирования, вероятно, превышает занижение внутреннего, так как первое существует дольше. Министерство торговли США в последнее время стало применять для отчета о прямом инвестировании альтернативные подходы¹. Здесь мы отдаем предпочтение традиционному подходу балансовой стоимости по некоторым причинам:

1. Цены приобретения являются принятой базой для бухгалтерских счетов компании.
2. Возможны международные сравнения, так как большинство стран определяют свои позиции прямого инвестирования по балансовой стоимости.
3. Текущую и рыночную стоимость сложно определить в сопоставимом виде в различных странах и отраслях экономики.

ТАБЛИЦА 13.5 МЕЖДУНАРОДНАЯ ПОЗИЦИЯ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ
США, 1960—1991 ГГ. (В ЦЕНАХ ПРИОБРЕТЕНИЯ), МЛН. ДОЛЛ. США

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1991
1. Прямое инвестирование США за рубежом	31900	49500	75480	124050	215375	230250	424086	450196
2. Иностранное прямое инвестирование в США	6910	8797	13270	27662	83046	184615	396702	407577
3. Чистая позиция	24990	40703	62210	96388	132329	45635	27384	42619

Источник: Министерство торговли США, Survey of Current Business, Statistical Abstract of the United States.

Данные табл. 13.5 представляют позиции DFI на конец каждого года на основе накоплений потоков прямого инвестирования. Чистая позиция США как прямого инвестора значительно возросла в 1960—1980 гг. Однако после 1980 г. она значительно уменьшилась. Это уменьшение произошло из-за быстрого роста иностранного прямого инвестирования в США в 1980-х годах. Ниже мы подробно рассмотрим эту тенденцию.

В табл. 13.6 представлено географическое распределение позиции прямого инвестирования США в 1991 г. Данные о деятельности по осуществлению прямого инвестирования компаниями США свидетельствуют о ее концентрации в двух районах: Европейском Сообществе (188,7 млрд. долл.) и Канаде (68,5 млрд. долл.). Прямое инвестирование в развивающихся странах концентрируется в Латинской Америке и других странах западного полушария. Удивительно низок уровень прямого инвестирования в Японии — 22,4 млрд. долл.

Иностранное прямое инвестирование в США в основном осуществляется двумя регионами: Европейским Сообществом и Японией. Эти источники инвестирования, а также Средний Восток имеют положительную чистую позицию прямого инвестирования в пользу США (столбец 3, табл. 13.6).

¹ По текущей методике Министерства торговли США позиции прямого инвестирования оцениваются на трех альтернативных основах: а) на базе текущей (восстановительной) стоимости, корректируемой с учетом амортизации, износа, затрат на исследования и развитие и изменений определения стоимости; б) на базе рыночной стоимости, отражающей увеличение цены акций, приток капитала, изменения обменных курсов и другие изменения; в) с использованием цен приобретения.

При использовании цен приобретения инвестиционная позиция равна отчетной стоимости доли прямых инвесторов США в акционерном капитале зарубежного дочернего предприятия и чистой сумме невыплаченных займов, предоставленных этим предприятиям. Зарубежная дочерняя компания — это зарубежное коммерческое предприятие, где один инвестор США владеет по крайней мере 10% акций, дающими право на участие в голосовании, или их эквивалентом.

ТАБЛИЦА 13.6 РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПОЗИЦИИ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ США ПО СТРАНАМ-ИСТОЧНИКАМ И РЕЦИПИЕНТАМ В 1991 Г. (В ЦЕНАХ ПРИОБРЕТЕНИЯ), МЛРД. ДОЛЛ. США

Страна — источник и реципиент	Прямое инвестирование США	Иностранное прямое инвестирование в США	Сальдо
Канада	68,5	30,0	38,5
Европа	224,6	258,1	–33,5
Европейское Сообщество	188,7	232,1	–43,3
Другие страны Европы	35,9	26,1	9,8
Япония	22,9	86,7	–63,8
Австралия, Новая Зеландия, Южная Африка	19,5	6,7	12,8
Развивающиеся страны	111,6	26,0	85,6
Латинская Америка и западное полушарие	77,3	17,7	59,6
Другие страны Африки	4,4	0,3	4,1
Средний Восток	4,7	4,8	–0,1
Другие страны Азиатско-Тихоокеанского региона	25,2	3,2	22,0

Источник: Министерство торговли США, Survey of Current Business.

В табл. 13.7 представлены данные о позиции прямого инвестирования США по отраслям экономики. С точки зрения прямого инвестирования США за рубежом крупнейшими отраслями — реципиентами инвестиций являются производство (175,4 млрд. долл.), финансовая и страховая сферы (117,1 млрд. долл.), нефтяная промышленность (59,2 млрд. долл.) и банковское дело (18,8 млрд. долл.). Секторами экономики США, являющимися крупнейшими реципиентами иностранного прямого инвестирования, являются производство (162,9 млрд. долл.), оптовая торговля (60,0 млрд. долл.), финансовая и страховая сферы (42,5 млрд. долл.) и нефтяная промышленность (40,0 млрд. долл.).

ТАБЛИЦА 13.7 РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПО СЕКТОРАМ ЭКОНОМИКИ, 1991 Г. (В ЦЕНАХ ПРИОБРЕТЕНИЯ), МЛРД. ДОЛЛ. США

Сектор	Прямое инвестирование США за рубежом	Прямое инвестирование в США
Производство	175,4	162,9
Нефтяная промышленность	59,2	40,0
Оптовая торговля	43,2	60,0
Банковское дело	18,8	20,7
Финансы и страхование	117,1	42,5
Услуги	13,4	—
Другие отрасли экономики	23,2	81,9
Всего	450,2	407,6

Источник: Министерство торговли США, Survey of Current Business.

МОТИВАЦИЯ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Роль прямого инвестирования в сравнении с другими вариантами

Прямое инвестирование — это один из нескольких методов, используемых коммерческими предприятиями для получения прибыли на иностранных рынках. Для подготовки иностранных рынков к своей продукции компании обычно используют следующую последовательность действий:

- 1) экспорт товара, производимого фирмой в стране происхождения;
- 2) предоставление лицензии зарубежной компании для использования процесса или технологии производства;
- 3) распространение продукции за рубежом через дочернюю компанию;
- 4) зарубежное производство.

Третий и четвертый шаги обычно предполагают осуществление прямого инвестирования. Движение от шага 1 к шагу 4 требует больших вложений и в некотором отношении является более рискованным. В то время, как вышеизложенная последовательность является хронологическим образом действий для развития продаж за рубежом, часто бывает, что необязательно осуществлять все четыре шага; иногда компании сразу переходят к шагу 3 или 4.

В некоторых случаях компания может стремиться либо экспортировать, либо производить за рубежом. Этот выбор делается исходя из прибыльности деятельности и возможностей для рыночного роста. Региональные торговые соглашения побуждают компании, штаб-квартиры которых находятся за пределами региона, использовать в районе торговли местные производственные филиалы. Например, Европейское Сообщество (ЕС) привлекло значительный объем прямого иностранного инвестирования (в том числе инвестирования США) из-за введения общего тарифа на товары, поставляемые на его рынок, и отсутствия барьеров во внутриевропейской торговле.

Уровень издержек производства и возможность эффекта масштаба (экономии в результате роста масштаба производства) также влияют на выбор между экспортом и зарубежным производством. На протяжении многих лет ТНК осуществляли прямое инвестирование в Сингапуре и Гонконге из-за низких производственных издержек на этих рынках. Из-за такого преимущества эти страны традиционно экспортируют товары на рынки третьих стран.

Эффект масштаба ограничивает размеры прямого инвестирования в отраслях экономики, где издержки подвержены этому влиянию. Эта тенденция, в частности, наблюдается в автомобильной промышленности, производстве строительного и транспортного оборудования. Довольно трудно найти примеры внутреннего инвестирования в этих отраслях экономики на рынках небольших стран. Это происходит из-за необходимости длительного производства, при котором должен реализовываться эффект масштаба.

Коммерческие мотивации

С одной стороны, мы можем рассматривать прямое инвестирование как деятельность, удовлетворяющую основные предпринимательские потребности. В этом разделе мы проанализируем мотивации на уровне фирмы, а в следующем — более широкие, макроэкономические факторы.

Мы можем рассмотреть большую часть деятельности по зарубежному инвестированию, проанализировав усилия компании, направленные на удовлетворение пяти основных потребностей. Они включают:

- 1) потребность в рынках;
- 2) потребность в эффективности производства;

- 3) потребность в сырье;
- 4) потребность в информации и технологиях;
- 5) потребность минимизировать или диверсифицировать риски.

Многие ТНК на первое место в своих коммерческих стратегиях ставят поиск и завоевание рынков, и большое количество международных инвестиций осуществляется из-за потребности в расширении и диверсификации рынков в мировом масштабе. Компании, желающие в первую очередь удовлетворить потребность в рынках, обычно занимаются производством потребительских товаров кратковременного пользования, включая производство продуктов, напитков, табака, принадлежностей туалета и мыла. Эти компании имеют тенденцию тратить относительно высокий процент дохода от продаж на рекламу, и для завоевания и расширения своего места на рынке используют форсированный и разнообразный маркетинг.

Хорошим примером компании этого вида является "Кока-Кола". По ее данным, она является самым крупным в мире производителем легких напитков, занимает 45% мирового рынка и осуществляет торговлю более чем в 160 странах (Дополнение 13.1).

Потребность в повышении эффективности производства заставляет компании осуществлять производство продукции в тех странах, где цена используемых ресурсов относительно невысока. Соображения повышения эффективности производства путем снижения затрат на трудовые ресурсы заставили многие американские компании инвестировать в производственные предприятия в Мексике (особенно в так называемой Макуиладорской зоне (Maquiladora Zone)), Тайване и Таиланде.

В основе инвестирования во многие сектора экономики, в том числе в нефтяную, лесную, горнодобывающую промышленности и плантационное хозяйство, лежит потребность в сырье страны, являющейся реципиентом такого инвестирования, — это Канада (нефтяная, лесная, горнодобывающая промышленность), Австралия (горнодобывающая промышленность), Малайзия (плантационное хозяйство) и Чили (горнодобывающая промышленность).

Потребность в информации и технологиях является мотивом для иностранного инвестирования компаний США, производящих аппаратное и программное компьютерное обеспечение, и американских и неамериканских фармацевтических компаний. Пример такого инвестирования приведен в Дополнении 13.2 о швейцарском инвестировании, направленном на приобретение расположенной в США компании "Дженентек".

Второй иллюстрацией сотрудничества ТНК в области технологического развития является европейско-американский консорциум, созданный для развития телевидения высокой четкости (ТВЧ). Подробнее это предприятие описывается в Дополнении 13.3. Ведущие европейские компании, производящие бытовую электронику, и Национальная радиовещательная компания (National Broadcasting Company) — филиал компании "Дженерал электрик" объединили свои возможности для развития технологии.

Потребность минимизировать или диверсифицировать риски заставляет компании осуществлять инвестиции в страны, где ситуация более стабильна, а политический риск низок. Эта тенденция объясняет приток иностранного инвестирования в США в 1980-х годах. Некоторые компании, расположенные в Гонконге, ищут возможности диверсифицировать свою деятельность из-за неопределенности относительно возвращения Гонконга под юрисдикцию Китая в 1997 г. Здесь примером является "Джардин Груп" (Jardine Group), действующая в Гонконге на протяжении многих десятилетий. Сначала была создана расположенная на Бермудах холдинговая компания, владеющая половиной акций "Джардин Стрэтиджик Холдингс" (Jardine Strategic Holdings, гонконгская компания). В свою очередь, "Джардин Стрэтиджик" владела долями в акционерном капитале других членов группы, так же как и в капитале Бурмудской холдинговой компании (см. Дополнение 13.4). Аналогично в 1980-х годах Гонконгско-шанхайская банковская корпорация (Hong Kong and Shanghai Banking Corporation) заинтересовалась покупкой компаний за пределами Гонконга (табл. 13.8). В декабре 1991 г. Гонконгско-шанхайский банк стоял на 40-м месте в списке Муди — перечне 100 крупнейших банков мира.

Дополнение 13.1 МИРОВОЙ ПРОИЗВОДИТЕЛЬ НАПИТКОВ — КОКА-КОЛА

Компания "Кока-Кола" — это международный производитель легких напитков, руководство которой находится в США. Она классифицирует себя как единственного производителя легких напитков, занимающего около 45% международного рынка. Низкий объем потребления на душу населения на многих международных рынках обеспечивает возможности, усиливаемые демографическими тенденциями и распространениями средств массовой информации. В 1992 г. международное потребление продуктов "Кока-Кола" на душу населения составляло более 40 порций в год (относительно информации по странам см. таблицу ниже).

Система "Кока-Кола" имеет поистине мировой масштаб, действуя более чем в 160 странах. В каждой из этих стран компания имеет надежных местных партнеров, осуществляющих розлив напитков и работающих под торговой маркой "Кока-Кола". Система включает более 1000 таких партнеров.

Эта уникальная всемирная сеть делает "Кока-Кола" крупнейшим производителем легких напитков. Размер ее доли рынка в мировом масштабе в 2 раза больше, чем у ближайшего из конкурентов. Легкие напитки являются товаром, производство которых в мире растет быстрее всего. Лидерство на рынке в таком перспективном производстве обеспечивает финансовую мощь и высокие доходы акционеров. По рыночным оценкам 1992 г., "Кока-Кола" была 6-й по величине американской акционерной компанией с широким владением акциями; при этом рыночная стоимость акций, находящихся в обращении, была равна 54,7 млрд. долл. (на конец 1992 г.).

Компания распространяет свои продукты более чем в 160 странах и использует примерно 40 действующих валют. Доллар США используется в качестве функциональной валюты в странах, экономика которых считается гиперинфляционной (например, в Бразилии). В 1992 г. приблизительно 78% дохода было получено за пределами США. Долги компании, выраженные в других валютах (не в долларах США), предназначены для использования при хеджировании инвестиций в соответствующих странах.

**ПОТРЕБЛЕНИЕ ПРОДУКТОВ КОМПАНИИ НА ДУШУ НАСЕЛЕНИЯ В 1992 г.
В НЕКОТОРЫХ СТРАНАХ (8-УНЦИЕВЫХ ПОРЦИЙ НА ЧЕЛОВЕКА В ГОД)**

США	296
Мексика	275
Австралия	217
Норвегия	228
Канада	169
Германия	189
Аргентина	171
Испания	159
Колумбия	104
Филиппины	87
Бразилия	81
Италия	94
Великобритания	89
Корея	61
Япония	124
Франция	56
Таиланд	44
Тайвань	31
Индонезия	4
Китай	1

Источник: компания "Кока-Кола", Annual Report 1992.

Дополнение 13.2 ОБЪЕДИНЕНИЕ "ХОФФМАН ЛЯ РОШ" (HOFFMAN LA ROCHE) И "ДЖЕНЕНТЕК" (GENENTECH INC.)

"Дженентек Инк" (Genentech Inc.) — гордость биотехнологической индустрии США, в феврале 1990 г. объявила о продаже основной части своих акций "Рош Холдинг" (Roche Holding), крупной швейцарской компании, производящей медицинскую продукцию. По соглашению "Рош", самые известные медикаменты которой включают транквилизаторы Валиум (Valium) и Либриум (Librium), затратит 2,1 млрд. долл. на покупку 60% акций "Дженентек". Основной продукцией "Дженентек" являются лекарства, предотвращающие образование тромбов после инфарктов, и гормоны для лечения детей с задержкой роста.

Соглашение, потрясшее биотехнологическую промышленность, вызвало одобрение на Уолл стрит. Это слияние является одной из многих сделок, в которых фармацевтические компании объединяются, чтобы вместе нести расходы по разработке новых лекарств и продаже продукции за рубежом. Соглашение было заключено во время возрастающего беспокойства относительно покупок иностранными фирмами американских компаний — разработчиков новых технологий. Биотехнологическая индустрия является одной из крупнейших отраслей американской промышленности и включает десятки небольших предприятий.

Официальные лица "Дженентек" и "Рош" предполагали, что проблем с соглашением не должно было возникнуть, так как "Дженентек" должна была работать автономно, а ее акции продаваться публично.

"Дженентек", цена акций которой понижалась в течение 2 лет, из-за того что продажи не соответствовали ожиданиям Уолл стрит, решила, что объединение с зарубежным партнером будет более удачным способом увеличить приток финансовых средств, чем деятельностью на бирже. У многих биотехнологических компаний были трудности с увеличением этого притока после краха фондового рынка в 1987 г. "Рош" предполагала купить оставшуюся часть акций "Дженентек" в течение следующих 5 лет, но заявила, что ее начальным намерением является позволить компании оставаться автономной, находясь под управлением существующего в настоящий момент руководства. "Рош" будет иметь только 2 голоса в Совете директоров "Дженентек", который насчитывает 13 членов.

Эти меры помогли сохранить предпринимательский дух "Дженентек" и предотвратить уход из компании ученых и менеджеров, что обычно происходит при поглощении более крупными компаниями небольших фирм-производителей, использующих новейшие высокие технологии.

Согласно договоренности, "Рош" должна была купить половину находящихся в обращении акций "Дженентек" стоимостью 36 долл. за акцию, 65% сверх цены закрытия, равной 21,75 долл.. На следующий торговый день после объявления этих условий цена акций повысилась на 8,125 долл. и цена закрытия составила 29,875 долл. "Рош" также должна вложить 492 млн. долл. для увеличения капитала "Дженентек" и покупки вновь выпущенных акций, приближая свою долю в капитале "Дженентек" к 60%.

Официальные лица "Дженентек" заявили, что состояние компании далеко от безнадёжного, хотя она и нуждается в инвестициях на стадии разработки новых продуктов для их выпуска на рынок.

Официальные лица обеих компаний заявили, что соглашение в конечном счете обеспечит "Рош" доступ к научным знаниям и опыту "Дженентек", которые считаются самыми значительными в области биотехнологии. Хотя компании будут работать независимо, теперь они могут также договориться продавать продукцию друг друга, обеспечивая "Дженентек" сильные маркетинговые позиции на рынке Европы. По мнению компаний, такие совместные соглашения должны вырабатываться посредством обсуждения, основывающегося на взаимном уважении.

Дополнение 13.2 ОБЪЕДИНЕНИЕ "ХОФФМАН ЛЯ РОШ" (HOFFMAN LA ROCHE) И "ДЖЕНЕНТЕК" (GENENTECH INC.) (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Результатом консолидации в фармацевтической промышленности уже стало слияние "СмитКлайн Бэкман корпорейшн" (SmithKline Beckman Corporation, США) и "Бичэм груп Пи Эл Си" (Beecham Group P.L.C., Великобритания). В числе других слияний можно перечислить объединение американских фирм "Бристол-Майерс Компани" (Bristol-Myers Company) и Скуибб корпорейшн (Squibb Corporation), а также недавно объявленное слияние "Рон-Пуленк Эс А" (Rhone-Poulenc S. A., Франция) и Рорер групп (Rorer Group, США).

В конце 1980-х годов было заключено несколько транснациональных совместных соглашений и создан ряд консорциумов, главной целью которых являлось распределение между компаниями расходов на разработку новых технологий. Эти соглашения хотя и не приводили к немедленному созданию новых корпоративных предприятий в странах – реципиентах инвестиции, но во многих отношениях походили на совместные предприятия и могли привести к созданию совместных предприятий в будущем. Например, АйБиЭм (IBM) и "Сименс" (Siemens) осуществляли совместную разработку усовершенствованных микросхем компьютерной памяти. Сотрудничество этих фирм было вызвано желанием избежать доминирования японских компаний в поставке на рынок полупроводниковых приборов и компенсировать быстрорастущие расходы на разработку новых поколений интегральных схем динамических оперативных запоминающих устройств (ИС ДОЗУ или DRAM). В январе 1990 г., когда компании заявили о совместном проекте, емкость самой распространенной на рынке ИС ДОЗУ составляла 4 Мбит (млн. бит). Совместными усилиями фирмы АйБиЭм и "Сименс" создали ДОЗУ емкостью 64 Мбит.

ТАБЛИЦА 13.8 ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПОГЛОЩЕНИЯ И ДИВЕРСИФИКАЦИИ, ОСУЩЕСТВЛЕННЫЕ ГОНКОНГСКО-ШАНХАЙСКОЙ БАНКОВСКОЙ КОРПОРАЦИЕЙ (HONG KONG SHANGHAI BANKING CORP.)

1986	Приобретение "Джеймс Кейпл энд Компани" британской фондовой брокерской компании
1986	Создание Гонконгского банка Австралии (в собственности 80% акций)
1986	Приобретение основной части активов и пассивов "Бэнк ов Бритиш Коламбия" (Bank of British Columbia, Канада)
1987	Приобретение оставшихся акций нью-йоркского "Мэрин мидлэнд бэнк" (Marine Midland Bank), который становится дочерней компанией, находящейся в полной собственности корпорации
1987	"Джеймс Кейпл", дочернее предприятие Гонконгско-шанхайского банка (Hong Kong Shanghai Bank), приобретает 82,4% акций амстердамского фондового брокера "Эффектэнбэнк Ван Меер" (Effectenbank Van Meer) и 35% акций фондового брокера "Браун, Болдвин, Нискер" ("Brown, Baldwin, Nisker", Торонто)
1987	"Ривкин Джеймс Кейпл" (Rivkin James Capel) становится дочерней компанией в полной собственности Корпорации и переименовывается в "Джеймс Кейпл Австралия" (James Capel Australia)
1988	Приобретение 15% акций "Мидлэнд Бэнк" (Midland Bank, Великобритания)
1989	Приобретение "Кидд Кредит Корпорейшн" (Kidde Credit Corporation, США) у "Хэнсон Пи Эл Си" (Hanson P.L.C., Великобритания) за 60 млн. долл. через американскую дочернюю компанию "Конкорд Коммершиал Корпорейшн" (Concord Commercial Corporation)

Экономический анализ

Хотя микроэкономические факторы очень важны для понимания мотиваций определенных типов предприятий к прямому инвестированию, также необходимо рассматривать воздействие макроэкономических факторов. Обстоятельства, оказывающие влияние на состояние отраслей промышленности в целом, тенденции на рынках сбыта продукции и другие факторы также могут играть роль в побуждении фирм к осуществлению прямого инвестирования или отхода от него.

Дополнение 13.3 КОНСОРЦИУМ ПО РАЗРАБОТКЕ ТЕЛЕВИДЕНИЯ ВЫСОКОЙ ТОЧНОСТИ

В начале 1990 г. два конкурирующих изготовителя бытовой электроники и одна из крупнейших американских телерадиовещательных фирм — National Broadcasting Company, (NBC) намерены объединить усилия для разработки телевизионной техники нового поколения. "Филипс консьюмер электроникс компани" (Philips Consumer Electronics Company), "Томпсон консьюмер электроникс инк" (Thompson Consumer Electronics Inc.) и NBC объявили о формировании консорциума для разработки системы телевидения высокой четкости (ТВЧ), которое должно было воспроизводить картины, по четкости равные киноизображению. "Филипс" (Philips) является крупнейшим производителем телевизоров, в том числе под такими торговыми марками, как "Магнавокс" (Magnavox), "Сильвания" (Sylvania) и "Филько" (Philco). "Томпсон" (Thompson) — подразделение французского концерна по производству электроники. По мнению аналитиков — исследователей производства, такое объединение могло бы представить большую угрозу положению японских компаний, которые в последнее время получили контроль за разработкой и производством бытовой электроники в США и ушли далеко вперед в разработке технологии ТВЧ по сравнению с фирмами других стран мира.

ТВЧ является областью дорогостоящих научных исследований. Более 20 научно-исследовательских групп, в том числе "Филипс" (Philips), "Сарнофф" (Sarnoff) и "Зенит" (Zenith), конкурируют между собой в разработке системы высокой четкости изображения, которую Федеральная комиссия по связи (FCC) выберет в качестве производственного стандарта в США. Некоторые из этих компаний в 1980 г. прекратили исследовательские работы в этой области из-за необходимости больших затрат. В 1991 г. FCC объявила о начале испытаний предложенных систем ТВЧ, с тем чтобы выбрать стандарт. В настоящее время четкость телевизионного изображения в США составляет 525 горизонтальных линий. Изображение ТВЧ будет иметь около 1100 линий и будет в 2 раза четче. На первом этапе внедрения ТВЧ будет осуществляться вещание повышенной четкости (менее 1100 линий). Компаниям — трансляторам телевизионных передач придется лишь незначительно изменить оборудование генерации и передачи сигнала, для того чтобы передавать сигналы улучшенной четкости. Эти сигналы смогут принимать и старые телевизоры, но потребителям придется приобретать новые для приема передач повышенной четкости в полном объеме (т. е. качество изображения на старых телевизорах будет ненамного лучше, чем при приеме обычных телесигналов).

Настоящее изображение высокой четкости появится позднее, при условии наличия спроса и после того как потребители испробуют систему улучшенной четкости. Разработка настоящего ТВЧ является вторым этапом реализации соглашения группы "Филипс"—"Томпсон"—NBC.

"Томпсон" купил в 1987 г. отделение по производству бытовой электроники компании "Дженерал электрик" и до сих пор использует торговую марку "Дженерал электрик" и RCA на телевизорах, видеомаягнитофонах и другой технике. "Дженерал электрик" (General Electric) купила RCA (а значит, и NBC) в 1986 г. Это было многомиллиардной долларовой сделкой. "Томпсон" и "Филипс" являются производителями около 40% телевизоров, проданных американским потребителям.

Подобно консорциуму, объявленному группой "Томпсон"—"Филипс"—NBC, японские и европейские компании планируют через 2 года представить телевизионную систему с улучшенным разрешением, которая должна подготовить потребителей к введению настоящего телевидения высокой четкости в конце 90-х годов.

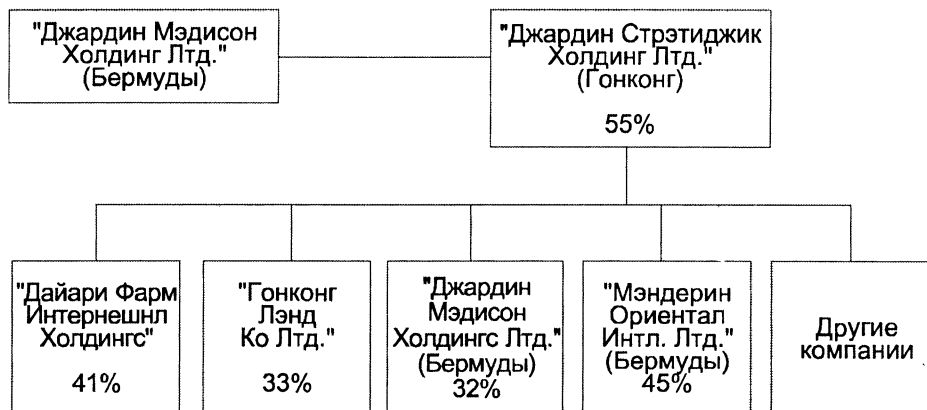
Современная финансовая теория гласит, что фирмы действуют таким образом, чтобы максимизировать рыночную стоимость акционерного капитала предприятия, распределенного между его владельцами. Если это предположение верно, то прямое инвестирование должно способствовать достижению больших объемов продаж, доли рынка и/или прибыли. Для того чтобы объяснить, как осуществляется DFI, мы рассматриваем четыре подхода, базирующиеся на экономическом анализе. Все четыре подхода будут согласованы с современной теорией финансов и максимизации стоимости доли акций владельца в акционерном капитале фирмы.

Дополнение 13.4 "ДЖАРДИН ГРУП" (JARDIN GROUP) ОДНОЙ НОГОЙ СТОИТ НА БЕРМУДАХ

Этот пример является случаем корпоративной реорганизации и прямого инвестирования, направленных на минимизацию политического риска. В результате этой реорганизации на Бермудах была создана холдинговая компания, обеспечивающая эффективную защиту от политических изменений, ожидаемых в Гонконге.

Компания "Джардин Мэдисон Холдингс Лтд" (Jardine Matheson Holdings Ltd) была зарегистрирована на Бермудах 9 апреля 1984 г. и после реорганизации стала холдинговой компанией, входящей в "Джардин груп" (Jardine Group). В результате реорганизации "Джардин Мэдисон энд компани Лтд" (Jardine Matheson & Company Ltd, Jm & Company) все акции были аннулированы, а владельцы за одну акцию реорганизованной компании получали одну акцию новой компании. В 1988 г. было выпущено 621,4 млн. акций, которые были включены в курсовой бюллетень Гонконгской фондовой биржи (акции продавались в Лондоне, американские депозитарные квитанции¹ на акции — в Нью-Йорке).

"Джардин стрэтиджик холдингс Лтд." (Jardine Strategic Holdings Ltd). Эта компания была зарегистрирована 16 ноября 1986 г. как "Гонконг инвесторс Лтд." (Hong Kong Investors Ltd.) в ожидании коренной перестройки "Джардин Мэдисон" (Jardine Matheson). Впоследствии компания приобрела доли в "Джардин Мэдисон холдингс Лтд" (Jardine Matheson Holdings Ltd), "Гонконг Лэнд Ко. Лтд" (Hong Kong Land Co. Ltd.) и "Дайари Фармс Интернейшн Холдингс Лтд" (Dairy Farms Internation Holdings Ltd). Затем она слилась с "Джардин Секьюритис Лтд" (Jardine Securities Ltd) и в 1987 г. получила свое нынешнее название. Компания владела 55% акций "Джардин Мэдисон". В 1988 г. было выпущено 684,3 млн. акций, которые были внесены в курсовой бюллетень Гонконгской фондовой биржи.

Организация "Джардин груп" (1989 г.)

Эти четыре подхода включают:

1. Несовершенство рынка².
2. Роль правительства.
3. Интернализацию и эклектическую теорию.
4. Теорию портфеля.

¹ Обращающийся финансовый инструмент на иностранные акции, депонированные в банке США. (Прим. ред.)

² Отход от условий конкуренции. (Прим. ред.)

Несовершенство рынка

Многие работы о DFI фокусируют внимание на несовершенстве рынков продукции и факторов производства, следуя взглядам Хаймера (Hyer), Кайндлберга (Kindleberger) и других экономистов, которые придерживаются этого подхода. В то время как основное внимание в этих трудах уделяется инвестированию производства, появились и родственные теории о несовершенстве финансового рынка.

Несовершенство рынка может возникнуть естественным путем, например в результате ограниченного объема и определенного местонахождения полезных ископаемых. Чаще несовершенство рынка связано с деятельностью компаний, направленной на получение преимущества на рынке, или с правительственной политикой. Олигополистические фирмы получают преимущество в конкуренции путем индивидуализации своей продукции (придание продукту характеристик, отличающих его от аналогичной продукции других фирм), увеличения числа модификации продукта и расширения номенклатуры продукции (с выходом за пределы отрасли), получения патентов и авторских прав, франчайзинга¹ или получения поддержки и протекционизма со стороны правительства (тарифы на импорт).

Дополнение 13.5 ТНК ИСПОЛЬЗУЮТ НЕСОВЕРШЕННОСТЬ РЫНКА

Важнейшие характеристики ТНК	Каким образом ТНК использует несовершенство рынка
1. Способность использовать различия национальных экономик	а) Американские фирмы используют за границей дешевую рабочую силу для осуществления сборки техники. б) ТНК получают займы на евторынках по низкой стоимости
2. Способность всех подразделений действовать для достижения целей системы	а) Разделение производства между филиалами с целью минимизировать издержки. б) Распределение прибыли между филиалами с целью минимизировать налоги. в) Распределение открытых валютных позиций между филиалами с целью минимизировать общий валютный риск
3. Способность к интернализации конкретных, специфических преимуществ фирм	а) Использование производственной информации, являющейся собственностью фирмы, для выпуска лучшей продукции. б) Производитель транспортного оборудования использует производственную технологию в нескольких филиалах по всему земному шару. в) Нефтехимическая фирма использует приоритетную технологическую базу для разработки улучшенных методов производства

Правительства создают несовершенство рынка, вводя тарифы и нетарифные барьеры для импорта, налоговые стимулы, субсидии и контроль за финансовыми сделками.

Для ТНК очень важно иметь способность использовать несовершенство рынка, особенно когда она действует в нескольких странах, как видно из Дополнения 13.5. Степень монополистического ценообразования на рынках продукции и ресурсов может значительно измениться в зависимости от страны. Уже только это обеспечивает ТНК выгодные возможности. При существовании такого несовершенства рынка ТНК может действовать таким образом, чтобы все ее подразделения получали от него выгоду.

¹ Франчайзинг — выдача компанией лицензии (франшизы) на производство или продажу товара под ее маркой. (Прим. ред.)

Роль правительства

Несовершенство рынка может возникнуть в результате деятельности правительства. Это может осуществляться через региональные торговые группы, например, создание в Европе Общего рынка в 1958 г. и Единого европейского рынка (European Single Market) в 1992 г. Правительства также создают несовершенство рынка путем предоставления субсидий иностранным инвесторам. Каждый из 50 штатов США стремится привлекать иностранных инвесторов, предлагая им участки земли по низкой стоимости, отсрочку уплаты налогов и другие льготы. По оценкам Гордона (Gordon) и Лиса (Lees), при осуществлении фирмой “Фольксваген” инвестирования в западной Пенсильвании корпорация получила значительные субсидии правительства штата и местного самоуправления (см. Дополнение 13.6).

Интернализация и эклектическая теория

Чтобы полнее объяснить DFI, необходимо использовать различные элементы анализа. В 1977 г. Джон Даннинг (John Dunning) отметил это разнообразие в своем развитии “электрической теории” DFI. В то же время Даннинг предложил теорию, объединившую несколько аспектов экономического анализа, включая теорию организации производства, теорию международной торговли, теорию фирмы и теорию международного конкурентного преимущества (владения, интернализации и преимуществ географического местонахождения фирмы)¹.

Согласно Даннингу, для обслуживания конкретных рынков фирма должна обладать преимуществами, присущими только ей. Эти преимущества включают размер фирмы, ее позицию на рынке, доступ к ресурсам и обладание нематериальными активами (патентами, авторскими правами, управленческие ресурсы). Фирма больше выигрывает от внутреннего использования этих преимуществ, чем от их продажи или предоставления в пользование другим компаниям. Фирма интернализирует свои преимущества путем расширения своей деятельности через DFI. ТНК обслуживают зарубежные рынки и одновременно распределяют производственные ресурсы согласно своим собственным методам контроля. Фирмы могут пренебречь рынком и интернализировать свои преимущества.

Эклектическая теория Даннинга использует множество факторов для того, чтобы объяснить, как ТНК принимают решения об осуществлении DFI. В этом отношении его подход является более реалистичным, чем другие.

Теория портфеля

Теория портфеля является другой точкой зрения на понимание прямого инвестирования и причин, которые заставляют фирмы осуществлять его. Рассмотрим американскую промышленную компанию, планирующую инвестировать средства в новый завод, который может быть расположен в Британии, Канаде или Австралии. В табл. 13.9 представлены средний ожидаемый доход, среднее квадратическое отклонение (риск), корреляция прибыли по данным проектам в США.

После осуществления инвестирования взвешенный состав активов, продаж и прибыли будет на 50% американским и на 50% иностранным.

Теория портфеля гласит, что диверсифицированный портфель может обеспечить лучшие общие результаты деятельности, чем тот, который не диверсифицирован в достаточной мере. Аналогично ТНК, которые диверсифицируют свою деятельность и проникают на международную арену, могут достигать лучших соотношений риска и прибыли, чем те, которые действуют только в пределах своей страны. Графически это представлено на рис. 13.1, изображающем возможные соотношения риска и прибыли. Как будет отмечено дальше, хорошо составленный портфель инвестиционных проектов может обеспечить лучшие соотношения риска и прибыли.

Возвращаясь к выбору значения, перед которым стоит американская компания, мы видим, что значения соотношений риска и прибыли в табл. 13.9 по трем инвестиционным проектам близки друг к другу. При планировании значений соотношений риска и прибыли портфелей (проект является на 50% американским и на 50% иностранным) они указаны в нижней части табл. 13.9.

¹ Итог этой теории был подведен Джоном Даннингом в его работах: “Trade Location of Economic Activity and the NME: A Search for an Eclectic Approach”, in Bertil Ohlin, Par-Ove Hesselborn, and Per Magnus Wijkman, eds., *The International Allocation of Economic Activity*. (New York: Holmes and Meier, 1977), p. 395–418. Теория интернализации впервые была изложена Питером Бакли и Марком Кэссоном (Peter Buckley, Mark Casson) в исследовании *The Future of the Multinational Enterprise*. (London: Macmillan, 1976).

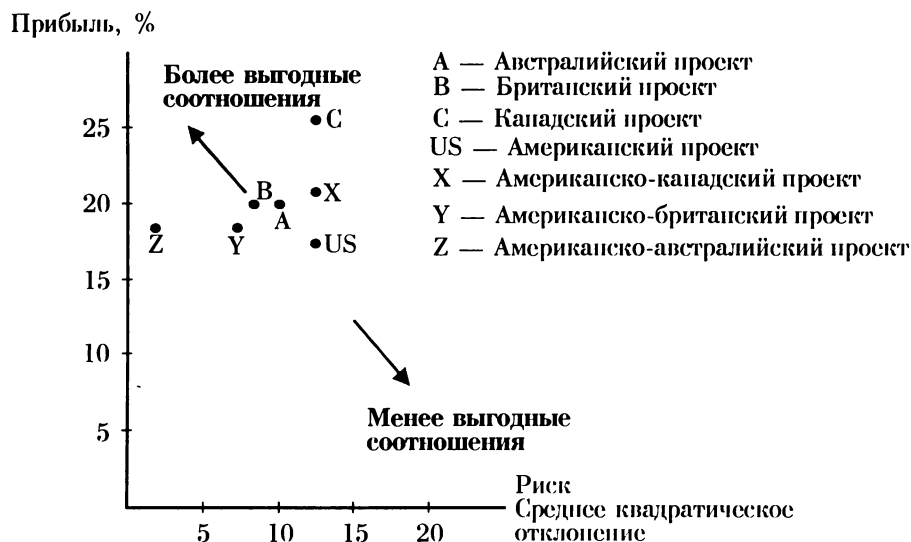


РИС. 13.1 ЗНАЧЕНИЯ РИСКА И ДОХОДА ПО ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЯМ И ПРОЕКТАМ

ТАБЛИЦА 13.9 ЗНАЧЕНИЯ РИСКА И ПРИБЫЛИ ПО ВНУТРЕННЕМУ (США), ТРЕМ ЗАРУБЕЖНЫМ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПРОЕКТАМ И СМЕШЕННЫМ ПОРТФЕЛЯМ

	Средняя прибыль, %	Среднее квадратическое отклонение	Корреляция до- хода по данному проекту и при- были в США	Ковариация до- хода по данно- му проекту и прибыли в США
Проекты				
Канадский	25	12	1,0	144
Британский	20	8	0	0
Австралийский	20	10	-1,0	-120
Американский	18	12		
Портфели				
Американско- канадский	21,5	12,0		
Американско- британский	19,0	7,2		
Американско- австралийский	19,0	1,0		

Примечание: Портфели являются на 50 % американскими и на 50 % иностранными.

Если американская компания решит инвестировать средства в канадский завод, то ожидаемый доход расширяющейся фирмы составит:

$$\begin{aligned}
 R_e &= W_{US} \times R_{US} + W_{Cdn} \times R_{Cdn} = \\
 &= 0,50 \times 18\% + 0,50 \times 25\% = \\
 &= 9,0\% + 12,5\% = \\
 &= 21,5\%.
 \end{aligned}$$

Заметьте, что мы взвесили прибыль по каждому компоненту расширяющейся фирмы по его весу в портфеле. Аналогичные расчеты проводятся в случае, если американская компания решит инвестировать средства в британский или австралийский завод. В этих случаях взвешенная прибыль составит 19%.

Мы можем подсчитать риск по портфелю (среднее квадратическое отклонение) путем использования следующей взаимосвязи:

$$\begin{aligned} \text{Среднее квадратическое отклонение по портфелю} &= \sqrt{W_{US}^2 \sigma_{US}^2 + W_{Cdn}^2 \sigma_{Cdn}^2 + 2W_{US} W_{Cdn} (COV_{US,Cdn})}. \end{aligned}$$

В этом случае W_{US} и W_{Cdn} являются процентным весом портфеля в США и Канаде, σ_{US} и σ_{Cdn} — средними квадратическими отклонениями прибыли по американскому и канадскому инвестированию соответственно, а $COV_{US,Cdn}$ — ковариацией прибыли между американским и канадским инвестированием. Мы используем эту формулу для подсчета среднего квадратического отклонения по портфелю следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Среднее квадратическое отклонение по портфелю} &= \sqrt{0,5^2 12^2 + 0,5^2 12^2 + 2(0,5)(0,5)(144)} = \\ &= \sqrt{36 + 36 + 72} = \sqrt{144} = \\ &= 12. \end{aligned}$$

Заметьте, что при инвестировании средств в канадский завод уменьшения риска не происходит. Это имеет место из-за предполагаемой совершенной положительной корреляции прибыли от американского и канадского инвестирования. Решение разместить завод там, где корреляция прибыли низкая или даже отрицательная, может обеспечить значительное снижение риска. При осуществлении инвестирования в Австралии среднее квадратическое отклонение (риск) по портфелю равно единице. Формирование портфеля и снижение риска по портфелю подобнее рассматриваются в главах 18—20.

Инвестирование в Австралии обеспечивает фирме наименее рискованный (наиболее устойчивый) валовой доход. Более ясная картина соотношений риска и прибыли в трех различных случаях представлена на рис. 13.1. На этом графике нанесены значения риска и прибыли по каждому из тех иностранных инвестиционных проектов (А, В и С), деятельности в пределах США и трем портфелям (X, Y, Z). Очевидно, что самое выгодное соотношение риска и прибыли имеет портфель Z (на 50% американский и на 50% австралийский).

Британские инвестиции в экономику США

Значение

С конца 1970-х годов объем внешнего британского прямого инвестирования резко увеличился, это явление частично совпало с политикой либерализации иностранного инвестирования, проводимой правительством Тэтчер. Семилетний период с 1979 г. по 1986 г. представляет собой особый интерес для изучения движущих факторов DFI. За этот период объем накопленного британского прямого инвестирования за рубежом возрос более чем вчетверо, с 17,9 млрд. до 74,6 млрд. фунтов стерлингов. С 1979 г. Великобритания начала активно осуществлять DFI в США и ее инвестиции в экономику США составили половину валового объема накопленного британского прямого инвестирования.

Британское инвестирование в экономику США в основном приобрело форму поглощения компаний, а не инвестиций в создание новых предприятий, и стало высокодиверсифицированным. Согласно Дж. Хэмиллу (J. Hamill), в 1976—1986 г. в США британскими инвесторами было заключено по меньшей мере 1572 сделки прямого инвестирования¹. За этот же период валовой объем британского прямого инвестирования в США по 784 сделкам, объем которых известен, составил 36,6 млрд. долл. Эти инвестиционные сделки распределились по секторам экономики США следующим образом: производство — 78%, оптовая и розничная торговля — 20%, финансовые и другие услуги — 19%. Что касается производственных отраслей — реципиентов инвестиций, то британские компании вкладывали практически равные суммы в различные отрасли экономики США; большое количество инвестиций было сделано в химическую промышленность, производство электрического и электронного оборудования, машин и механизмов, металлов, полиграфическую промышленность и издательское дело, а также в производство продуктов, напитков и табачных изделий. Британские компании инвестировали значительные средства в производство строительных материалов, нефтяную промышленность и производство транспортного оборудования.

Модель и вид инвестиций

Основным видом инвестирования, используемым британскими компаниями в США, было поглощение американских предприятий. По данным табл. 13.10, в 1976–1986 гг. поглощения составили 719 из 1253 сделок (57%). Для сравнения: инвестиции в создание новых предприятий были относительно менее распространенным и использовались в 106 сделках, или 8% общего количества сделок.

ТАБЛИЦА 13.10 СДЕЛКИ БРИТАНСКОГО ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ В США, ПО ЭТАПАМ, 1976—1986 гг.

	Поглощение	Совместное предприятие	Новый завод	Расширение завода	Увеличение доли в акционерном капитале	Прочие	Всего
Число сделок	719	58	106	52	73	245	1253
Доля в общем объеме, %	57	5	8	4	6	20	100

Источник: Hamill J. British Acquisitions in the United States. National Westminster Bank Quarterly Review (August 1988): 2–17.

Прямое инвестирование в экономику США осуществляло более чем 300 британских материнских компаний, в том числе множество небольших и средних по размеру фирм. Существует довольно тесная связь между размером поглощаемой американской компании и размером британской материнской компании. Крупные поглощения обычно осуществляются крупными британскими материнскими компаниями. Такая модель подтверждается данными табл. 13.11 и 13.12. Табл. 13.11 описывает наиболее значительные поглощения американских фирм британскими инвесторами в 1978—1986 гг. В ряде случаев в качестве инвесторов выступают крупные британские фирмы — БиЭйТи (BAT), “Грэнд Метрополитен” (Grand Metropolitan), “Хэнсон” (“Hanson”).

Анализ инвестиционных сделок по типу британской материнской компании обеспечивает понимание стратегических мотиваций, лежащих в основе этих инвестиций. В табл. 13.12 представлены 5 типов британских компаний, объем их инвестиционных

¹ Hamill J. British Acquisitions in the United States. National Westminster Bank Quarterly Review (August 1988) : 2–17.

сделок и их основные характеристики. Крупные конгломераты (холдинговые компании) входят в самую большую группу британских инвесторов. Семь конгломератов провели в США более 125 отдельных инвестиционных сделок, общий объем которых превысил 8 млрд. долл. Большинство сделок предполагало поглощения компаний в области полиграфии и издательского дела, производства продуктов и табачных изделий, ресторанного и гостиничного бизнеса. Несколько примеров этих сделок представлено в табл. 13.11.

ТАБЛИЦА 13.11 НАИБОЛЕЕ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ ПОГЛОЩЕНИЯ АМЕРИКАНСКИХ ФИРМ БРИТАНСКИМИ ИНВЕСТОРАМИ (ИСКЛЮЧАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ): 1978–1987 ГГ.

	Британская компания	Американская компания	Объем сделки млн. долл.
1978	BOC	Airco. Inc.	298,7
	BAT	Appleton Papers	280,0
1979	National Westminster Bank	National Bank of N.A.	429,0
	ICI	Corpus Christi	375,0
1980	Imperial Group	Howard Johnson	630,0
	Grand Metropolitan	Liggett Group	415,0
	Barclay's Bank	Aetna Business Corporation	165,0
	Lloyds Bank	Talcott National	118,0
1981	British Petroleum	Kennecott Corporation	938,1
	Midland Bank	Crocker National Bank	820,0
	Grand Metropolitan	Intl. Hotels	500,0
	Legal & General	GEICO Life Insurance	740,0
	Hanson Trust	McDonough Corporation	112,1
1982	Goldsmith, Sir J.	Diamond Intl.	455,0
	BAT	Marshall Field	365,0
	European Ferries	Andrau Airpark	300,0
	Rowntree	General Mills (Tom's Food Division)	215,0
1984	Pilkington Bros.	Libbey-Owens Ford	108,2
	BAT	Peoples Drug Stores	320,0
	Grand Metropolitan	Quality Core Inc.	125,0
	Saatchi & Saatchi	Hay Group	100,0
	Hanson Trust	U.S. Industries	469,2
1985	ICI	Beatrice Cos. Chemical Div.	750,0
	Rio Tinto-Zinc Corporation	Martin Marietta Corporation Plants	400,0
	Grand Metropolitan	Pearle Health	386,0
	United Kingdom, Government of	Gulf Oil Corporation's Assets	380,0
1986	Prudential Corporation	Jackson National Life Insurance	608,0
	Boots	Baxters Travenols Flint Division	555,0
	United Kingdom, Government of	Purina Mills Inc.	500,0
	Saatchi & Saatchi	Ted Bates Worldwide Inc.	450,0
	Cadbury Schweppes	RJR's Soft Drink subs.	230,0
	Rowntree Mackintosh	Sunmark Inc.	230,0
	Robert Maxwell	Providence Gravure Holdings	152,5
	Rio Tinto-Zinc Corporation	Celanese Special Resin Inc.	138,0

Источник: Hamill J. British Acquisitions in the United States. National Westminster Bank Quarterly Review (August 1988): 2–17.

Нефтяные компании входят во вторую по величине группу британских инвесторов в США, где они провели 46 инвестиционных сделок, общий объем которых составил 3,4–4,0 млрд. долл. Наиболее крупным инвестором в этом секторе является British Petroleum, инвестиции которого составляют более 3/4 общего объема данных сделок.

Третий основной тип инвесторов — британские банки. Число стратегических поглощений американских банков с большой стоимостью сделки ограничено, они включают поглощения *Natwest-National Bank of North America*, *Barclay's-Aetna Business Group* и *Benefical Corporation*, а также *Lloyd's-Talcott National*).

ТАБЛИЦА 13.12 ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СДЕЛКИ В США И ТИПЫ МАТЕРИНСКИХ КОМПАНИЙ

Тип компании	Основные компании и (число сделок)	1976—1986 гг.	
		Объем сделок	Характеристики инвестиций
Конгломераты/холдинговые компании	BAT (42) Thom, Tilling (29) Hanson Trust (10)	8—9 млрд. долл.	Крупномасштабные инвестиции в США, в основном посредством поглощения компаний. Приобретаемые компании действуют в различных сферах экономики, включая производство, розничную торговлю, гостиничный бизнес и т. д.
Нефтяные	BR (38) Burmah (4)	3,5—4 млрд. долл.	Крупномасштабные инвестиции в США начиная с конца 1970-х годов, в основном посредством поглощений компании в нефтяной и горнодобывающей промышленности
Банки	Lloyds (10) Midland (5) Barclays (9) Nat West (3)	2,25—2,5 млрд. долл.	Ограниченное число инвестиционных сделок, но объемы сделок достигают значительных сумм. Инвестиции в основном осуществлялись посредством стратегических поглощений американских банков. Инвестиции ограничивались в основном банковским сектором
Производственные	Крупные инвесторы BOC (35) GEC (12) ICI (20)	3—3,5 млрд. долл.	Крупномасштабные инвестиции, как по объему, так и по количеству, осуществлялись в основном посредством поглощений американских компаний, действующих в той же отрасли экономики, что и родительская компания
	Средние по величине инвесторы Racal (12) Reed Int. (12) Thorn-EML (12) RTZ (14) Единичные инвесторы Single Investors Acorn Computers Boots Granada Serck	1,5—2,5 млрд. долл.	Инвестиций много, но они ограничены по объему, осуществлялись в основном посредством поглощения американских компаний, действующих в соответствующих отраслях
Непроизводственные	Крупные инвесторы Saatchi & Saatchi (12)	Приблизительно 700 млн. долл.	Крупнейшие поглощения рекламных агентств, начиная с 1982 г.
	Мелкие инвесторы Debenhams Habitat/Mothercare	Менее 500 млн. долл.	Инвестиции ограничены как по количеству, так и по объему. Осуществлялись в основном посредством поглощения американских компаний в соответствующих секторах экономики

Источник: Hamill J. British Acquisitions in the United States. National Westminster Bank Quarterly Review (August 1988): 2–17.

Четвертый тип инвесторов — компании производственного сектора, осуществлявшие в США разнообразную инвестиционную деятельность. Небольшое количество крупнейших британских производственных компаний осуществили значительные инвестиции как по объему, так и по количеству сделок. Пятый тип инвесторов, непроизводственные компании, включает британских инвесторов, вкладывающих средства в страховые услуги, рекламу и розничные рынки. Крупнейшим инвестором в этой группе была компания “Саатчи энд Саатчи” (Saatchi & Saatchi), заключившая 12 отдельных инвестиционных сделок общим объемом 700 млн. долл.

Мотивации

Для того чтобы в полной мере понять рост британского прямого инвестирования в США за этот период, мы должны помнить, что это инвестирование осуществлялось во время увеличения объема DFI всех стран в экономику США. В 1980-х годах США стали самым крупным реципиентом прямого инвестирования среди развитых индустриальных стран мира. В то время объем накопленного прямого инвестирования в США достигал 68 млрд. долл. Основными факторами, определяющими рост притоков DFI, по мнению Министерства торговли США, были факторы владения и местонахождения¹. Этому росту способствовало шесть основных факторов:

1. Осознание неамериканскими ТНК размеров рынка США и все более распространенное восприятие США как “безопасной гавани в бурном мире”.
2. Появление неамериканских ТНК, способных успешно конкурировать на рынке США.
3. Понижение курса доллара относительно курсов некоторых ведущих иностранных валют, которое снизило стоимость приобретения американских компаний, строительства новых и расширения старых фабрик.
4. Сокращения разрыва между производственными издержками в США и за границей, которое сделало инвестирование в США более привлекательным по сравнению с экспортом.
5. Обеспокоенность относительно возможных американских протекционистских мер.
6. Относительное отсутствие в США ограничений внутреннего прямого инвестирования и активное поощрение такого инвестирования правительствами отдельных штатов.

Сравнение британского и японского прямого инвестирования

Японское прямое инвестирование в экономику США начало осуществляться позднее, чем британское. Однако в конце 1980-х годов объем японского DFI в экономику США резко возрос. Это явление может объясняться несколькими причинами, в том числе потребностью обойти увеличивающиеся ограничения на японский импорт в США и продолжающимся повышением курса цены относительно доллара на валютном рынке.

Хемилл отмечает, что в то время как японские ТНК осуществляли инвестирование в США из-за стремления получить преимущество в конкуренции с американскими предприятиями, такое утверждение вряд ли верно для большинства британских ТНК. Он утверждает, что быстрый рост британского прямого инвестирования в США начался “на фоне значительного снижения международной конкурентоспособности (уменьшающей преимущества владения) британской промышленности”².

¹ International Direct Investment: Global Trends and the U. S. Role (U. S. Department of Commerce, International Trade Administration, 1984).

² Hamill J. British Acquisitions in the United States, 12.

Британские ТНК технологически слабы во многих отраслях промышленности. Рост британского DFI в США не объясняется увеличением преимуществ владения британских компаний над американскими. Инвестиции в экономику США являлись для многих британских компаний частью долгосрочной стратегии географического удаления от застойных или вяло растущих рынков.

Основными целями расширений британских компаний в США были стремления к географической диверсификации деятельности и достижению роста посредством поглощений компаний в хорошо испытанных отраслях промышленности. Компании, следующие этим стратегиям, включают конгломераты — БиЭйТи (BAT) и “Хэнсон Траст” (Hanson Trust), нефтяные компании — “Бритиш Петролеум” (British Petroleum), финансовые компании — “Барклейз” (Barclay’s), производственные компании — АйСиАй (ICI) и коммерческие фирмы — “Саатчи энд Саатчи” (Saatchi & Saatchi). Японские инвестиции, в основном базирующиеся на преимуществах владения, наоборот, частично мотивируются опасением увеличения торговых ограничений и вследствие этого стремлением перейти от конкурентной стратегии, базирующейся на экспорте, к стратегии, основывающейся на DFI. Японские компании развивают своеобразную культуру управления, хорошо сочетающуюся с их производственными процессами, имеющими низкую капиталоемкость и общими высококачественными принципами управления. Поэтому поглощениям компаний японские компании предпочитают инвестиции в создание новых предприятий.

АНАЛИЗ РИСКА

Обычно те мировые инвестиционные возможности, которые предлагают наивысшую прибыль, связаны с наибольшим риском и неопределенностью. В этом отношении можно считать верной аксиому “Тот, кто больше рискует, получает большую прибыль”. В этом разделе мы ставим перед собой две цели.

Во-первых, мы проанализируем взаимосвязь риска и прибыли. Во-вторых, мы рассмотрим потребность ТНК в регулировании или минимизации риска.

Риск как компромисс

В литературе о международных финансах и инвестициях превалирует идея о том, что прибыль — это награда за риск. Например, если компания рассматривает несколько альтернативных инвестиционных проектов, то ожидаемая прибыль будет выше в тех случаях, в которых риск также выше. Компании, готовые нести большой риск при осуществлении своих инвестиций, могут ожидать большую прибыль.

Портфельные инвестиции в сравнении с прямыми

В качестве грани между прямым и портфельным инвестированием Министерство торговли США использует уровень владения 10% акций предприятия. С целью возможности анализа платежного баланса иностранные инвестиции в экономику США или инвестиции США в экономику других стран, предполагающие владение менее чем 10% акций компании, считаются портфельными. Прямым инвестированием Министерства торговли считается инвестирование, предполагающее контроль 10% акций компании и более.

Подход Министерства торговли обеспечивает простое и легко определяемое различие между прямым и портфельным инвестированием, базирующееся на концепции контро-

ля. Контролирующее инвестирование предполагает определенное участие инвестора в управлении фирмой и ее деятельностью. Контроль инвестора за управлением фирмой может реализовываться, например, через наличие у него права избирать одного или более членов совета директоров иностранной компании или зарубежного филиала.

Так как портфельные сделки могут осуществляться посредством покупок на рынке акций, такие сделки не являются неотъемлемой частью прямого инвестирования. Можно провести различие между так называемым рынком акций контролирующего инвестирования и рынком акций неконтролирующего, т. е. портфельного инвестирования. Первый в 1980-х годах быстро расширялся, и заключение сделок на контролирующее инвестирование на Нью-Йоркской фондовой бирже и других секторах рынка акций привело к суммарному снижению объема выпускаемых в обращение акций более чем на 100 млрд. долл. в год. Эти сделки включали приобретение контрольных пакетов акций американских компаний иностранными прямыми инвесторами, слияния местных фирм, выкупы контрольных пакетов акций за счет кредита и покупки компаниями ранее проданных акций. Рост значения сделок на контролирующее инвестирование как тенденция начал проявляться на рынке акций США, позже в 1980-х годах, — на британских и других рынках акций.

Размещение инвестиционных возможностей

Мы можем проанализировать взаимосвязь риска и прибыли в форме размещения инвестиционных возможностей (IOL). IOL обеспечивает двумерное изображение результатов инвестирования, получаемых инвесторами в зависимости от уровня риска, который они готовы нести. Например, на рис. 13.2а IOL указывает, что инвесторы в Нидерландах имеют возможность осуществлять инвестиции, получая прибыль ОА (уровень риска при этом составляет ОС) или ОВ (уровень риска при этом составляет ОD).

Относительно размещения инвестиционных возможностей необходимо сделать несколько замечаний. Во-первых, оно отражает оптимальные инвестиции и поэтому может считаться эквивалентом предельному уровню экономической эффективности. Во-вторых, получение более выгодных результатов невозможно, так как, по определению, предельный уровень экономической эффективности является размещением оптимальных инвестиций с различными уровнями риска. В-третьих, нет никакой разницы между прибылью, получаемой при заданном уровне риска при контролирующем и портфельном инвестировании.

На рис. 13.2а инвесторы, осуществляющие портфельное и контролирующее инвестирование, имеют равные или идентичные инвестиционные возможности. Однако при определенных условиях они могут иметь и разные инвестиционные возможности, т. е. возможности, обеспечивающие разную прибыль. Это происходит, когда имеет место несовершенство рынка, мешающее осуществлять инвестиции портфельным инвесторам, тем самым обеспечивая возможность получения большей прибыли инвесторами, проводящими контролирующее инвестирование. Инвестиционные возможности также могут различаться, когда несовершенство рынка заключается в том, что разные инвесторы (осуществляющие портфельные и контролирующие инвестиции) имеют разные инвестиционные возможности (рис. 13.2, б).

Инвесторы могут иметь разные инвестиционные возможности из-за существования нескольких видов несовершенства рынка. Эти виды включают:

1. **Несовершенство рынка, связанное с индивидуализацией своей продукции** (придание продукту характеристик, отличающих его от аналогичной продукции других фирм), увеличением числа модификаций продукта и расширением номенклатуры продукции (с выходом за пределы отрасли). Способность крупных ТНК тратить значительные средства на рекламу и дифференциацию продукции, которая дает им преимущество перед небольшими конкурентами. Посредством этого они могут получать большую прибыль обладая наибольшей долей рынка. Примером такой

компании является “Кока-Кола”, которая может получить высокий доход от своего зарубежного инвестирования посредством больших затрат, направленных на дифференциацию продукции. Дело в том, что портфельные инвесторы за пределами США, которые хотели бы вкладывать средства в местные фирмы, конкурирующие с “Кока-Кола”, найдут местную компанию не способной получить такую же высокую прибыль, как крупный прямой инвестор.

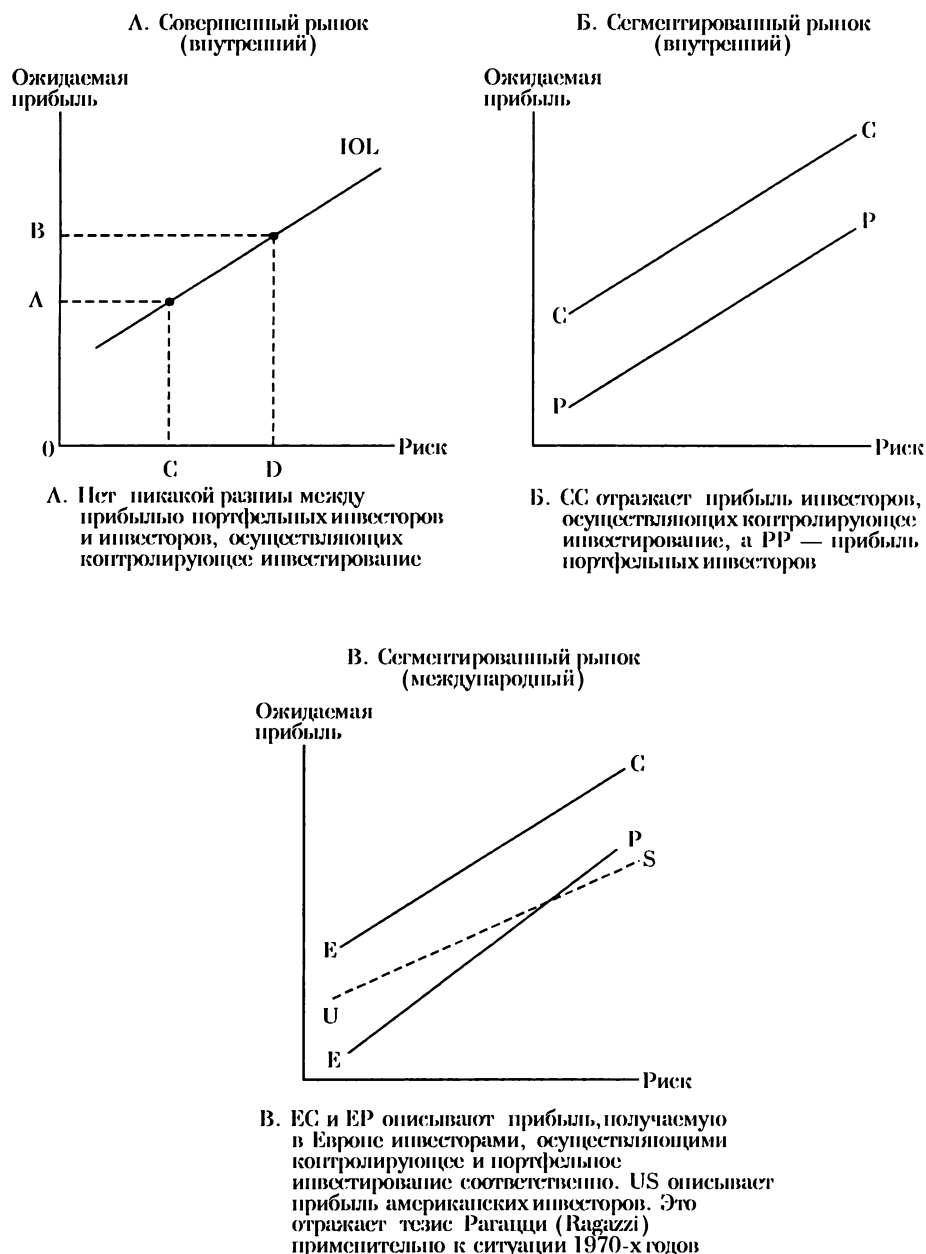


РИС. 13.2. РАЗМЕЩЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ПРИ УСЛОВИИ СОВЕРШЕННОГО И СЕГМЕНТИРОВАННОГО РЫНКОВ КАПИТАЛА

2. **Несовершенство рынка, связанное с качеством технологии.** Улучшенная технология может снижать издержки (технология производства) или повышать прибыль (технология продукта). В любом случае ТНК могут осуществлять в странах-реципиентах контролирующее (прямое) инвестирование, что обеспечит им более высокий доход, чем местным портфельным инвесторам, которые приобретают ценные бумаги, выпущенные местными (более технологически слабыми) компаниями.
3. **Несовершенство рынка, связанное с условиями рынка капитала.** При благоприятных условиях, существующих на местном рынке капитала, некоторые ТНК могли получать капитал по более низкой стоимости. Так было в случае американских ТНК до начала 1970-х годов и в случае японских ТНК с начала 1980-х годов. При таких условиях эти ТНК могли получать больший доход от своих мировых контролирующих инвестиций, чем местные компании-конкуренты. Кроме того, ТНК, получающие капитал по более низкой стоимости, могут осуществлять инвестирование, обеспечивающее предельно более низкий доход, чем у их конкурентов, базируясь на аксиоме рынка капитала о том, что доход от инвестиций должен, по крайней мере, быть равен стоимости капитала, приобретенного фирмой. В любом случае ТНК могут осуществлять в странах-реципиентах контролирующее инвестирование, что обеспечит им более высокий доход, чем местным портфельным инвесторам, которые приобретают ценные бумаги, выпущенные местными компаниями с более высокой стоимостью капитала.

Все эти иллюстрации свидетельствуют, что ТНК несут более низкие издержки или получают более высокий валовой доход из-за несовершенства арбитража на рынках факторов производства, продукции и/или финансовых рынках. Из-за существования описанных выше видов несовершенства рынка (при тех же рисках) доход ТНК выше, чем прибыль местных фирм. При таких условиях местные портфельные инвесторы получают меньшие доходы по ценным бумагам, выпущенным местными фирмами, но инвесторы, осуществляющие контролирующее инвестирование, получают большую прибыль от владения долей капитала местных фирм. Причиной меньшего ожидаемого дохода местных портфельных инвесторов может быть недостаток информации о компаниях или фондовых рынках меньшего размера, подверженных более широким колебаниям. Недостатков неэффективных рынков капитала можно избежать с помощью прямого инвестирования. ТНК, осуществляющие контролирующее (прямое) инвестирование, получают большую прибыль, чем местные портфельные инвесторы.

Тезис Рагацци применительно к 1980-м годам

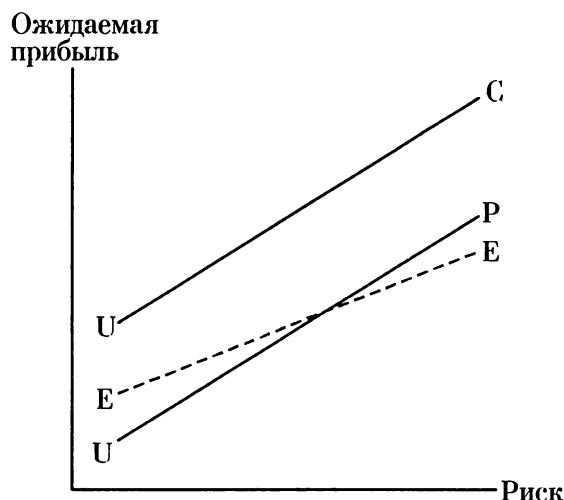
В 1973 г. Рагацци опубликовал анализ американского прямого инвестирования в Европе, основываясь на разделении размещения инвестиционных возможностей для контролирующего и портфельного инвестирования¹. Этот анализ показал, что европейские рынки акций страдают от несовершенства, в результате которого для контролирующего и портфельного инвестирования существуют разные IOL (рис. 13.2в). Это несовершенство рынков капитала частично базируется на способности американских инвестиционных компаний, занимающихся прямым (контролирующим) инвестированием, осуществлять в Европе крупномасштабные инвестиции, по некоторым причинам не доступные европейским компаниям (нехватка капитала, технологии или маркетинговых способностей). Рагацци отмечает, что американские ТНК способны осуществлять крупные инвестиции в производственной сфере и поэтому могут действовать на кривой ЕС (рис. 13.2в). Эта кривая являлась преобладающей для американского портфельного

¹ Ragazzi Giorgio, Theories of the Determinants of Direct Foreign Investment. IMF Staff Papers, (July 1973): 471—498.

IOL. Заметьте также, что американское IOL (US на рис. 13.2в) является преобладающим для большинства сегментов европейского портфельного IOL (EP).

Со времени публикации исследования Рагацци произошли некоторые подвижки, изменившие направление потоков DFI. В 1980-х годах приток европейского и японского прямого инвестирования в США начал превышать отток инвестирования США в эти регионы. Причинами этого изменения направления чистых потоков прямого инвестирования были:

- 1) разделение американского IOL на IOL для контролирующего и портфельного инвестирования;
- 2) унификация европейского IOL в единое размещение инвестиций (рис. 13.3). Табл. 13.13 содержит детали причины изменения чистых потоков прямых инвестиций.



- А. UC описывает прибыль инвесторов, осуществляющих контролирующее инвестирование в США.
- Б. UP описывает прибыль портфельных инвесторов в США.
- В. EE описывает прибыль европейских инвесторов.

РИС. 13.3. СЕГМЕНТИРОВАННОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ВОЗМОЖНОСТЕЙ В США

Регулирование риска

Декомпозиция риска

В предыдущем разделе мы рассматривали риск как неизбежную часть соотношения “риск—прибыль”. При этом мы считали риск неизменяющимся фактором. Этот подход действует, когда мы рассматриваем ТНК с точки зрения стремления к оптимизации мирового портфеля действующих инвестиций. Теперь мы будем рассматривать риск с управленческой точки зрения. Этот подход требует анализа риска как предмета декомпозиции, когда можно регулировать или даже устранять различные элементы риска.

ТАБЛИЦА 13.13 ПРИЧИНЫ ИЗМЕНЕНИЯ НАПРАВЛЕНИЯ ПОТОКОВ ПРЯМОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ ОТ БОЛЬШОГО ОБЪЕМА ЧИСТОГО ОТТОКА ИНВЕСТИЦИЙ ИЗ США В НАЧАЛЕ 1970-х ГОДОВ К МАЛОМУ ОБЪЕМУ В КОНЦЕ 1980-х ГОДОВ

Причины сегментации американского IOL:

1. Администрация Рейгана ослабляет антитрестовские ограничения и приступает к выполнению активного плана сокращения объема вмешательства государства в экономику в многих секторах (авиалинии, банковское дело). Европейские инвесторы воспринимают это как изменения, обеспечивающие возможности более выгодной деятельности в США. Американские инвесторы не разделяют эти ожидания, и американское контролирующее IOL возрастает по сравнению с американским портфельным IOL (см. рис. 13.3).
2. Создание в 1992 г. Единого Европейского рынка (European Single Market) заставило европейские компании назначать высокие премии за развитие деятельности в мировом масштабе, включая развитие значительной базы операций в США.
3. Увеличение разногласий в торговле между США и Японией, а также растущие опасения японских предпринимателей, что ограничения на торговлю США заставят японские компании назначить высокие премии за производство в США по сравнению с экспортом как средством обеспечения продукцией североамериканского рынка.
4. Растущий объем слияний компании в США, значительное расширение деятельности на фондовом рынке, контролирующего инвестирования и увеличивающаяся дихотомия определения стоимости акций для контролирующего инвестирования по сравнению с портфельным.

Причины унификации европейского IOL:

1. Крупные европейские ТНК “созрели” для контролирующих инвестиций, сходных с теми, которые ранее считались присущими лишь американским ТНК. Это “созревание” включает увеличение размера ТНК, доступ к большому числу источников капитала и международную ориентацию.
 2. Расширение и интеграция европейских рынков капитала, в результате которых исчезла значительная часть преимуществ заимствования средств корпоративными заемщиками в Нью-Йорке по сравнению с Лондоном, Парижем и Франкфуртом.
-

В табл. 13.14 мы рассматриваем три основных элемента риска, которому подвержена ТНК. Первый из них — корпоративная финансовая структура. Сюда включаются два важных вида риска: финансовый — неспособность компании выполнять свои долговые обязательства и трансляционные открытые валютные позиции, связанные с активами и пассивам ТНК, выраженными в иностранной валюте. При изменении обменных курсов валют компания может получать прибыль или нести убытки. Открытые валютные позиции и их регулирование мы рассмотрим в главе 16.

Второй основной элемент риска относится к систематическим мировым изменениям. Этот элемент включает риск изменений в мировой среде (например, экономических), в которой действует ТНК. Этот риск включает невыгодные тенденции изменения международных цен на товары, мировой экономической спад и неблагоприятные изменения международной институциональной среды. Примером последних является приостановка использования специальных кредитных средств МВФ для содействия странам, испытывающим значительные трудности с платежным балансом.

Третий основной элемент включает специфические (несистематические) риски, которым ТНК подвержена в данной стране. Они обычно включают различные экономические и политические факторы. Они могут принимать форму рисков ограничения перевода средств (возможного блокирования внешних платежей страной — реципиентом инвестиций), динамики экономического цикла страны, экспроприации, операционных валютных рисков и текущих валютных рисков.

ТАБЛИЦА 13.14 ДЕКОМПОЗИЦИЯ РИСКА ТНК

I. Относится к внутренней структуре ТНК	Корпоративная финансовая структура: финансовый риск неспособности осуществлять платежи по долгу и трансляционный валютный риск ТНК
II. Относится к мировой среде	Систематические мировые изменения: риск изменений в мировой среде, таких как невыгодные цены на товары и мировой экономический спад
III. Относится к специфическим факторам, связанным с деятельностью в данной стране	Несистематические (связанные с данной страной) риски: риски, связанные с динамикой экономического цикла, экспроприацией, трансляционные, операционные валютные и экономические открытые позиции под риском

Региональный риск

Региональный риск представляет собой исключительное значение для ТНК, занимающейся зарубежным инвестированием. Анализ этого риска мы проводили в главе 12 в связи с международным кредитованием и потребностью кредиторов в оценке этого риска. В этом исследовании мы указали, что анализ регионального риска может проводиться с разных точек зрения в зависимости от того, кто будет пользоваться его результатами: банковские кредиторы, экспортеры или инвесторы, занимающиеся прямым инвестированием. Прямые инвесторы обычно действуют в стране — реципиенте инвестиций в долгосрочном периоде, поэтому и анализ регионального риска должен проводиться с точки зрения долгосрочной перспективы. Основные значения для прямого инвестора представляют следующие элементы анализа этого риска:

- 1) стабильность местной экономики и отсутствие высокой инфляции;
- 2) адекватное отношение к инвестированию правительства страны — реципиента инвестиций;
- 3) отсутствие произвольного и изменчивого правительственного регулирования;
- 4) возможность свободного перемещения прибыли из страны — реципиента инвестиций;
- 5) возможность продать или ликвидировать инвестиции и вследствие этого отозвать средства из страны.

Существует несколько источников информации о региональном риске. Они включают отчеты исследовательской организации “Фрост энд Салливан” (Frost & Sullivan), обеспечивающие количественную и качественную информацию. Кроме того, “Интернейшнл рипортс” (International Reports) публикует ежемесячник “Интернейшнл кантри риск гайд” (International Country Risk Guide) с информацией

примерно о 80 странах. Один раз в полгода Institutional Investor публикует результаты опроса банкиров об их субъективных рейтингах стран-дебиторов¹.

Основными проблемами этих оценок являются: 1) использование характеристик прошлого для оценки будущих перспектив; 2) возможность того, что неучтенные события (политические и другие) окажут сильное воздействие на деятельность и прибыль компаний.

Меры регулирования регионального риска

Меры по регулированию регионального риска нужно предпринимать до начала осуществления инвестирования, продолжать применять во время обсуждения инвестирования с правительством страны-реципиента, проведения инвестирования эксплуатационного периода и закончить спустя некоторое время после того, как инвестиции ликвидированы или проданы.

Меры регулирования риска меняются от случая к случаю. Ниже кратко рассматриваются несколько избранных подходов:

1. *Предварительное обсуждение.* Основные вопросы обсуждения инвестирования с правительством страны — реципиента инвестиций включают размер и форму (акции или заем) начального инвестирования, объем местной рабочей силы, которую нужно нанять для работы над проектом, источники факторов производства (местные или импортируемые), время налогообложения, возможность и стоимость местного финансирования, объем и состав переводов (дивиденды, проценты, комиссии) и защиту первоначальных инвестиций и накопленной прибыли.
2. *Совместное предприятие.* Совместное предприятие — это предприятие, в котором два или более инвесторов осуществляют корпоративное инвестирование проекта, разделяя риск и прибыль. Совместные предприятия можно рассматривать как форму снижения риска, когда стороны снижают объем риска, который они несут при инвестировании объекта, обеспечивая лишь часть требуемого объема средств. Местные участники совместного предприятия могут также иметь политическое влияние, которое может снизить вероятность неблагоприятных действий правительства. ТНК принимают участие во многих совместных предприятиях в развивающихся странах. В конце 1980-годов стали популярными совместные предприятия в странах Восточной Европы. В 1989 г. количество совместных предприятий в Восточной Европе составляло 3300 и продолжало возрастать (см. дополнение 13.7). В 1990 г. “Дженерал моторз” (General Motors) (США) объявила о крупном инвестировании совместного предприятия в Венгрии для производства моторов и сборки автомашин совместно с “Раба” (Raba), государственным производителем грузовых автомобилей, дизельных двигателей и тракторов. Общий объем инвестирования должен был составить 150 млн. долл., из которых “Дженерал моторз” должна была предоставить более 100 млн. долл. Этот проект осуществлялся вслед за совместными предприятиями в автомобильной промышленности с участием крупных западных производителей автомобилей в Советском Союзе (“Фиат”), Восточной Германии (“Фольксваген”), Венгрии (“Судзуки”) и Польше (“Дейхатсу”, Daihatsu).

¹ Эти оценки регионального риска предоставлены: Фрост энд Салливан, инк” (Frost & Sullivan, Inc.), Вашингтон, Боукер ассосиэйтс” (Bowker Associates); “Интернейшнл рипортс, инк” (International Reports, Inc.); “Гентер рейманн эдитор энд паблишер” (Guenther Reimann, editor and publisher), Нью-Йорк; “Дрейк паблишерс” (Drake Publishers) и Institutional Investor, International Edition Institutional Investor, Inc. New York.

3. *Стратегии деятельности.* Для снижения регионального риска используется множество различных стратегий. Одной из них является планирование экспорта значительной части произведенной продукции, когда неустойчивость валюты может снизить долгосрочную стоимость местной прибыли и притоков наличности в твердой валюте. Другой стратегией является максимизация доли активов в местной валюте с целью уменьшить проблему валютных издержек, особенно если ожидается многократное снижение стоимости местной валюты. Высокая инфляция может вызвать серьезные проблемы, связанные с текущей деятельностью. В таких случаях финансовые стратегии будут заключаться в минимизации наличности и других активов, реальная стоимость которых в результате инфляции может уменьшиться.
4. *Страхование риска.* Правительственные агентства и частные страховые общества могут быть источниками страхования риска. Для обеспечения инвестиционных гарантий американским инвесторам в развивающихся странах Правительство США создало Корпорацию зарубежных частных инвестиций (ОРИС). Для страхования в ОРИС инвестирование должно быть новым проектом в стране — реципиенте инвестиций и эта страна должна заключить с США договор или соглашение об инвестировании.

Дополнение 13.7 КОЛИЧЕСТВО СОВМЕСТНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЕ РЕЗКО УВЕЛИЧИВАЕТСЯ

1989 г. оказался периодом значительного роста количества совместных предприятий с участием компаний Восточной и Западной Европы. Эта тенденция прослеживалась в данных, собранных располагающейся в Женеве Экономической комиссией ООН для Европы (ЭКЕ). Эта оценка подтверждает тенденции, обозначенные в отчетах о новостях в начале 1989 г.

По данным ЭКЕ, которая контролирует торговлю между Востоком и Западом, количество совместных предприятий, зарегистрированных только в постсоциалистических странах (Россия, Венгрия, Польша, Чешская Республика, Словакия, Болгария и Румыния) к концу 1989 г. достигло 2090 в сравнении с 165 в начале 1988 г. и 1375 в середине 1989 г. Необычайно высокий рост количества совместных предприятий наблюдался в России, где было зарегистрировано 1000 совместных предприятий в сравнении с 23 в начале 1988 г. и 700 в середине 1989 г. Резкое увеличение числа совместных предприятий наблюдалось также в Болгарии, Чешской Республике, Словакии, Венгрии и Польше. В Румынии не было зарегистрировано ни одного совместного предприятия.

По данным ЭКЕ о ситуации в России, где первый указ, легализовавший совместные предприятия, был выпущен в январе 1987 г., рост числа регистраций совместных предприятий привел к накоплению ими 2,45 млрд. руб. Эта цифра демонстрирует трехкратное увеличение только за 1989 г., она эквивалентна 1,62 млрд. долл. Увеличение активности совместных предприятий сопровождалось уменьшением среднего размера их уставного капитала с 6,9 млн. руб. в 1987 г. до 2,2 млн. руб. в течение первых девяти месяцев 1989 г. В то же время доля в совместных предприятиях иностранных участников в 1989 г. достигла 43% в сравнении с 35% в 1987 г.

В декабре 1988 г. закон был смягчен и иностранным партнерами было разрешено владеть большинством акций предприятия. В результате было зарегистрировано 65 компаний, где иностранные партнеры владели более чем 50% уставного капитала. Существовало также 19 совместных предприятий с долей иностранного капитала свыше 60% и 6 предприятий, где эта доля превышала 70%.

Дополнение 13.7 КОЛИЧЕСТВО СОВМЕСТНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЕ РЕЗКО УВЕЛИЧИВАЕТСЯ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Резкий рост деятельности совместных предприятий в Восточной Европе свидетельствует о скорости реакции рынка на прекращение холодной войны.

Вполне понятно, что наибольшую роль в появлении этих совместных предприятий сыграли страны, расположенные недалеко от Восточной Европы. На первое место вышли европейские страны, которые в прошлом имели с Восточной Европой торговые связи. Страны Европейского Сообщества приняли участие в 247 совместных предприятиях. США и Япония, крупнейшие прямые инвесторы в мировом масштабе, играли меньшую роль. США приняли участие только в 86 предприятиях, а Япония — в 18. Европейское Сообщество обеспечило 38% притока иностранного капитала, США — 12% и Япония — 2%.

К концу 1989 г. в России действовало 150 совместных предприятий, где было занято 15000 человек. Неудивительно, что львиную долю российских совместных предприятий составили промышленные компании: 49% совместных предприятий и 60% общего объема иностранного капитала.

Активная деятельность по созданию совместных предприятий продолжается и сейчас; основные источники их возникновения находятся в странах Западной Европы, особенно члены ЕС. Совместные предприятия продолжают специализироваться на промышленной сфере, учитывая знание производственных отраслей в России и других странах Восточной Европы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

При прямом зарубежном инвестировании инвестиционная компания получает возможность административного управления объектом инвестиций, посредством владения частью его акционерного капитала. Инвестор также перемещает часть активов, производства и продаж компании в страну — реципиент инвестиций. Прямое инвестирование является комплексной деятельностью, включающей перемещение капитала, контролирующее инвестирование, источник средств для зарубежной деятельности и движение платежей баланса.

Фирмы осуществляют прямое инвестирование, руководствуясь потребностями в рынках, в экономической эффективности производства, сырье, информации и технологии, а также в минимизации и диверсификации рисков. Экономические факторы, объясняющие причины осуществления прямого инвестирования, включают несовершенство рынка, роль правительства, интернализацию и эклектическую теорию, а также теорию портфеля.

США продолжают оставаться самым крупным участником прямого инвестирования как в качестве инвестора, так и в качестве реципиента инвестиций. В 1980-х годах США пережили переход от инвестирования в новые предприятия (создание) к поглощениям компаний. По оценке Министерства торговли США, поток DFI объединяет 3 основных компонента: отток капитала в форме инвестиций в акционерный капитал компании, отток капитала в форме займов, предоставляемых зарубежным дочерним предприятиям, и реинвестирование доходов этих дочерних предприятий.

Прямое инвестирование предполагает осуществление контролирующего инвестирования. Мы можем провести различие между рынками акций контролирующего и неконтролирующего (портфельного) инвестирования. Также мы можем проанализи-

ровать связь риска и прибыли инвесторов как размещение инвестиционных возможностей (IOL). IOL, двумерная модель результатов инвестирования, описывает оптимальные инвестиции и поэтому считается эквивалентом предельного уровня экономической эффективности инвестирования. Как инвесторы, осуществляющие контролирующее инвестирование, ТНК имеют лучшие возможности IOL в отличие от инвесторов, занимающихся неконтролирующим инвестированием.

Мы можем также назвать элементы риска, которые несет ТНК. Они включают финансовый риск, трансляционный валютный риск, региональный риск и мировой систематический риск.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение прямому инвестированию.
2. Когда компания предпочтет экспорт продукции в какую-либо страну осуществлению в ней прямого инвестирования? При каких условиях она предпочтет прямое инвестирование (местное производство) экспорту продукции?
3. Какие факторы наиболее важны для объяснения мотивации прямого инвестирования:
 - а) коммерческие мотивы?
 - б) экономические мотивы?
4. Какое определение вы дадите ТНК, учитывая ее наиболее важные характеристики? Как это определение совмещается с объяснением прямого инвестирования Дамминга?
5. Американская ТНК может осуществлять инвестирование в Европе или Латинской Америке. Имеются следующие данные:

	Прибыль, %	Риск, %	Корреляция дохода по данному проекту и прибыли по проекту в США
Европейский проект	20	20	0,50
Латиноамериканский проект	20	10	1,00
Внутренний рынок США	10	10	—

Какое инвестирование обеспечит портфель с меньшим значением риска, если 50% операций ведутся на внутреннем рынке США?

6. Как вы объясните резкий рост мировых потоков DFI в 1980-х годах?
7. Каково значение развивающихся стран как реципиентов прямого инвестиций? Как источников капитала для прямого инвестирования? Почему эти две роли так различаются?
8. Проведите различие между запасами и потоками прямого инвестирования. Каковы элементы ежегодного изменения позиции прямого инвестирования США?
9. Какую роль играет британское прямое инвестирование в США? Какие факторы эта роль отражает больше: связанные с деятельностью конкретной фирмы или с местом осуществления инвестиций?

10. Министерство торговли США назвало 6 важнейших факторов, определяющих приток прямого инвестирования. Каковы эти факторы?
11. Говорит ли анализ географических сегментов компании что-либо о ее многонациональности? Объясните.
12. Объясните, каким образом размещение инвестиционных возможностей может использоваться для демонстрации осуществления прямого инвестирования. Рагацци использует этот подход для объяснения DFI США в Европе в 1970-х годах. Актуален ли его анализ сейчас?
13. При каких условиях контролирующее инвестирование может обеспечивать более высокую прибыль владельцам акций предприятия по сравнению с портфельным?
14. Опишите виды риска, который несет ТНК. Какие из них связаны с внешней по отношению к ТНК средой?
15. Приведите пример стратегии деятельности, используемой ТНК для регулирования регионального риска.

Случай 1. КРУПНЕЙШИЕ ПРОМЫШЛЕННЫЕ КОРПОРАЦИИ МИРА

В 1993 г. 100 крупнейших промышленных корпораций мира включали 32 корпорации из США, 23 из Японии, 3 из Германии, 6 из Франции и 5 из Великобритании.

Таблица из журнала "Форчун" (25 июля 1994 г.) содержит список 50 крупнейших корпораций и некоторую относящуюся к ним информацию.

Основываясь на этой информации и знаниях, полученных в процессе чтения этой главы, ответьте на следующие вопросы:

1. Почему крупнейшими по размеру промышленными корпорациями являются ТНК именно этих (указанных) стран?
2. Почему промышленный сектор представлен несколькими конкретными отраслями (см. таблицу) Какие отрасли не представлены и почему?

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПО ОТРАСЛЯМ 50 КРУПНЕЙШИХ ПРОМЫШЛЕННЫХ КОМПАНИЙ, 1993 Г.

Автомобильная промышленность	11	Производство научного и фотооборудования	2
Нефтеперерабатывающая промышленность	10	Металлообрабатывающая промышленность	2
Электронная промышленность и промышленность средств вычислительной техники	10	Табачная промышленность	1
Химическая промышленность	6	Косметическая и мыловаренная промышленность	1
Пищевая промышленность	4	Производство промышленного и сельскохозяйственного оборудования	1
Аэрокосмическая промышленность	2	Всего	50

КРУПНЕЙШИЕ ПРОМЫШЛЕННЫЕ КОРПОРАЦИИ МИРА

Место 1993	Страна	Продажи, млн. долл.	Прибыль		Активы		Акционерный капитал		Служащие	
			млн. долл.	Место	млн. долл.	Место	млн. долл.	Место	Количество	Место
1	США	133621,9	2465,8	7	188200,9	3	5597,5	85	710800	1
2	США	108521,0	2529,0	6	198938,0	2	15574,0	11	322200	7
3	США	97825,0	5280,0	1	84145,0	7	34792,0	3	91000	66
4	Велико- британия	95134,4	4505,2	2	99664,6	4	51505,6	1	117000	43
5	Нидер- ланды	85283,2	1473,9	21	88150,0	5	44593,1	2	109279	51
6	Япония	68581,8	605,0	69	187217,7	6	28898,1	6	330637	6
7	США	62716,0	(8101,0)	494	81113,0	8	19738,0	9	267196	9
8	Япония	61384,5	227,0	164	80006,2	9	32118,6	5	254059	11
9	США	60823,0	4315,0	3	251506,0	1	25824,0	7	222000	14
10	Германия	59102,0	364,0	119	52271,3	11	10108,7	35	366736	4
11	США	56576,0	2084,0	11	40585,0	27	16474,0	10	61900	102
12	Япония	53759,8	805,5	481	71564,0	10	15427,7	12	143310	30
13	Велико- британия	52485,4	923,6	41	45828,9	19	14403,1	13	72600	86
14	Южная Корея	51345,2	519,7	82	50492,4	15	7273,2	55	191303	18
15	США	50621,0	3091,0	5	51205,0	14	11627,0	22	173000	21
16	Италия	50488,1	—	—	—	—	—	—	366471	5
17	Германия	50381,3	1112,6	35	46194,6	18	11700,7	21	391000	3
18	Германия	46311,9	(1232,4)	489	45586,7	20	6474,8	66	251643	12
19	США	43600,0	(2,551,0)	493	43830,0	24	6836,0	60	128000	38
20	Япония	42917,2	112,5	255	52252,8	12	10915,3	26	175000	20
21	Велико- британия	41842,6	1946,2	15	24735,5	49	6948,9	58	302000	8
22	Нидер- ланды	38894,5	1953,3	14	30233,9	40	10524,2	28	209755	15
23	Франция	37016,3	188,9	195	45455,5	21	14206,5	14	94000	60
24	Япония	35797,9	219,6	171	28526,2	41	9446,7	40	91300	65
25	Италия	34791,3	266,6	153	51912,7	13	9453,3	39	106391	53

КРУПНЕЙШИЕ ПРОМЫШЛЕННЫЕ КОРПОРАЦИИ МИРА

Место 1993	Страна	Продажи, млн. долл.	Прибыль		Активы		Акционерный капитал		Служащие	
			млн. долл.	Место	млн. долл.	Место	млн. долл.	Место	Количество	Место
26	Италия	34706,7	1134,3	33	48898,4	17	10660,8	27	260351	10
27	Япония	34602,5	141,8	224	41698,1	26	12984,0	17	130000	35
28	США	34359,0	1068,0	37	26626,0	44	10279,0	31	32514	215
29	Япония	33175,9	61,2	311	39451,3	28	7637,3	51	147910	27
30	США									
	(E.I. Du Pont de Nemours)	32621,0	555,0	77	37053,0	31	11230,0	24	114,000	44
31	США	32123,0	1265,0	24	34736,0	35	13997,0	15	47576	139
32	Нидерланды									
	Филипс Электроникс (Philips Electronics)	31665,5	1057,8	38	23769,5	52	5879,7	80	238500	13
33	Южная Корея	30893,4	482,6	91	44352,1	22	7367,6	54	76986	81
34	США									
	Проктер энд Гэмбл (Procter & Gamble)	30433,0	(656,0)	479	249350	47	7441,0	53	103500	54
35	Франция	299748	189,1	194	35920,1	33	5723,4	83	139733	31
36	Япония	29093,9	(349,1)	469	351049	34	10331,1	30	163990	24
37	Япония									
	Мицубиси Электрик (Mitsubishi Electric)	28779,8	191,8	190	327645	38	7909,1	50	111053	47
38	Швейцария									
	ABB Эси Браун Бовери (Abb Asea Brown Boveri)	28315,0	68,0	304	24904,0	48	3528,0	139	206490	16
39	Германия	27844,8	281,8	144	22484,6	61	6418,5	68	170161	22
40	Франция									
	Алькател Альстом (Alcatel Alsthom)	27599,4	1246,7	27	43938,3	23	10142,9	34	196500	17
41	Япония									
	Мицубиси Моторз (Mitsubishi Motors)	27310,9	51,8	323	23582,3	54	3989,1	118	46000	148
42	Мексика									
	Пемекс (PEMEX) (Petroleos Mexicanos)	26572,9	970,8	40	49294,0	16	34710,9	4	106951	52
43	Япония									
	Мицубиси Хэви Индастриз (Mitsubishi Heavy Industries)	25804,0	740,1	48	39229,4	29	10929,1	25	68057	94
44	Франция	25669,1	(249,5)	458	21393,8	62	8537,3	42	143700	29
45	Япония									
	Ниппон Стeel (Nippon Steel)	25480,5	(501,3)	476	42444,2	25	9491,0	38	50458	128
46	США	25336,0	1820,0	16	28486,0	42	13665,0	16	46317	147
47	США	25285,0	1244,0	28	20450,0	67	8983,0	41	134400	34
48	США	25020,7	1587,9	19	23705,8	53	6338,7	70	423000	2
49	Германия	24797,1	802,4	46	23093,4	59	10,164,4	33	151900	26
50	Германия	24531,9	518,7	83	23200,9	58	8449,2	44	112020	45
	Басф (BASF)									

Источник. Fortune Magazine, July 25, 1994, p. 143.

Случай 2. DOW CHEMICAL COMPANY (ДАУ КЕМИКАЛ) — ГЕОГРАФИЧЕСКИЕ СЕГМЕНТЫ

Таблица “Дау кемикал” содержит отчеты по географическим сегментам компании за трехлетний период.

1. Является ли “Дау” компанией хорошо диверсифицированной географически? Какая дополнительная информация вам потребуется, чтобы полнее ответить на этот вопрос?
2. Валовой объем переводов средств между регионами в 1991 г. достиг 2110 млн. долл. Эти переводы оставляют чуть меньше 11% объема продаж фирмам клиентам, не являющимся отделениями компании. Объясните значение этих переводов?
3. Используя следующую формулу, подсчитайте коэффициент доходности деятельности для каждого географического сегмента за каждый год.:

$$\text{Коэффициент доходности} = \frac{\text{Прибыль от основной деятельности}}{\text{Объем продаж}}$$

Существуют ли тенденции для всех филиалов как для единого целого?

Отличаются ли тенденции для каждого сегмента?

Как вы можете объяснить эти различия?

“ДАУ КЕМИКАЛ КОМПАНИ” И ЕЕ ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ, МЛН. ДОЛЛ.

	США	Европа	Другие регионы мира	Внутрифирменное исключение взаиморасчетов	По всем филиалам компании
1991					
Объем продаж клиентам, не являющимся филиалами компании, долл.	9079	5881	3847		18807
Переводы средств между регионами	1376	352	382	(2110)-	
Особые расходы	1113	56	201		370
Прибыль от основной деятельности	1136	372	173		1681
Идентифицируемые активы	13851	6462	4414		24727
Валовой объем активов длительного пользования	10851	6659	3153		20663
Капиталовложения	1071	644	193		1908
1990					
Объем продаж клиентам, не являющимся филиалами компании, долл.	9494	6278	4001		19773
Переводы средств между регионами	1344	418	361	(2123)-	
Прибыль от основной деятельности	1622	692	504		2818
Идентифицируемые активы	13074	6654	4225		23953
Валовой объем активов длительного пользования	10037	6108	3004		19149
Капиталовложения	1063	817	239		2119
1989					
Объем продаж клиентам, не являющимся филиалам компании, долл.	8084	5523	3993		17600
Переводы средств между регионами	1157	331	194	(1682)-	
Прибыль от основной деятельности	1876	1160	974		4010
Идентифицируемые активы	12223	5467	4318		22008
Валовой объем активов длительного пользования	9162	4733	2805		16700
Капиталовложения	955	562	239		1756

* Между дочерними филиалами при составлении сводного финансового отчета материнской компании.

Источник: “Дау Кемикал Компани” (Dow Chemical Company), Annual Report, 1991.

Краткая библиография

- Arpan, Jeffrey, and David Ricks. "Foreign Direct Investment in the U.S. 1974-84," *Journal of International Business Studies*, Fall 1986, pp. 149-154.
- Buckley, Peter, and Mark Casson. *The Economic Theory of the Multinational Enterprise*, London: Macmillan, 1985.
- Buckley, Peter, and Mark Casson. *The Future of the Multinational Enterprise*: London: Macmillan, 1976.
- Dunning, John H. "The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions," *Journal of International Business Studies* (Spring 1988), pp. 1-31.
- Dunning, John H. "Foreign Direct Investment in the European Community: A Brief Overview," *Multinational Business*, No. 4, Winter 1989, pp. 1-9.
- Dunning, John. *International Production and the Multinational Enterprise*, London: Allen and Unwin, 1981.
- Dunning, John. "Trade Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach," in Bertil Ohlin, Per-Ove Hesselborn, and Per Magnus Wijkman, eds. *The International Allocation of Economic Activity*. New York: Holmesand Meier, 1977, pp. 395-418.
- Foreign Direct Investment in the U.S.; Review and Analysis of Current Developments*. Washington, DC: U.S. Department of Commerce, August 1991.
- Gordon, Sara L., and F. Lees. *Foreign Multinational Investment in the United States: Struggle for Industrial Supremacy*, Westport, CT: Quorum Books, 1986.
- "Multinational Capital Budgeting, Foreign Investment Under Subsidy," *California Management Review*, Fall 1982, pp. 22-32.
- Hamill, Jim. "British Acquisitions in the United States," *National Westminster Bank Quarterly Review*, August 1988, pp. 2-17.
- International Direct Investment: Global Trends and the U.S. Role*. Washington, DC: U.S. Department of Commerce, International Trade Administration, 1984.
- Lall, Sanjaya. "Monopolistic Advantages and Foreign Involvement by U.S. Manufacturing Industry," *Oxford Economic Papers*, Vol. 32, 1980, pp. 102-122.
- Madura, Jeff. "A Valuation Model for International Acquisitions," *Management Decision*, Vol. 29, No. 4, 1991, pp. 31-38.
- Parry, Thomas G. "Internalization as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Critique," *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 121, No. 3, September 1985, pp. 564-69.
- Ragazzi, Giorgio. "Theories of the Determinants of Direct Foreign Investment," *IMF Staff Papers*, July 1973, pp. 471-498.
- Scaperlanda, A.E., and L.J. Mauer. "Determinants of U.S. Direct Investment in the E.E.C." *American Economic Review*, September 1969, pp. 558-568.
- Scholl, Russell, Raymond Mataloni, Jr., and Steve Bezirganian. "The International Investment Position of the United States in 1991," *Survey of Current Business*, Vol. 72, No. 6, June 1992, pp. 46-59.

Зарубежные филиалы: финансирование, налогооб- ложение и стоимость капитала

ОБЗОР АЛЬТЕРНАТИВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДОЧЕРНЕЙ КОМПАНИИ ТНК

Финансирование ТНК принимает множество форм. Если речь идет о внутренних корпоративных финансах, различают финансирование посредством предоставления займов и финансирование путем выпуска новых акций. При рассмотрении финансирования филиалов ТНК также важно различать внутрифирменные займы и источники финансирования, являющиеся для ТНК внешними. В международном масштабе финансы могут пересекать и валютные, и национальные границы.

Данная глава описывает альтернативы финансирования зарубежных филиалов и параметры налогообложения в управлении финансовой деятельностью в международном масштабе. На теоретическом уровне эти предметы объединяются в концепции стоимости капитала ТНК за вычетом налогов. Применение данных понятий в управлении международными денежными операциями, открытыми валютными позициями под риском, а также в процессе составления смет международных капиталовложений и их окупаемости более подробно рассматривается в главах 15, 16 и 17.

Табл. 14.1 содержит набор параметров финансирования филиала ТНК в Исландии. Это финансирование может осуществляться, например, путем выпуска новых акций, источники которого могут быть как внутренними, так и внешними. Во втором случае ТНК может рассматриваться как “совместное предприятие” с другой фирмой.

Источниками такого финансирования также могут быть индивидуальные инвесторы или владельцы акций. Финансирование посредством займов тоже может осуществляться из внутренних или внешних источников. При осуществлении внутрифирменного финансирования путем выпуска новых акций или займов происходит перемещение финансовых средств от одной части мировой финансовой сети ТНК к другой. Посредством таких внутренних переводов ТНК осуществляет контроль значительной части деятельности дочернего предприятия. Поэтому существует довольно устойчивая связь между финансовым и административным контролем, независимо от того, осуществляется ли финансирование ТНК путем выпуска новых акций или займов. Обычно предполагается, что наиболее сильный контроль осуществляется в случае финансирования посредством выпуска новых акций. Однако финансирование

посредством внутрифирменных займов обеспечивает механизм регулярной выплаты основной суммы займа и процентов, а следовательно, и регулярную “репатриацию” накопленных дочерней компанией денежных средств.

ТАБЛИЦА 14.1 ПАРАМЕТРЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДОЧЕРНЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ В ИСЛАНДИИ

Источники	Способы осуществления	Юридические формы	Характеристики
<ul style="list-style-type: none"> Внутренние по отношению к ТНК <ul style="list-style-type: none"> – материнская компания – другие дочерние предприятия данной компании (в частности, возможно использование их накопленных доходов) – накопленные доходы исландской дочерней компании Внешние 	<ul style="list-style-type: none"> Источники принадлежности страны национальной материнской компании <ul style="list-style-type: none"> – через корпоративную материнскую компанию – напрямую Исландские (местные) источники Третьи страны <ul style="list-style-type: none"> – напрямую – через другие дочерние предприятия, данной материнской компании 	<ul style="list-style-type: none"> Займы, полученные: <ul style="list-style-type: none"> – от материнской корпорации – от других дочерних предприятий данной материнской компании <ul style="list-style-type: none"> – банков и кредитно-финансовых учреждений – на международном евро-валютном рынке – на рынке международных облигаций – на исландских (местных) рынках – на финансовых рынках третьих стран Акции, которыми владеют <ul style="list-style-type: none"> – материнская корпорация – сестринские компании – партнеры по совместному предприятию, не являющиеся дочерними фирмами данной материнской компании – индивидуальные исландские (местные) инвесторы 	<ul style="list-style-type: none"> С гарантией материнской компании Без гарантий Исландская (местная) валюта Валюта страны происхождения ТНК Валюта третьей страны Хеджирование с помощью иностранной валюты без хеджирования краткосрочные <ul style="list-style-type: none"> – торговые финансы долгосрочные денежные средства товары

¹ Другие дочерние предприятия данной родительской компании.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Представить широкий спектр альтернативных вариантов финансирования ТНК.
2. Описать стратегии перевода средств ТНК и гарантии материнской компании.
3. Описать различия в национальных налоговых режимах и воздействие налогообложения на ТНК.
4. Подробно объяснить принципы налогообложения зарубежной деятельности ТНК, практикуемые в США.
5. Проиллюстрировать, каким образом ТНК управляет переводами средств.

6. Рассмотреть стоимость капитала ТНК отдельно и в сравнении с фирмой, действующей в пределах только одной страны.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> считающийся уплаченным отсрочка выплаты задолженностей по налоговым платежам двойное налогообложение внешние средства зарубежное отделение компании зарубежная дочерняя компания налоговая скидка на уплаченные за рубежом налоги сумма налогов, подлежащих уплате в мировом масштабе суммирование внутренние средства предельные затраты на капитал¹ предельный доход на инвестированный капитал национальная корпоративная система 	<ul style="list-style-type: none"> Корпорация зарубежных частных инвестиций гарантии материнской компании управление переводами средств репатриация закон о доходах 1962 г. (Revenue Act of 1962) снижение риска прибыль, подлежащая налогообложению по статье F налоговое убежище налоговая льгота метод освобождения от налогов по территориальному принципу налог на добавленную стоимость налог с суммы дивидендов, распределяемых среди держателей акций подход всемирного действия льгот

СОКРАЩЕНИЯ			
MCC	— предельные затраты на капитал	НДС	— налог на добавленную стоимость
MRI	— предельная отдача инвестиций		

Параметры финансирования

И внутренние, и внешние источники средств ТНК различаются по ряду параметров, включая срок финансирования, валюту его выражения, географическое и институциональное распределение. Эти параметры мы можем рассмотреть в соответствии с видом рынка капитала, который является источником этих средств. Такими источниками могут быть внутренние рынки капитала, где инструментами получения кратко- и долгосрочных средств служат овердрафты², банковские краткосрочные займы для покрытия необходимости в средствах до получения причитающейся суммы и среднесрочные ссуды с возможностью дисконтирования. Источники долгосрочных средств включают долгосрочное банковское кредитование, финансирование аренды, а также облигации или акции. Альтернативой внутренним рынкам капитала являются международные рынки капитала, которые были подробно описаны в предыдущих главах. Среди них выделяются евровалютные рынки и рынки международных облигаций, включающие рынки еврооблигаций и рынки иностранных облигаций. На выбор источника финансирования ТНК оказывают влияние следующие факторы: 1) потребность в сохранении или усилении административного контроля за дочерней компании; 2) потребность в

¹ Связанные с привлечением дополнительного капитала. (Прим. ред.)

² Кредиты по текущему счету. (Прим. ред.)

получении от нее регулярных и контрактных притоков средств; 3) выбор объекта финансирования (основной капитал, чистая дебиторская задолженность и т. д.); 4) элементы других коммерческих стратегий, включая минимизацию суммы всех налогов, уплачиваемых в мировом масштабе, и развитие делового сотрудничества с национальными и международными финансовыми учреждениями; 5) ожидания управляющих финансами ТНК относительно изменений процентных ставок, обменных курсов и других издержек финансирования на рынках, которые ТНК может рассматривать как источники финансирования; 6) стремление минимизировать различные риски, в том числе финансовые, валютные и политические.

В случае внутрифирменного финансирования различие между финансированием посредством предоставления займов и выпуска новых акций стирается. В обоих случаях источником средств для финансирования филиала может быть любая часть мировой финансовой сети ТНК и существует необходимость выбора страны-источника и валюты финансирования. В случае дочерней компании, находящейся под национальной юрисдикцией, например в Исландии, определенные соображения могут заставить фирму предпочесть финансирование посредством выпуска новых акций финансированию с помощью займов. В некоторых странах, особенно в Исландии и многих развивающихся странах, местные власти настаивают на том, чтобы материнская компания взяла на себя обязательство по осуществлению определенного объема финансирования посредством выпуска новых акций до перехода дочерней компании под правительственную юрисдикцию. Таким образом они стремятся получить гарантию того, что ТНК будет действовать в их стране. Для получения такой гарантии власти могут настаивать на “резервировании” определенной доли акций за материнской компанией.

В случае финансирования посредством внешних займов задача ТНК усложняется. В этом случае решение ТНК будет варьироваться в зависимости от политики материнской компании. Обычно решение относительно финансирования с помощью долгосрочных займов принимается региональным финансовым отделом или финансовой организацией материнской компании ТНК. Управляющие финансами местной дочерней компании обычно отвечают за финансирование оборотных средств.

Внутренние и внешние средства

Из года в год каждая дочерняя компания испытывает потребность во внешних (относительно ее самой) средствах. Эта потребность связана с 1) накоплением компанией внутренних средств (прибыли и амортизационных отчислений) и 2) темпами роста компании. Вполне допустимо, что медленно растущие компании, получающие большую прибыль, могут накапливать внутренние средства и не иметь потребности во внешних. Быстрорастущие дочерние компании, получающие низкую прибыль, напротив, могут иметь значительную потребность во внешних средствах. Некоторые дочерние компании могут вообще не нуждаться во внешнем финансировании или требовать небольшое количество внешних средств из-за своей доходности и возможности накапливать средства, прирост которых превышает их потребность в финансировании. Другие, напротив, могут иметь большую потребность во внешнем финансировании, обусловленную высоким темпом роста активов и ограниченным притоком средств.

В случае дочерних компаний, накапливающих средства, основной вопрос — это “какая компания должна послужить источником финансирования потребностей в средствах системы ТНК?” (На этот вопрос мы ответим в разделе “Налогообложение международной деятельности”). С чисто налоговой точки зрения фирма будет перемещать средства таким образом, чтобы минимизировать налогообложение всей системы. Однако переводы прибыли в форме распределения дивидендов предполагают и юридический и финансовый перевод. ТНК могут их разделять. Вариантами действий

дочерней компании, которая платит материнской компании значительные дивиденды, являются следующие.

1. Предоставление другим дочерним фирмам более длительного срока платежа при продаже им по открытому счету¹.
2. Погашение задолженностей другим дочерним компаниям в более краткие сроки при осуществлении у них покупок по открытому счету.
3. Использование отпускных (трансфертных) цен² при перемещении средств от компании, испытывающей в них избыток, к компании, нуждающейся в них.

В случае компаний, испытывающих потребность в средствах, фирма может искать источники финансирования за пределами системы ТНК. В таких случаях выбор источника зависит от вида необходимых средств — краткосрочных (евровалютный или местный банковский заем) или долгосрочных (еврооблигации или среднесрочный банковский заем). Если существует потребность в краткосрочных средствах и нужно минимизировать валютный риск, следует предпочесть местные банковские займы в местной валюте. Напротив, если процентные издержки становятся для дочернего предприятия и системы ТНК обременительными, фирма может предпочесть евраюлуты с низкими процентными ставками. Если фирме необходимы среднесрочные средства, ей придется искать компромисс между низкой стоимостью (при получении займа в твердой валюте) и минимальным валютным риском (при получении займа в неконвертируемой валюте).

Мобилизация средств системы

Система ТНК является сложной организацией, включающей несколько видов организационных единиц. Каждые две единицы могут иметь между собой множество различных связей. На рис. 14.1. представлен обзор финансовых связей системы. Если система состоит из материнской компании, региональной финансовой штаб-квартиры и двух действующих дочерних фирм, число финансовых связей равно шести. С увеличением количества единиц в системе число финансовых связей растет в геометрической прогрессии. Через каждую финансовую связь осуществляется множество различных сделок. Например, связь № 1 может включать: а) паевые вложения в акции (дочерней компании), осуществляемые материнской компанией; б) займы, предоставляемые материнской компанией дочерней; в) куплю-продажу методом открытого счета; г) увеличение или уменьшение срока выплаты при купле-продаже методом открытого счета; д) продажу основного капитала другой единице системы; е) отпускные трансфертные цены; ж) переводы дивидендов; з) выплаты займов; и) выплаты процентов; к) оплату услуг.

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ СТРАТЕГИИ И ФИНАНСОВАЯ СРЕДА

Мы уже выяснили, что ТНК может использовать различные альтернативные варианты финансирования (см. табл. 14.1). Нужно также отметить, что различные системы ТНК могут нуждаться в разных видах финансирования. Эти различия возникают из-за неприятия риска, накопления внутренних средств и различий в финансовых средах, в которых действуют системы ТНК. Ниже мы рассмотрим модели или наборы альтернативных стратегий, которые могут быть использованы ТНК, и опишем роль этих стратегий в альтернативных вариантах финансирования. Стратегии управления более подробно описываются в главе 15.

¹ Форма расчетов, при которой покупатель периодически оплачивает задолженности. (Прим. ред.)

² Отпускные цены — цены, действующие при расчетах между предприятиями одной фирмы. (Прим. ред.)



РИС. 14.1. ФИНАНСОВЫЕ СВЯЗИ СИСТЕМЫ ТНК

Управление денежными средствами

Система ТНК накапливает высокий процент денежных требований в форме внутренних потоков средств. Распределение этих потоков мы определяем как управление денежными переводами.

Дочерние компании различаются своей прибыльностью и способностью к самофинансированию. Компании, накапливающие собственные средства, получают внутренний приток средств, превышающий их потребности. У компаний, нуждающихся в средствах, потребности намного превышают этот внутренний приток. Система ТНК направляет излишние средства единицам, испытывающим в них потребность, руководствуясь определенными ограничениями. Эти ограничения включают анализ налоговой структуры, состояния финансовых рынков и необходимость контролировать валютные, региональные (политические и экономические) и финансовые риски. ТНК может направлять средства нуждающимся в них дочерним компаниям из общего фонда системы, если система при этом не будет подвержена излишнему валютному риску. Региональный риск можно снизить посредством получения займов в местных банках, даже если это предполагает дополнительные затраты. Фирма может стремиться минимизировать размер своих мировых налоговых платежей, которые налагают ограничения на переводы прибыли от одной единицы системы к другой при условии наличия низких налоговых ставок. Переводы могут принять форму дивидендов, выплаты займов, процентов и вознаграждений и даже средств, полученных в результате стратегии установления трансфертных цен.

Различия процентных ставок и валютных курсов

Многие дочерние компании ТНК располагаются в странах, где существуют различные процентные ставки и инфляция. Можно проанализировать паритетные условия в нескольких валютах или странах, где действуют дочерние компании. Посредством этого анализа управляющие финансами выявляют несоответствия этим условиям. Мы должны помнить, что паритетные условия (глава 4) используются для того, чтобы выяснить, является ли стоимость валют завышенной или заниженной, а реальные процентные ставки более высокими или низкими в любой из стран, где расположены дочерние компании ТНК. Реальный валютный курс — это обменный курс, определенный с учетом изменения уровня цен в соответствующих странах. Основное правило заключается в том, что следует получать займы в валютах, стоимость которых завышена, и выплачивать займы в валютах, стоимость которых занижена, после их определения с учетом процентных ставок. Эту концепцию демонстрирует пример в дополнении 14.1.

Дополнение 14.1 ПАРИТЕТНЫЕ УСЛОВИЯ: ВАЛЮТЫ С ЗАВЫШЕННОЙ И ЗАНИЖЕННОЙ СТОИМОСТЬЮ

Для иллюстрации так называемых паритетных условий мы воспользуемся данными в приведенной ниже таблице. Нашей целью является выявить наиболее привлекательную для расположенной в США системы ТНК валюту выражения займа. В таблице указаны темпы инфляции в четырех странах за последние 12 месяцев. Предположим, что эти темпы сохраняются. Они частично обусловлены изменениями обменных курсов относительно доллара США: снижением индекса испанской песеты и повышением индекса немецкой марки. В Испании и Великобритании, где темпы инфляции были выше, чем в США, стоимость песеты и фунта стерлингов снизилась по отношению к стоимости доллара. Для сравнения: в Германии стоимость немецкой марки возросла. Темпы инфляции в Германии были ниже, чем в США.

Процентные ставки определяют состояние рынка в будущем. В Великобритании и Испании они выше, чем в США, что отражает наличие в этих странах более высоких темпов инфляции по сравнению с США и ожидание, что они останутся на прежнем уровне. Процентные ставки в Германии ниже, что соответствует ожиданию, что темпы инфляции там будут ниже, чем в США.

Внизу таблицы мы увидим, что сравнение темпов инфляции и изменений обменных курсов свидетельствует о том, что курс фунта стерлингов немного занижен относительно доллара США, а курсы немецкой марки и песеты завышены. Сравнение обменных курсов и процентных ставок говорит о том, что курсы всех трех валют завышены относительно доллара США. Знаки “+” и “–” показывают оценку будущих изменений валютных курсов.

	США	Великобритания	Германия	Испания
Темпы инфляции (последние 12 месяцев)	4%	7%	2%	10%
Изменение обменного курса	—	–4	+4	–1
Процентная ставка	8	14	5	11
Разница в темпах инфляции ¹		+1	–2	–5
Разница в процентных ставках ²	—	–2	–1	–2

¹ Разница в темпах инфляции (темпы инфляции в США — темпы инфляции в данной стране) минус изменение обменного курса.

² Разница в процентных ставках (процентная ставка в США — процентная ставка в данной стране) минус изменение обменного курса.

Гарантии материнской компании ТНК

Во всех случаях, независимо о места принятия решения, управляющие финансами должны рассмотреть вопрос о гарантии финансирования задолженности дочерней компании материнской компанией. Практика предоставления гарантий широко варьируется. Согласно исследованию Роббинса (Robbins) и Стобаха (Stobaugh), ТНК с небольшим объемом зарубежных продаж (менее 100 млн. долл.) имеют тенденцию не гарантировать займы своих дочерних компаний¹. Объем зарубежных продаж этих компаний не настолько велик, чтобы требовать таких гарантий. Кроме того, их деятельность больше ориентирована на продажи и представительские офисы, чем на развитие производственных мощностей. Следовательно, гарантирован должен быть, по крайней мере, долгосрочный долг. Гарантии обычно предоставляют средние по размеру фирмы. С помощью этого они достигают небольшого снижения стоимости займа или выгодного для себя изменения других элементов договора займа. Некоторые известные крупные фирмы (с объемом продаж более 500 млн. долл.) обычно предпочитают не давать гарантий. Компании в этой категории имеют достаточный размер, для того чтобы убедить банки вступить с ними в договоренность без значительных дополнительных издержек, связанных с договорами займа. Кроме того, если материнская компания не предоставляет гарантий, будет существовать дополнительный контроль “агентских издержек”, связанных с дочерней компанией ТНК. Однако размер этой выгоды для большинства ТНК достигает небольшой величины. Этот вывод подтверждается тем фактом, что гарантии материнских компаний чаще всего предоставляются крупными и средними по размеру ТНК.

НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Финансовые и налоговые цели ТНК

Проблема выбора способа финансирования транснациональной корпорации намного сложнее, чем компании, действующей в пределах только одной страны. Как и местной фирме, ТНК приходится искать компромисс между стремлением минимизировать ожидаемую стоимость финансирования после уплаты налогов и сохранением рисков на приемлемом уровне. Что касается рисков, управляющий финансами основное внимание уделяет их снижению. Это прежде всего специфические риски, характерные для отрасли промышленности, страны, в которой осуществляется деятельность и самой фирмы. При достижении этих целей фирма должна в первую очередь принять решение о соотношении между потребностями дочерней компании во внутренних (внутрифирменных) и внешних источниках финансирования. Источником внутреннего финансирования может быть сама дочерняя компания (ее накопленная или реинвестированная прибыль) или любая другая часть мировой финансовой сети ТНК.

В США и других странах на решения ТНК относительно реинвестирования средств, накопленных дочерними компаниями, влияют ее налоговые цели. Во всех странах реинвестирование может быть осуществлено с помощью накопленных амортизационных отчислений. Они обычно не облагаются налогом на прибыль корпораций. Кроме того, чистый доход из зарубежного источника может быть предметом налоговых льгот, в зависимости от налогового регулирования, осуществляемого страной материнской компании ТНК. Следующий раздел посвящен описанию многочисленных налоговых подходов и видов налогов.

¹ Sidney Robbins and Robert Stobaugh, *Money in the Multi-National Enterprise* (NY: Basic Books, 1973): 67—69.

Национальные налоговые системы

Существуют две основные классификации национальных налоговых систем. Первая заключается в "освобождении от налогов по территориальному признаку". На основе этого подхода страна полностью исключает из своей налоговой базы зарубежный доход. Страны, следующие этому принципу, позволяют не вычитать из налогооблагаемой прибыли затраты, произведенные за границей. Страны, придерживающиеся данного подхода, включают Венесуэлу, Бразилию, Австралию, Южную Африку, Бельгию, Нидерланды, Канаду, Италию, Швецию и Данию.

Второй подход — это "всемирная система льгот". Он предполагает, что доходы страны за рубежом должны облагаться всеми налогами, а налоговые льготы распространяются на налоги, уплачиваемые в стране, где действует дочерняя компания ТНК. Этому подходу следуют Франция, Германия, Ирландия, Япония и США. Он предполагает налогообложение дохода от капиталовложений (дивиденды, проценты, рента и роялти), контролируемых зарубежными корпорациями. Некоторые исследователи критикуют эту систему, утверждая, что она способствует накоплению прибыли в налоговом убежище или в странах с низким уровнем налогообложения. С их точки зрения такое накопление является беспроцентным кредитом, предоставляемым страной, которой принадлежит этот доход (т. е. США), в форме отсроченных налогов.

Налоговые системы стран мира значительно различаются по видам налогов и налоговым ставкам в каждой налоговой категории. ТНК может организовать денежные потоки между дочерними компаниями таким образом, чтобы средства перемещались в страны с низкими налоговыми ставками, а минимальная прибыль накапливалась в странах с высоким уровнем налогообложения. Кроме налогов на прибыль корпораций многие национальные налоговые системы используют общие налоги на продажу или налоги с оборота, а также поимущественные налоги и налоги на капитал. В некоторых из них особое внимание уделяется движению денежных средств в международном масштабе и взимаются высокие налоги с суммы дивидендов, распространяемых среди держателей акций, роялти и процентов, уплачиваемых зарубежным компаниям, т. е. материнской компании ТНК. Табл. 14.2 содержит информацию о налогах в 15 странах. Описанные в этой таблице различия в налоговых системах стран способствуют неравномерному распределению потоков капитала в мировом масштабе. Большинство экономистов ожидают, что стремление правительств к устранению этих различий (как в Европе после 1992 г.) увеличит национальный доход их стран. Сфера действия налогообложения является для ТНК важным вопросом. Компании часто используют несоответствия налоговых систем различных стран. Как видно из данных табл. 14.2, ставки налогообложения ТНК, иностранных держателей акций и инвесторов значительно различаются. Эти различия побуждают ТНК размещать денежные средства и краткосрочные инвестиции там, где доход после вычета налогов будет наибольшим. Эти различия также заставляют ТНК искать альтернативные способы перемещения средств. Один из таких способов заключается в том, что материнская компания ТНК точно определяет, какие услуги управления и права на интеллектуальную собственность она предоставит своей дочерней компании. Когда эти услуги и права определены, ТНК может заключать со своей дочерней компанией контракты на услуги управления и лицензионные соглашения, которые и будут альтернативными способами международного перемещения средств.

В экономических системах некоторых стран трудно разделить сферы принятия решений и планирования политики в частном и общественном секторах. В таких системах большую роль играет "индикативное" планирование, а значительная часть крупных предприятий находится в государственной собственности. Это также относится к странам, которые для достижения каких-то национальных целей долгое время проводили политику тесного взаимодействия делового сектора и правительства. Например, Япония следовала идее согласования деятельности частного и общественного секторов с помощью национального экономического плана. Общественный сектор Японии гораздо более подготовлен к достижению целей плана, чем частный.

ТАБЛИЦА 14.2 СРАВНИТЕЛЬНЫЕ СТАВКИ НАЛОГОВ НА ПРИБЫЛЬ КОРПОРАЦИЙ, %

Страна	Налог на прибыль корпораций (основной), %	Налог с оборота или общий налог на продажу, %	Налог на капитал, %	Ставки налогов с доходов, распространяемых среди держателей акций ¹ , %		
				Дивиденды	Проценты	Роялти
Австралия	39	10—20	Нет	30	10	39
Бразилия	30	(налог с оборота)	Нет	25	15	25
Канада	28	10—15 (НДС)	0,3—0,532	25	25	25
Франция	34	7 (общий налог на продажу)	Нет	25	45	33,33
Германия	50 (нераспределенная прибыль)	18,6 (НДС)	0,6 (нетто-активов)	25	25	25
	36 (распределенная прибыль)	14 (НДС)				
Гонконг	16,5	0,5 (налог с валового оборота)	Нет	Нет	Нет	1,65
Италия	36	19 (НДС)	Нет	32,4	30	21
Япония	37,5	3 (НДС)	Нет	20	20	20
Корея	34	10 (НДС)	Нет	25	25	25
Мексика	35	10 (НДС)	Нет	Нет	35	35
Польша	40	25 (налог с оборота)	Нет	30	30	30
Российская Федерация	32	28 (НДС)	Нет	15	15	15
Испания	35	13 (НДС)	Нет	25	25	25
Швеция	30	20 (НДС)	Нет	30	Нет	Нет
Швейцария	3,63—9,80	6,2 (налог на приобретение)	0,825 (федеральный)	35	35	Нет
		9,3 (налог с розничного оборота)	0,26—0,12 (кантональный)			
Тайвань	25	5 (НДС)	Нет	20	20	20
Великобритания	33	17,5 (НДС)	Нет	25	25	25
США	34	1—12 (местный налог с оборота)	Нет	Нет	Нет	Нет

¹ Эти налоги часто снижаются межгосударственными налоговыми соглашениями.

Источник: отчеты разных стран.

Вследствие этого некоторые исследователи рассматривают Японию как национальную корпоративную систему, в которой деятельность частного и общественного секторов осуществляется с учетом их воздействия друг на друга. Это утверждение подкрепляется тщательным анализом японской фискальной системы, также наличием в этой стране государственной поддержки и субсидирования отдельных экономических секторов. Такие системы включают специальные налоговые льготы, например ускоренную амортизацию основного капитала на предприятиях, получающих прибыль от зарубежных сделок, возможность "оценить" развитие зарубежного рынка с помощью созданного для этой цели резерва и скрыть от налогов доход посредством создания зарубежного фонда для покрытия убытков, возникших в результате расходов на инвестирование.

В Японии налог на прибыль корпораций составляет около 24% общего объема налогов, собираемых правительством (более 7% ВВП)¹. Если принять во внимание

¹ OECD, Taxing Profits in a Global Economy (Paris, 1991): 71-75, 82-83, 228.

тесные взаимосвязи между правительством и промышленностью на уровне планирования, становится ясно, что японские корпорации под давлением правительства вынуждены размещать свои доходы таким образом, чтобы при получении налоговых платежей оно имело преимущество перед правительствами других стран. Такая тесная связь между промышленностью и правительством Японии оказывает на ее экономику значительное влияние, которое усиливается тем, что японская налоговая система основывается на подходе всемирного действия льгот.

Воздействие налогообложения на ТНК

Транснациональная корпорация действует в различных налоговых системах. Налоговые системы стран, где располагаются дочерние компании ТНК, и страны национальной принадлежности материнской компании различаются по нескольким параметрам, включая виды налогов, которыми облагаются доходы ТНК, и уровень налоговых ставок. Ниже мы рассмотрим вопрос о том, каким образом разные налоговые системы влияют на решения и политику ТНК.

Мы рассмотрим четыре сферы политики, на которые влияет налоговая среда страны, где действует ТНК (табл. 14.3). Эти сферы включают инвестиционные решения, форму организации, решения о финансировании и стратегию переводов денежных средств.

ТАБЛИЦА 14.3 ВОЗДЕЙСТВИЕ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ НА РЕШЕНИЯ И ПОЛИТИКУ ТНК

Сфера политики и принятия решений	Налоговый режим	Ожидаемая реакция компании	Альтернативная реакция компании
Решения о размещении инвестиций	В стране — реципиенте инвестиций дочерние компании ТНК получают налоговые льготы	Решение разместить производство в одной из стран — потенциальных реципиентов инвестиций	Решение разместить производство в стране, где предоставляется наибольшая налоговая льгота
Форма организации	В стране — источнике инвестиций налогообложение дочерних предприятий выгоднее, чем налогообложение отделений компании	Если ожидается высокая прибыль, предпочтительнее дочерняя компания	Если ожидаются убытки, предпочтительнее отделение компании (филиал)
Решения о финансировании	Страна — реципиент инвестиций позволяет относить процентные платежи к подлежащим вычету расходам	Если в стране — реципиенте инвестиций налоговая ставка выше, чем в стране — источнике инвестиций, следует финансировать дочернюю компанию посредством займов, предоставляемых ей материнской компанией ТНК	Выплата займа обычно считается возвратом капитала и не облагается налогом
Стратегии денежных переводов	Налогообложение страны — реципиента инвестиций менее выгодно, чем налогообложение страны — источника инвестиций	Перевод средств из страны с наименьшим приростом задолженности по налоговым платежам	Из года в год страны — источники переводов будут варьироваться в зависимости от источников прибыли и налоговых ставок

Если ТНК решила осуществить инвестирование в каком-то районе мира, она должна выбрать страну, где будет размещена новая производственная единица. Одним из факторов, влияющих на это решение, будет уровень налогового обложения в этой стране. Большинство стран — реципиентов инвестиций в той или иной форме предоставляют новым инвесторам налоговые льготы. Вопрос об уровне налогообложения может быть сложным, как видно из табл. 14.2. Если мы сравним Францию и Германию как двух возможных реципиентов инвестиций американской ТНК, то увидим, что налоги на нераспределенную прибыль в Германии значительно выше, чем во Франции. Однако это различие компенсируется большей величиной НДС (налога на добавленную стоимость), налогов на роялти и процентные платежи во Франции по сравнению с Германией. Кроме того, налоги на распределенную прибыль в Германии ниже, чем во Франции, где вообще не существует разделения прибыли корпораций на распределенную и нераспределенную.

В табл. 14.2 и 14.3 представлено несколько возможных моделей использования налогового убежища иностранными инвестиционными компаниями, желающими разместить прибыль за пределами США. В самом общем смысле налоговым убежищем можно считать ситуацию, когда страна национальной принадлежности иностранной инвестиционной компании использует систему освобождения от налога по территориальному признаку. Основываясь на этом подходе, европейская материнская компания может переместить доход к своей дочерней компании, находящейся в налоговом убежище за пределами США, и на неопределенный срок отложить уплату налогов. Такой подход обусловлен сравнительно высокими номинальными налоговыми ставками в некоторых странах-инвесторах и низким отношением дохода корпораций к ВВП в случае Германии, Бельгии и Австралии.

Второй возможный вариант использования налогового убежища ассоциируется с Францией. Во Франции дивиденды, получаемые за рубежом, не облагаются налогами (95% дивидендов), если более 10% акций компании принадлежит французским инвесторам. В этих обстоятельствах французская материнская компания может создать дочернюю компанию, действующую в США, и филиал в налоговом убежище. Перемещение дохода в филиал, находящийся в налоговом убежище, и последующая выплата дивидендов родительской компании во Франции практически не оставляют во Франции задолженности по налоговым платежам. Аналогичным образом налоговое убежище используют и датские материнские компании.

Иностранные ТНК также могут осуществлять финансовый или процентный арбитраж, особенно если этому способствует налоговый режим. Одним из способов является получение через дочернюю компанию в США займов, которые не облагаются американскими налогами, и их последующее вложение под более высокие проценты в Великобритании, где налогооблагаемые проценты могут компенсироваться заранее уплачиваемым корпорацией налогом на дивиденды¹.

Налоговая документация свидетельствует, что в доходах, получаемых иностранными корпорациями в США, огромную долю занимают проценты. В 1983—1987 гг. они составили от 50,5 до 64,7% общего объема получаемых корпорациями платежей (в среднем 24826 млрд. долл.). За этот же период ежегодный дефицит чистого дохода корпораций составил 883 млн. долл.². Таким образом, за эти 5 лет уплачиваемые проценты в 28,1 раза превысили совокупный годовой дефицит чистого дохода.

Налогообложение также влияет на выбор организационной формы зарубежной компании. Здесь большую роль играют налоги, действующие в стране национальной принадлежности материнской компании. В качестве организационной формы зару-

¹ Andrew Jack, *Foreigners keep their Cool on U.S. Tax Threat*. Financial Times. (6 November 1992): 6.

² U.S. Treasury, *Statistics of Income Studies of International Income and Taxes* (International Revenue Service, Compendium Studies on International Income and Taxes, 1988): 13.

бежной компании ТНК часто выбирают дочернее общество или отделение. Дочернее общество обладает преимуществом, а именно возможностью отсрочки уплаты любых налогов страны национальной принадлежности материнской компании. Напротив, отделение компании обычно не обладает таким преимуществом. Так как отделение не является отдельной организационной единицей корпорации, его прибыль считается частью налогооблагаемого дохода материнской компании в данном году. В таких случаях руководство ТНК предпочтет дочернее общество, если оно ожидает получить высокие доходы и если важно отложить уплату налогов, действующих в стране — источнике инвестиций. Если руководство ТНК ожидает, что компания понесет убытки, оно предпочтет дочернему обществу отделение материнской компании ТНК. Поэтому многие американские ТНК на начальном этапе используют в качестве формы для своей зарубежной компании отделение, так как именно на начальном этапе своей деятельности компания чаще всего несет убытки. После того как это отделение начинает приносить прибыль, ТНК может преобразовать его в дочернюю фирму, контролируемую с помощью пакета акций, или в другой тип зарубежного дочернего общества.

Решения о финансировании дочерних компаний ТНК также требуют изучения соответствующего налогообложения. В большинстве случаев страна — реципиент инвестиций позволяет относить проценты к подлежащим вычету расходам. Однако в случае США и многих других стран дивиденды подлежат налоговому обложению. Поэтому для ТНК, финансирующей свою зарубежную дочернюю компанию, займы, предоставляемые материнской компанией дочерней, будут предпочтительнее покупки акций дочерней компании. Получаемое при этом налоговое преимущество будет больше, если ставка налога на прибыль корпораций в стране — реципиенте финансирования выше, чем в стране — источнике финансирования. Наконец, в большинстве налоговых систем выплата основной суммы займа считается не облагаемым налогами возвратом капитала материнской компании.

Налогообложение также сильно влияет на стратегию денежных переводов. Это влияние проявляется в выборе формы перевода (дивиденды или проценты), а также в выборе дочернего общества, которое может послужить наиболее выгодным источником переводов. Если переводы считаются не облагаемыми налогами расходами, например роялти и проценты по займу, руководство ТНК предпочтет дивидендам проценты.

В случае переводов дивидендов ТНК будет стремиться осуществлять их таким образом, чтобы минимизировать сумму всех уплачиваемых в мировом масштабе налогов. Такая практика описана в табл. 14.4. Верхняя часть таблицы содержит информацию о налогообложении 1 млн. долл. дохода каждой из четырех зарубежных дочерних компаний американской ТНК. Нижняя часть таблицы иллюстрирует налогообложение 4 млн. долл. зарубежного дохода американской ТНК при условии перевода дивидендов в размере 1 млн. долл., осуществляемого одной дочерней компанией и удержания доходов тремя другими дочерними компаниями. Расчеты показывают, что если американская материнская компания хочет получить дивиденды в размере 1 млн. долл. от одной из своих дочерних компаний, мировое налогообложение будет наименьшим, если перевод дивидендов будет осуществлен дочерней компанией, действующей в Германии. Этот вывод определяется взаимодействием особенностей налогообложения каждого дочернего предприятия и материнской компании ТНК. Налоговая льгота, действующая в развивающейся стране, чрезмерно увеличивает налоговую стоимость перевода дивидендов, осуществляемого расположенной там дочерней компанией. Относительно низкая налоговая ставка в Гонконге делает перевод дивидендов оттуда невыгодным. Ключевым фактором при принятии решения о переводе дивидендов из Германии является существующее там значительное различие ставок налогов на распределенную и нераспределенную прибыль. Табл. 14.4 иллюстрирует взаимодействие факторов, учитываемых ТНК при принятии решения о переводе дивидендов и удержании прибыли.

ТАБЛИЦА 14.4 ПЕРЕВОДЫ ДИВИДЕНДОВ ИЗ УКАЗАННЫХ СТРАН С ЦЕЛЬЮ УМЕНЬШИТЬ НА 1 МЛН. ДОЛЛ. СУММУ ВСЕХ УПЛАЧИВАЕМЫХ В МИРОВОМ МАСШТАБЕ НАЛОГОВ

Налоговые ставки	Налог на нераспределенную прибыль, тыс. долл.	Налог на распределенную прибыль, тыс. долл.	Налог с суммы дивидендов, распространяемых среди держателей акций в стране — реципиенте инвестирования, тыс. долл.	Оставшийся к уплате в США налог ¹ , тыс. долл.
Дочерняя компания в Германии				
56%-ная нераспределенная прибыль	560,0	360,0	160,0	0 ²
36%-ная распределенная прибыль				
25%-ный налог с суммы распространяемых дивидендов				
Дочерняя компания в Нидерландах				
42%-ная ставка;	420,0	420,0	145,0	0 ²
25%-ный налог с суммы распространяемых дивидендов				
Дочерняя компания в развивающейся стране				
Налоговая льгота;	0	0	0	340,0
Налог с суммы распространяемых дивидендов не взимается				
Гонконг				
18%-ная ставка;	180,0	180,0	0	160,0
Налог с суммы распространяемых дивидендов не взимается				
Налоговая ставка американской материнской компании: 34%				

МИРОВОЙ НАЛОГ НА ДИВИДЕНДЫ, УПЛАЧИВАЕМЫЕ АМЕРИКАНСКОЙ МАТЕРИНСКОЙ КОМПАНИИ ТНК³. НАЛОГИ НА ПРИБЫЛЬ + НАЛОГИ НА РАСПРОСТРАНЯЕМЫЕ ДИВИДЕНДЫ, ТЫС. ДОЛЛ.

	Гонконг	Развивающиеся страны	Нидерланды	Германия	Оставшийся к уплате в США налог
Развивающаяся страна	180,0	0	420,0	560,0 +	340,000 = 1500,0
Гонконг	180,0	0	420,0	560,0 +	160,000 = 1320,0
Нидерланды	180,0	0	565,0	560,0 +	0 = 1303,0
Германия	180,0	0	420,0	520,0 +	0 = 1120,0

¹ В США действует льгота на уплачиваемые за границей налоги: налоги, уплачиваемые за рубежом, уменьшают налоги, подлежащие уплате в США.

² Создает излишнюю налоговую льготу, которую американская компания может использовать при уплате налогов на прибыль, получаемую из других зарубежных источников.

³ Мировой налог на 4 млн. долл. полученной за границей прибыли при условии что одна из дочерних компаний уплачивает материнской компании дивиденды в размере 1 млн. долл., а три оставшиеся удерживают полученную прибыль.

Налогообложение зарубежной деятельности в США

Этот раздел посвящен налогообложению прибыли по налоговым нормам США. В международном масштабе прибыль, полученная в результате коммерческой деятельности зарубежной дочерней компании американской ТНК, может облагаться налогами дважды. Во-первых, страна, где действует эта дочерняя компания, может облагать налогами любой доход, полученный на ее территории независимо от того, какая компания получает этот доход: полностью принадлежащая зарубежным владельцам, контролируемая ими или местная. Поэтому, если американская компания получает доход во Франции, она должна заплатить французский подоходный налог. Во-вторых, доход зарубежной дочерней компании ТНК может облагаться налогами страны, которой принадлежит эта компания по принципу, что все резиденты данной страны должны платить подоходный налог независимо от того, где получен доход. По этому подходу американская компания, получающая доход во Франции, должна заплатить американский подоходный налог. Существующая при таких обстоятельствах возможность двойного налогообложения дохода является для ТНК серьезной проблемой и требует тщательного планирования налоговой стратегии.

Существующее в США налогообложение зарубежного дохода американских ТНК построено таким образом, чтобы налоговая ставка была не ниже той, по которой облагался бы доход ТНК, если бы он был получен в США, и чтобы можно было избежать или минимизировать возможность двойного налогообложения. Это достигается с помощью использования:

- 1) всемирной базы налогового обложения;
- 2) льгот при уплате налогов в США, если они уже уплачивались за рубежом.

Доход, получаемый принадлежащими США компаниями, облагается американским подоходным налогом. Однако после уплаты налогов за рубежом компании получают льготы, уплачивая налоги в США.

Расчеты налоговой льготы, получаемой зарубежной дочерней компанией в США, если она уплачивает налоги за границей

Чтобы продемонстрировать механизм действия такой льготы, предположим, что зарубежная дочерняя компания американской ТНК в стране своей деятельности платит подоходный налог в размере 25%. Кроме того, она уплачивает 5%-ный налог на распределяемые дивиденды. Как указано в табл. 14.5, налогооблагаемый доход компании составляет 1 млн. долл. (при переводе в доллары).

Налоги, уплачиваемые на доход компании за рубежом, включают подоходный налог (250000 долл.) и налог на распределяемые дивиденды (37500 долл.) (см. табл. 14.5, строки 2 и 5, столбец I). В результате уплаты налога на распределяемые дивиденды объем уплачиваемых американской материнской компании дивидендов снижается до 712 500 долл. (чистые дивиденды).

Доход компании, подлежащий налогообложению в США, подсчитывается с помощью метода суммирования. Причиной использования этого метода является необходимость установления единообразного способа подсчета дохода, подлежащего налогообложению в США, и определения зарубежных налогов, при уплате которых действует льгота. Возьмем чистые дивиденды, полученные американской материнской компанией, и вычислим уплачиваемые за границей налоги. Это делается на пропорциональной основе, т. е. если дивиденды, уплачиваемые американской материнской компанией, меньше общего объема текущего дохода, зарубежные подоходные налоги для подсчета налоговой льготы вычисляются прямо пропорционально. Этот подсчет представлен в столбце II табл. 14.5, где материнской компанией в качестве дивидендов уплачивается только 50% текущего дохода.

В столбце I табл. 14.5 в результате суммирования получаем подлежащий налогообложению в США доход в размере 1 млн. долл. Уплачиваемый в США налог равен 340000 долл. (34%). Налоговая льгота составляет 287500 долл., которые включают 100% уплаченных за рубежом налогов. Оставшиеся к уплате в США налоги составляют 52500 долл. Целью использования такой налоговой льготы является предотвращение превышения объема валовых (мировых) налогов над налогами, уплачиваемыми в США. При этом исключением является ситуация, когда ставки зарубежных налогов превышают ставки американских. В таких условиях американская компания получает избыточную налоговую льготу, которая может быть использована при налогообложении дохода, полученного из других зарубежных источников.

ТАБЛИЦА 14.5 ПОДСЧЕТ НАЛОГА НА ДОХОД ЗАРУБЕЖНОЙ ДОЧЕРНЕЙ КОМПАНИИ, УПЛАЧИВАЕМОГО В США (КОМПАНИЯ РАСПОЛОЖЕНА В ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКЕ, ГДЕ СТАВКА НАЛОГА СОСТАВЛЯЕТ 25%), ТЫС. ДОЛЛ.

(перевод 100% дохода в качестве дивидендов рассматривается в сравнении с переводом 50%)		
	I Дивиденды составляют 100%	II Дивиденды составляют 50%
I. Зарубежная дочерняя компания		
1. Налогооблагаемый доход	1000,0	1000,0
2. Зарубежный подоходный налог (25%)	<u>250,0</u>	<u>250,0</u>
3. Чистый доход после уплаты налога	750,0	750,0
4. Валовые дивиденды	750,0	375,0
5. Налог на распределяемые дивиденды	<u>37,0</u>	<u>18,75</u>
6. Чистые дивиденды, полученные материнской компанией	712,5	356,25
II. Доход, подлежащий налогообложению в США		
7. Чистые дивиденды, уплачиваемые родительской компании	712,0	356,25
8. Зарубежный подоходный налог	250,0	125,0
9. Уплаченный налог на распределяемые дивиденды	<u>37,5</u>	<u>18,75</u>
10. Зарубежный подоходный налог, уплачиваемый в США (просуммированный)	1000,0	500,0
III. Налоги на доход, получаемый за рубежом, уплачиваемые в США		
11. Налогооблагаемый зарубежный доход	1000,0	500,0
12. Примерная ставка налога, взимаемого в США (34%)	340,0	170,0
13. Налоговая льгота ¹	<u>287,5</u>	<u>143,75</u>
14. Уплачиваемые в США налоги	52,5	26,25

¹ В столбце I при выплате 100% дивидендов в налоговую льготу входят все зарубежные подоходные налоги и налоги на распределяемые дивиденды. Если в качестве дивидендов материнской компании уплачивается менее 100% дохода дочерней компании, налоговая льгота определяется прямо пропорционально проценту уплачиваемого в качестве дивидендов дохода, в столбце II эта величина составляет 50%.

Отсрочка выплаты задолженностей по налоговым платежам в США

Как мы уже отметили ранее, важнейшим отличием налогообложения зарубежного отделения от налогообложения зарубежной дочерней компании является то, что до-

ход отделения включается в налогооблагаемый доход американской материнской компании. Такая ситуация имеет место независимо от переводов и перемещений дохода отделения. Доход зарубежной дочерней компании, напротив, не облагается действующими в США налогами, если эта компания не уплачивает часть своего дохода в виде дивидендов или дивиденды не считаются уплаченными.

Отсрочка выплаты задолженностей по налоговым платежам, уплачиваемым в США, является важным преимуществом для американской ТНК и одним из ключевым регулирующих факторов в управлении ее денежными средствами и налоговом планировании. Общеизвестно, что ТНК, чтобы удовлетворить свои потребности в денежных средствах, предпочтет получать займы по относительно низкой стоимости в одном регионе мира, в то время как в других регионах ее дочерние компании будут накапливать прибыль. Накапливаемые таким образом средства могут облагаться низкими налогами (или вообще не подлежать налогообложению) из-за существования отсрочки уплаты налогов. Вполне понятно, что американской ТНК будет выгодно использовать эту отсрочку как можно дольше, если в стране деятельности ее дочерней компании ставка подоходного налога является относительно низкой, а в стране ее национальной принадлежности — относительно высокой.

Привилегию отсрочки налоговых платежей правительство США модифицировало сначала в Законе о доходах (Revenue Act) 1962 г., а затем в Законе о налоговой реформе (Tax Reform Act) 1986 г. До начала действия закона 1962 г. американские ТНК могли получать отсрочки по уплачиваемым в США налогам на свою зарубежную выручку посредством комбинированного использования расположенных в налоговом убежище дочерних компаний и концентрации там переведенного дохода и выручки от экспорта. Многие правоведы Конгресса США полагали, что деятельность расположенных в налоговом убежище дочерних компаний обеспечивает возможность для постоянной и чрезмерно долгой отсрочки налогов, подлежащих уплате в США.

Налоговое убежище возникает при соблюдении следующих условий:

- 1) низкие налоги на доход от коммерческой и инвестиционной деятельности;
- 2) низкие налоги на переводы (распределяемые дивиденды и проценты);
- 3) стабильный курс валюты и/или отсутствие валютного контроля;
- 4) качественные коммуникации для обеспечения высокоэффективных банковских услуг;
- 5) политическая и социальная стабильность.

Налоговые преимущества расположенных в налоговом убежище дочерних компаний были отменены Законом о доходах 1962 г. В то же время привилегия отсрочки налоговых платежей была сохранена за дочерними компаниями, действующими в качестве производственных и торговых единиц. Этот закон добавил в кодекс законов о внутренних государственных доходах (Internal Revenue Code) статью F (Subpart F), определяющую порядок налогообложения дохода, получаемого из зарубежных источников. Эта статья действовала на протяжении многих лет и была подтверждена Законом о налоговой реформе (Tax Reform Act) 1986 г.

Доход, подлежащий налогообложению согласно статье F

Статья F определяет порядок налогообложения некоторых видов нераспределенной прибыли контролируемых иностранных корпораций. Контролируемой иностранной корпорацией считается компания, в которой более 50% дающих право голоса акций принадлежит американским владельцам.

Кроме того, для того чтобы дочерняя компания считалась контролируемой иностранной корпорацией, каждый из американских владельцев должен контролировать 10% и более дающих право голоса акций. В таких случаях некоторые виды нераспределенной прибыли американской материнской компании подлежат налогообложению.

Прибыль, подлежащая налогообложению согласно статье F, включает некоторые виды дохода контролируемой иностранной корпорации, которые являются налогооблагаемыми для американского владельца акций. Эта прибыль облагается налогом независимо от того, распределяется ли она среди владельцев акций компании в США. Прибыль, являющаяся налогооблагаемой по статье F, считается распределяемой среди владельцев акций в качестве дивидендов. Она включает: 1) пассивный доход, такой как дивиденды, проценты, рента, роялти, чистый прирост курсов иностранных валют и цен товаров, выручка от продажи определенных видов инвестиционной собственности; 2) определенные виды дохода от страховых, транспортных и финансовых услуг, а также деятельности, связанной с нефтью; 3) доход от административных и других услуг; 4) доход от экспорта (из США).

Когда доход, получаемый из этих источников, облагается налогом по статье F, действуют следующие правила:

1. Такой доход считается распределяемым среди владельцев акций компании в США. Если перевод дивидендов осуществляется из доходов контролируемой иностранной корпорации, налог на которые уже был уплачен, он уже не облагается американским налогом.
2. Получаемый за рубежом доход компании не включает доход, полученный в развивающихся странах, при условии его реинвестирования в этих же странах.
3. Если получаемый за рубежом доход блокируется страной, где располагается дочерняя компания, из-за введения валютных ограничений, он исключается из прибыли контролируемой иностранной корпорации, облагаемой налогом по статье F.

На доход дочерней компании, получаемый из источников, не указанных в статье F, может распространяться привилегия отсрочки уплаты американских налогов, если она не переведет его в форме дивидендов своей родительской компании.

Денежные переводы при альтернативных налоговых режимах

Отличия налоговых систем разных стран обеспечивают ТНК возможности для развития стратегий денежных переводов, которые могут значительно сократить налоговые выплаты. Эти отличия можно проследить в верхней части трех крайних справа столбцов табл. 14.2. При определении наиболее подходящей стратегии денежных переводов необходимо учитывать следующее:

1. Ставки налогов на распределяемые дивиденды в разных странах значительно варьируются. Кроме того, такие же различия существуют в ставках налогов на проценты и роялти. Для того чтобы определить, из какой страны следует осуществить перевод денежных средств, необходимо тщательно проанализировать эти различия.
2. В пределах одной и той же страны значительно различаются ставки налогов на различные виды денежных переводов. Например, в Мексике разница в ставках налогов на дивиденды, проценты и роялти составляет 35% (35%—0,0%). В Швейцарии существует большая разница между ставками налогов на роялти и проценты (35%).
3. Выбор между формами перевода (дивиденды, роялти или проценты) предполагает затраты на уменьшение налога (в случае роялти и процентов), которые могут снизить общий объем налоговых выплат. Альтернативой является оплата перевода из средств, оставшихся после уплаты налогов (в случае дивидендов).

В табл. 14.6 представлено налогообложение альтернативных форм переводов в шести странах. В каждом случае рассматривается перевод 1 млн. долл. из средств дочерней компании, действующей в данной стране. В столбце 1 указана величина налога, сниженная в результате применения законных мер уменьшения налогов (только в случае роялти и процентов). В столбце 2 указана повышенная величина налога на распределяемые дивиденды.

денды. В столбце 3 показана чистая величина снижения налога, уплачиваемого в стране, где действует дочерняя компания. В Италии самым низким налогом облагаются проценты по облигациям, выпущенным дочерней компанией для материнской. Самый высокий налог действует в отношении переводов дивидендов (32,4%).

В столбце 4 указан внутренний американский налог, который начинает действовать при получении перевода материнской компанией. Переводы дивидендов обычно не облагаются дополнительными налогами, если в стране, где действует дочерняя компания, налоговая ставка не ниже, чем в США. В Гонконге она намного ниже (16,5%), и поэтому перевод дивидендов оттуда облагается в США дополнительным налогом.

В столбце 5 указана чистая величина налога, уплачиваемого на каждый вид переводов. В Италии самым высоким дополнительным налогом облагается перевод дивидендов, а в Австралии — роялти. Такая ситуация имеет место из-за существования очень высокого налога на уплату роялти и низкого — на уплату процентов. В Швейцарии наибольшим дополнительным налогом облагается перевод процентов. Это происходит из-за отсутствия налога на перевод роялти и наличия одинаково высоких налогов на перевод дивидендов и процентов.

ТАБЛИЦА 14.6 НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ФОРМ ПЕРЕВОДОВ НА ПРИМЕРЕ СЕМИ СТРАН (ПЕРЕВОД 1 МЛН. ДОЛЛ.), ТЫС. ДОЛЛ.

	Сниженный налог	Повышен- ный налог	Чистая разница	Внутренний налог в США	Реально упла- чиваемый налог
	1	2	3=1-2	4	5=3+4
Италия					
Дивиденды	—	324,0	324,0	0	324,0
Проценты	360,0	300,0	-60,0	340,0	280,0
Роялти	360,0	210,0	-150,0	340,0	190,0
Мексика					
Дивиденды	-	0	0	0	0
Проценты	350,0	350,0	0	340,0	340,0
Роялти	350,0	350,0	0	340,0	340,0
Австралия					
Дивиденды	-	300,0	300,0	0	300,0
Проценты	390,0	100,0	-290,0	340,0	50,0
Роялти	390,0	390,0	0	340,0	340,0
Швейцария					
Дивиденды	-	350,0	350,0	0	350,0
Проценты	96,0	350,0	254,0	340,0	594,0
Роялти	96,0	0	-96,0	340,0	244,0
Гонконг					
Дивиденды	-	0	0	160,0	160,0
Проценты	165,0	0	-165,0	340,0	175,0
Роялти	165,0	0	-165,0	340,0	175,0
Великобритания					
Дивиденды	-	250,0	250,0	0	250,0
Проценты	330,0	250,0	-80,0	340,0	260,0
Роялти	330,0	250,0	-80,0	340,0	260,0

Примечания. Столбец 1 описывает результат применения дочерней компанией средств уменьшения налогов на перевод процентов и роялти; столбец 2 — налог на различные виды переводов; столбец 4 — налоговую льготу, предоставляемую в США при уплате налогов за границей, и внутренний американский налог на доход, получаемый за рубежом.

Источник: Табл. 14.2.

Налогообложение денежных переводов является сложным явлением и требует тщательного анализа в том случае, если ТНК стремится разработать стратегию уменьшения своих налоговых выплат. Изложенный выше анализ иллюстрирует исключительно важную роль, которую играют налоги в стратегии переводов и управлении денежными средствами ТНК.

ТНК И СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА

Стоимость капитала и прибыль на инвестированный капитал

Стоимость капитала является важнейшим фактором понимания финансовых решений ТНК. В следующей главе мы увидим, что она играет исключительную роль при планировании капиталовложений, что, в свою очередь, определяет финансовые решения. На данной стадии рассмотрения международных корпоративных финансов мы проанализируем стоимость капитала для получения представления о процессе финансирования ТНК. Более подробно эта тема будет изложена в главе 17.

Стоимость капитала традиционно играет важную роль в понимании того, как фирмы размещают или должны размещать свои финансовые средства. На тему стоимости капитала, действующей в пределах одной страны, фирмы, написаны многочисленные исследования. Прежде чем приступить к изучению стоимости капитала с точки зрения ТНК, читателю желательно ознакомиться с этой литературой¹.

Анализ стоимости капитала ТНК является более сложным по сравнению с рассмотрением этой проблемы применительно к фирме, действующей в пределах только одной страны. Это вызвано тем, что ТНК может получать займы и/или приобретать акции, выраженные в валюте, являющейся иностранной по отношению к стране национальной принадлежности ее материнской компании. Из-за этого появляются дополнительные факторы финансирования ТНК, например изменения курсов валют, которые могут увеличить или уменьшить стоимость капитала для ее материнской компании.

Проанализируем воздействие валютных курсов на стоимость капитала ТНК с помощью простого примера. Предположим, что расположенная в США ТНК выпускает акции только в этой стране, а займы для финансирования новых проектов получает как в США, так и за границей, в Исландии. Получаемые в Исландии займы выражены в местной валюте (исландском фунте). Предположим также, что ни в США, ни в Исландии распределяемые дивиденды и проценты не облагаются налогами и что все займы материнская компания ТНК будет выплачивать в американских долларах. При таких условиях на стоимость капитала ТНК будут влиять обменный курс исландского фунта к американскому доллару.

Для подсчета полной стоимости капитала ТНК до уплаты налогов нужно учесть фактор обменного курса/процентной ставки.

¹ Например, см.: Stanley B. Block and Geoffrey A. Hirt, *Foundations of Financial Management*, 4th ed., (Homewood, IL: Irwin, 1987): p. 317-ff; Burton A. Roeb and Richard F. DeMondne, *Principles of Financial Management*, 2nd. (Plano, TX: Business Publications, Inc., 1988): p. 314ff; James C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, 7th ed. (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1986): 238ff. Более подробный анализ см. в: James C. Baker, *The Cost of Capital of Multinational Companies, Facts and Fallacies*, *Managerial Finance* (September 1987): pp. 12—17.

Полная стоимость займов
ТНК до уплаты налогов = Стоимость займа, полученного в Исландии, в долларах + Стоимость капитала, полученного в США ,

$$R_D = \frac{DL}{D} \times R_{DL} \times (1 - \frac{L\$}{100}) + R_{D\$} \times \frac{D\$}{D} , \quad (1)$$

где R_D = средняя взвешенная полная стоимость займов;
 R_e = годовая процентная стоимость акций;
 R_{DL} = годовая процентная ставка по займу, полученному в Исландии, в фунтах;
 $R_{D\$}$ = годовая процентная ставка по займу, полученному в США, в долларах;
 D = долларовая стоимость всего капитала; $D = DL + D\$$;
 DL = долларовая стоимость полученного в Исландии займа в исландских фунтах (пересчет в доллары по курсу, существовавшему в момент получения займа);
 $D\$$ = долларовая стоимость займа, полученного в США (без учета изменения стоимости доллара после его получения);
 $L\$$ = ожидаемое годовое увеличение обменного курса доллара по отношению к исландскому фунту (уменьшение – со знаком "-"), в %.

При сложении займов R_D и стоимости акций R_e полная стоимость капитала ТНК будет следующей:

$$K_c = \frac{E}{V} \times R_e + \frac{D}{V} \times R_D \times (1 - t_{us}), \quad (2)$$

где K_c = стоимость капитала (после уплаты налогов);
 E = долларовая стоимость акций;
 $V = E + D$;
 t_{us} = предельная ставка соответствующего налога в США.

Поскольку стоимость капитала ТНК включает стоимость займов R_D , она зависит от ожиданий управляющего финансами ТНК относительно изменений обменного соотношения исландского фунта и доллара ($L\$$). Если стоимость доллара повысится относительно стоимости исландского фунта, то стоимость займа в фунтах понизится. Наоборот, если стоимость доллара относительно стоимости фунта понизится, то стоимость займа повысится.

Исходя из этого анализа предельная стоимость капитала ТНК может быть определена для различных уровней новых потребностей фирмы в финансировании. При появлении новых потребностей она будет оставаться постоянной. Однако, так как на рынках капитала спрос фирмы на средства будет увеличиваться, поставщики капитала увеличат стоимость дополнительно заимствуемых средств. Эту связь для функции МСС иллюстрирует рис. 14.2.

С графиком предельных затрат на капитал¹ тесно связан график предельной прибыли на инвестированный капитал. При ее определении фирма рассматривает имеющиеся инвестиционные возможности. Предельная прибыль на инвестированный капитал определяется как ставка доходности новых возможных инвестиционных затрат. При любом увеличении инвестиционных расходов вызванное им изменение дохода фирмы должно со-

¹ Связанные с привлечением дополнительного капитала. (Прим. ред.)

ответствовать ставке доходности. Если ставки доходности инвестиционных проектов расположить в убывающем порядке, график предельной прибыли на инвестированный капитал будет понижаться, как показано на рис. 14.2. Дополнительная литература о функции MRI представлена в списке литературы в конце этого раздела.

Решение о финансировании: издержки и риски ТНК

Воспользуемся описанной моделью для сравнения предынвестиционной деятельности, осуществляемой в Исландии ТНК и местной фирмой. Предположим, что обе фирмы имеют одну и ту же функцию предельной прибыли на инвестированный капитал (MRI). Предположим также, что инвестиционные возможности ТНК в Исландии заключаются в производственных и маркетинговых проектах, осуществляемых в пределах этой страны. Кроме того, отметим, что Исландия является средней по размеру страной, внутренний финансовый рынок которой не имеет тесных связей с другими национальными и международными финансовыми рынками.

Из-за ограниченного размера исландского рынка капитала и его недостаточной связи с финансовыми рынками других стран компаниям, имеющим доступ только к этому рынку, приходится получать капитал по более высокой цене, чем ТНК, которая может воспользоваться рынками капитала за пределами Исландии. Так как ТНК может воспользоваться финансовыми рынками разных стран мира, она получит средства для финансирования по гораздо более низкой стоимости, чем исландская фирма, в результате чего ее предельные затраты на капитал (а значит, и график этой стоимости) будет ниже, чем стоимость капитала исландской фирмы. Следовательно, при осуществлении инвестирования ТНК будет обладать большей приспособляемостью к различным условиям. Все эти взаимосвязи иллюстрирует рис. 14.3.

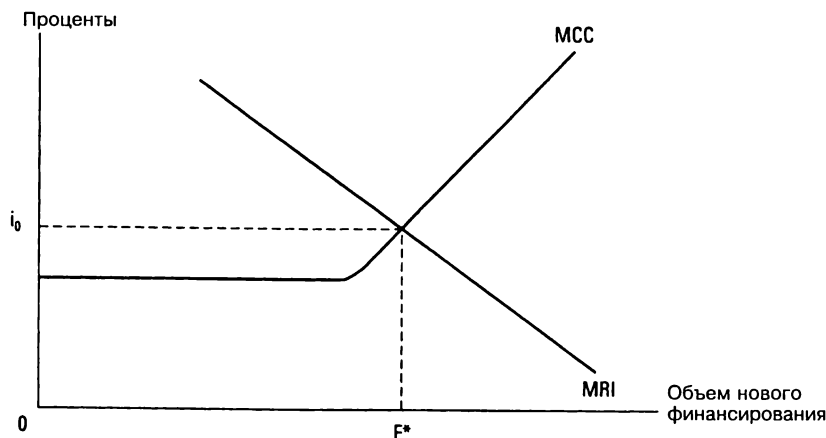


РИС. 14.2. ПЕРЕСЕЧЕНИЕ ГРАФИКОВ ПРЕДЕЛЬНЫХ ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ (МСС) И ПРЕДЕЛЬНОЙ ПРИБЫЛИ НА ИНВЕСТИРОВАННЫЙ КАПИТАЛ (MRI)

Рис. 14.3 также изображает предынвестиционное поведение ТНК в том случае, когда она не несет специфические расходы (например, расходы на хеджирование и страхование), что связано с тем, что ТНК является многонациональной компанией. В этом слу-

чае график предельных затрат на капитал будет описываться кривой "МСС, ТНК, без снижения риска". Для сравнения, стоимость капитала местной исландской фирмы будет представлена кривой "МСС, внутренние". Как видно на графике, объем нового финансирования ТНК F* превышает объем финансирования исландской фирмы F. Соответственно, ТНК сможет финансировать свои инвестиции по более низкой стоимости капитала.

При получении на финансовых рынках средств в валютах, являющихся иностранными по отношению к исландскому фунту, ТНК будет нести расходы на хеджирование. Местные и политические риски, возникающие, когда ТНК действуют в Исландии, могут также потребовать затрат на страхование. Кривая "МСС, ТНК, без снижения риска" показывает предельные затраты на капитал ТНК без учета затрат на страхование и хеджирование. Эта кривая располагается ниже кривой "МСС, внутренние", описывающей стоимость капитала для местной фирмы. Если учесть затраты ТНК на страхование и хеджирование, график предельных затрат на капитал поднимется вверх до кривой "МСС, ТНК, со снижением риска", но будет все же расположен ниже, чем кривая предельных затрат на капитал местной фирмы. Таким образом, ТНК, действующая в Исландии, сможет получить капитал по более низкой стоимости и будет иметь больший бюджет финансирования по сравнению с местной фирмой.

Примеры снижения финансового риска ТНК

Решения ТНК о хеджировании и страховании против политического риска должны быть тщательно продуманы. С точки зрения управляющих финансами ТНК, они должны базироваться на том, насколько они "приняты на рынке". Здесь ключевым фактором являются рыночные цены хеджирования и страхования. Если ТНК найдет эти цены приемлемыми, она может снизить риск (получить гарантию сохранения стоимости своего капитала) путем заключения сделок страхования или хеджирования.

Одним из факторов снижения риска на стадии получения займа является выбор "правильной" валюты. Предположим, что "Зета Кемикал Кампани" (Zeta Chemical Company) необходим заем в размере 20 млн. долл. для финансирования операций следующего бюджетного года. У "Зета" есть две возможности: получение 20 млн. долл. на год под 12% в американском банке (проценты и основная сумма выплачиваются в конце года) и получение 60 млн. гульденов под 7% в голландском банке. Обменное соотношение голландского гульдена и доллара составляет 3 : 1. "Зета" может получить заем в гульденах, обменять их на доллары и получить требуемые 20 млн. долл. В конце года она выплатит основную сумму займа (60 млн. гульденов) и проценты в размере 4,2 млн. гульденов (всего 64,2 млн. гульденов).

Ставка по займу в гульденах (7%) является наименьшей. Если управляющие финансами "Зета" будут иметь гарантию того, что обменный курс гульдена по отношению к доллару сохранится, они, безусловно, предпочтут получить заем в гульденах в голландском банке. К сожалению, обменные курсы не всегда остаются постоянными.

Для рассмотрения этой проблемы проанализируем долларовую стоимость финансирования при пяти различных обменных курсах (табл. 14.7).

Как видно из данных этой таблицы, увеличение курса гульдена по отношению к доллару с 3.00 до 2.80 (на 7,2%) более чем удваивает реальную стоимость финансирования (табл. 14.7, столбец 5).

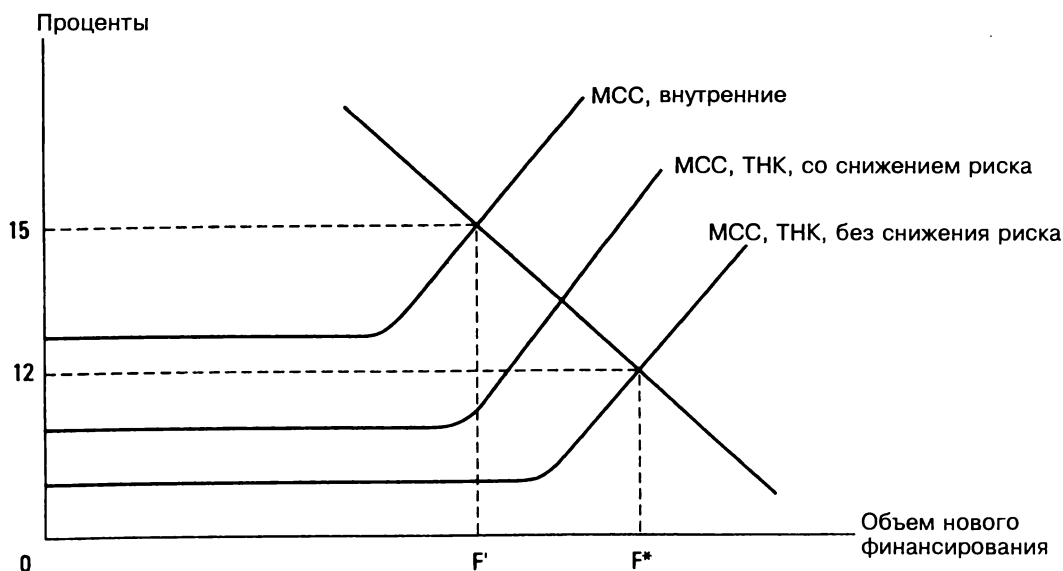


РИС. 14.3. СРАВНЕНИЕ ПРЕДЕЛЬНЫХ ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ (МСС) МЕСТНОЙ ФИРМЫ И ТНК (С УЧЕТОМ И БЕЗ УЧЕТА ЗАТРАТ НА СНИЖЕНИЕ РИСКА)

ТАБЛИЦА 14.7 АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ИЗМЕНЕНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ НА СТОИМОСТЬ ФИНАНСИРОВАНИЯ "ЗЕТА КЕМИКАЛ КАМПАНИ"

1	2	3=(1-2)	4	5=(3-4)	6	7=(5-1,4)
Сумма, которая должна быть выплачена, млн. гульденов	Обменный курс, гульденов за доллар	Сумма, которая должна быть выплачена, долл.	Основная сумма займа, млн. долл.	Реальная стоимость (сумма, которая должна быть выплачена, — основная сумма займа)	Реальная стоимость как доля от суммы займа, %	Влияние изменения курса, млн. долл.
64,2	2,60	24,7	20,0	4,7	23,5	3,3
64,2	2,80	22,9	20,0	2,9	14,5	1,5
64,2	3,00	21,4	20,0	1,4	7,0	0
64,2	3,20	20,1	20,0	0,1	0,5	-1,3
64,2	3,40	18,9	20,0	-1,1	-5,5	-2,5

Если ТНК стремится устранить риски, связанные с изменением обменного курса гульдена по отношению к доллару, управляющий ее финансами должен рассмотреть возможность форвардной покупки гульденов за доллары. Если скидка, полученная при такой покупке, составит менее 5% (т. е. курс будет больше 2,85 гульдена за 1 долл.), компании будет выгоднее получить заем в голландском банке, чем в американском. При этом валютный риск будет устранен¹.

¹ В этом примере срок получения займа равен 1 году. В случае долгосрочных проектов финансирование будет типично долгосрочным.

В нашем примере американская ТНК считает стоимость хеджирования элементом финансирования проекта. Эта стоимость может быть включена в план ее инвестиционных проектов.

При осуществлении инвестирования ответственность за принятие решения о хеджировании обычно несет финансовый отдел корпорации. Это решение базируется на уровне осведомленности администрации отдела о взаимосвязи стоимости гульдена и доллара.

Кроме валютных рисков при осуществлении зарубежного инвестирования важно иметь возможность снизить политические риски. Так, одно из правительственных ведомств США — Корпорация зарубежных частных инвестиций (OPIC) оформляет полисы на страхование против элементов политического риска, включая неконвертируемость валюты, конфискацию собственности, войны, революции, восстания и гражданские бунты. Страхованием политических рисков также занимаются некоторые частные страховые компании, например, "Эй Ай Джи Корпорейшн" (AIG Corporation) и "Чабб Груп" (Chubb Group). Стоимость такого страхования нужно учитывать на стадии планирования зарубежного инвестирования при оценке затрат на проект и его прибыльности. Фирмам не выгодно осуществлять инвестирование в стране с высокими политическими рисками. Однако после проведения планирования, на стадии осуществления инвестирования ТНК не нужно следовать этой процедуре. ТНК могут заниматься самострахованием в зависимости от мнения управляющих их финансами о рисках и страховых премиях¹.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Финансирование деятельности транснациональных компаний и фирм, действующих в пределах одной страны, сильно различается. Эти различия включают особенности финансовой среды, связанные с возможностью денежной экспансии внутри страны и изменений валютных курсов, отличия уровней процентных ставок и инфляции. Кроме того, разные ставки налогов в различных странах обуславливают существование разной стоимости капитала после вычета налогов.

Основные характеристики ТНК можно сформулировать следующим образом: ТНК является системно ориентированной организацией, осуществляющей свою основную деятельность и планирование; она может интернализировать конкурентные преимущества и использовать различия финансовых условий разных стран. Действуя в неоднородной международной финансовой среде, ТНК имеют преимущества перед компаниями, работающими в пределах только одной страны.

Финансирование международной деятельности ТНК принимает различные формы. Формы финансирования ТНК подразделяются по видам (займы и выпуск новых акций), источникам (внутреннее и внешнее, осуществляемое из средств, получаемых на местных и международных финансовых рынках), срокам (долгосрочное и краткосрочное) и валютам (в местной и иностранной валюте). Выбор между этими формами базируется на: 1) необходимости усиления административного контроля; 2) потребности в получении денежных средств от дочерних компаний; 3) цели финансирования; 4) элементах коммерческой стратегии; 5) ожиданиях относительно изменений финансовой среды; 6) стремлении минимизировать риски.

Налогообложение международной деятельности ТНК оказывает сильное влияние на ее инвестиционные решения, выбор организационной формы и способа финансирования. Всегда существует опасность двойного налогообложения.

¹ Более подробный анализ регионального (странового) риска и его страхования представлен в главе 10.

Правительство США минимизирует возможность двойного налогообложения путем предоставления льготы при уплате налогов в США, если они уже уплачивались в другой стране. Дочерние компании американских ТНК, действующие за рубежом, могут получать отсрочку при уплате налогов в США, reinvestируя свою прибыль за границей.

ТНК может получать капитал по более низкой стоимости, чем фирма, действующая в пределах только одной страны. Это происходит из-за того, что она имеет доступ к большему количеству источников капитала. Кроме того, ТНК может использовать различные меры снижения рисков, и их стоимость может быть включена в стоимость ее капитала. Путем сравнения предельных затрат на капитал и предельной прибыли на инвестированный капитал можно определить оптимальный для ТНК уровень финансирования.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Сравните мир двух стран и двух продуктов (пример, часто используемый при иллюстрации сравнительного преимущества) с миром большого количества продуктов, услуг и рынков. Какое отношение это имеет к финансированию ТНК и ее дочерних компаний?
2. Каким образом ТНК может использовать возможности зарубежных рынков? Каковы при этом ее потребности в финансировании?
3. Какую эволюцию прошла руководящая организация ТНК, по мере того как увеличивалось значение деятельности ее зарубежных дочерних компаний?
4. Проведите различие между внутренними и внешними источниками средств зарубежной дочерней компании ТНК.
5. Какая компания (совокупность компаний) имеет доступ к большему количеству источников капитала: зарубежная дочерняя фирма или вся система ТНК? Подробно объясните свой ответ.
6. Каким образом фактор законодательства влияет на потребность системы ТНК в финансировании?
7. Какой метод финансирования дочерней компании ТНК является более рискованным:
 - а) нераспределенная прибыль этой компании;
 - б) заем у материнской компании;
 - в) мобилизация капитальных ресурсов путем выпуска акций материнской компании?
8. Проведите различие между дочерними компаниями, испытывающими нехватку капитала, и фирмами имеющими избыточные средства. Какие проблемы появятся у ТНК, если она будет состоять из компаний только одного из этих типов?
9. При мобилизации средств системы ТНК трудно приспособиться к изменяющимся условиям. Прокомментируйте это утверждение.
10. Почему ТНК не хотят слишком часто гарантировать займы своих дочерних компаний?
11. По каким причинам кривая MRI ТНК понижается слева направо?
12. По каким причинам кривая MCC ТНК повышается слева направо? Сравните кривые MCC ТНК и фирмы, действующей в пределах только одной страны, при прочих равных условиях.

13. Объясните, каким образом налогообложение международной деятельности влияет на решение ТНК об инвестировании и финансировании.
14. Объясните, каким образом налогообложение дохода, получаемого ТНК за рубежом, влияет на выбор организационной формы осуществления зарубежных операций.
15. Дочерние компании американской ТНК расположены во Франции, Италии и Великобритании. Ставки налога на прибыль корпораций в этих странах равны соответственно 50, 30 и 20%. В Италии налог с суммы дивидендов, распределяемых среди держателей акций, составляет 10%. В США ставка налога на прибыль корпораций равна 34%. Какая дочерняя фирма должна осуществить перевод средств, чтобы общий объем уплачиваемых налогов был минимальным? Доход каждой дочерней фирмы до уплаты налогов составляет 10 млн. долл., а дивиденды должны быть выплачены полностью и после уплаты налогов.
16. Каков смысл предоставления налоговой льготы в США, если налоги уже один раз уплачивались за границей?
17. Дочерняя компания фирмы "Грэмко" (Gramco) расположена в Латинской Америке, где налог на прибыль равен 30%, а налог с суммы дивидендов, распределяемых среди держателей акций, — 10%. Подсчитайте величину налогов, уплачиваемых за границей и в США, при условии что прибыль дочерней фирмы составляет 5 млн. долл.
18. Данные о торговле между дочерними компаниями "Мейтрикс Корпорейшн" (Matrix Corporation) представлены в таблице. Прибыль каждой дочерней фирмы составляет 5%. Налог на прибыль равен 30% в Бельгии, 40% во Франции, 50% в Италии и 25% в Великобритании. Подсчитайте экономию средств от использования отпускных цен при перемещении капитала в страны с более низкими налоговыми ставками. Торгуя друг с другом, дочерние фирмы могут понижать и повышать цены не более чем на 20%.

ДАННЫЕ О ТОРГОВЛЕ МЕЖДУ ДОЧЕРНИМИ КОМПАНИЯМИ "МЕЙТРИКС КОРПОРЕЙШН", ДОЛЛ.

Страны-продавцы	Страны-покупатели			
	Бельгия	Франция	Италия	Великобритания
Бельгия				
Выручка		500 000		300 000
Единиц	xx	5	xx	3
Франция				
Выручка	600 000		400 000	
Единиц	12	xx	8	xx
Италия				
Выручка	100 000	160 000		120 000
Единиц	50	80	xx	60
Великобритания				
Выручка	5 000 000	7 000 000	1000 000	
Единиц	50	70	10	x

Случай 1. ВЫБОР "ЗЕТА ЮРОП"

У "Зета Кемикал Кампани", американской материнской компании, в Европе есть дочерняя фирма, которой необходимы дополнительные средства в размере 10 млн. долл. Она будет использовать эти средства в течение 5 лет, а потом выплатит заем. Существуют следующие альтернативы ее финансирования:

- 1) заем в долларах США под 10% на 5 лет;
- 2) заем в немецких марках под 7% на 5 лет;
- 3) автоматически возобновляемый евровалютный банковский заем, по условиям которого валюту его выражения можно менять каждые 6 месяцев при переустановлении плавающей процентной ставки. Текущая ставка по займу в евро-долларах составляет 9,5%, евростерлингах — 12,5%, евромарках — 7,0%, еврофранцузских франках — 10,5%.

Каковы преимущества и недостатки каждого варианта финансирования?

Случай 2. В КАКОМ МЕСТЕ ЮГО-ВОСТОЧНОЙ АЗИИ СЛЕДУЕТ РАЗМЕСТИТЬ РЕГИОНАЛЬНОЕ ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ: В СИНГАПУРЕ ИЛИ ГОНКОНГЕ?

В начале 1987 г. г-н Виктор Бланчард (Victor Blanchard) получил задание подготовить отчет о размещении зарубежного регионального офиса. Г-н Бланчард был одним из руководителей средней по размеру европейской компании, занимающейся производством упакованных пищевых продуктов. Администрация его компании считала, что новые производственные мощности следует разместить на Дальнем Востоке, где уже находилось примерно 10% производственных единиц фирмы (в Таиланде и Малайзии). В США располагалось 30% заводов компании, а в Европе — 60%. Предполагалось, что объем производства на Дальнем Востоке в ближайшие 4 года должен удвоиться за счет расширения существующих заводов и строительства новых в Индонезии и, возможно, на Филиппинах.

С учетом этих планов региональное административное и финансовое отделения фирмы должны были удовлетворять следующие потребности: получение среднесрочных займов, осуществление валютного хеджирования и финансирования торговли, поиск компаний для слияний и поглощений, развитие сотрудничества с банковской сферой региона, управление деятельностью производственных единиц. Для размещения офиса одинаково хорошо подходили и Сингапур, и Гонконг, и окончательный выбор еще не был сделан. Объем имеющихся у компании денежных средств составлял 1,7 млрд. долл. Для облегчения подготовки отчета и рекомендаций г-н Бланчард составил краткий список основных критериев сравнения Сингапура и Гонконга как городов размещения регионального финансового управления компании.

Помогите г-ну Бланчарду принять решение и объясните свой выбор.

Случай 2. В КАКОМ МЕСТЕ ЮГО-ВОСТОЧНОЙ АЗИИ СЛЕДУЕТ РАЗМЕСТИТЬ РЕГИОНАЛЬНОЕ ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ: В СИНГАПУРЕ ИЛИ ГОНКОНГЕ? (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Сингапур	Гонконг
1) Патерналистская социально-экономическая система	1) Свободная конкуренция и рыночная экономика
2) Крупный, хорошо развитый рынок азиатского доллара ¹	2) Крупный, хорошо развитый рынок азиатского доллара
3) Отсутствие местной финансовой базы и недостаток финансовой активности	3) Доступ к экономике Китая; финансирование различных проектов и торговли
4) Низкий политический риск	4) Высокий политический риск. Переход под юрисдикцию Китая в 1997 г.
5) В прошлом развитие рынка капиталов сдерживалось правительственными учреждениями. На рынке ведущую роль играет Центральный федеральный фонд неоплаченных убытков (Central Provident Fund); финансированию способствует высокий долларовый налог, взимаемый с заработной платы для целей социального страхования	5) Финансовые учреждения Гонконга активно работают над созданием рынка капиталов, где ведущую роль играл бы азиатский доллар
6) Из-за притока средств из соседних стран процентные ставки остаются на низком уровне	6) Процентные ставки неустойчивы из-за неравномерности потоков денежных средств
7) Росту денежного рынка способствуют руководящие денежно-кредитные учреждения; крупный рынок казначейских векселей	7) Недостаточная активность руководящих денежно-кредитных учреждений и отсутствие рынка казначейских векселей
8) Фондовый рынок тесно связан с фондовым рынком Малайзии	8) Фондовый рынок сильно зависит от циклов развития института собственности
9) Рост экономики, связанный с необходимостью удовлетворения финансовых потребностей региона	9) Рост экономики, связанный с развитием торговых и инвестиционных связей с Китаем

Краткая библиография

- Aggarwal, Raj. "International Differences in Capital Structure Norms," *Management International Review*, Issue No. 1, 1981.
- Baker, James C. "The Cost of Capital of Multinational Companies, Facts and Fallacies," *Managerial Finance*, September 1987, pp. 12-17.
- Booth, Lawrence David. "Taxes, Funds Positioning, and the Cost of Capital for Multinationals," *Advances in Financial Planning and Forecasting*, vol. 4, part B, 1990, pp. 245-270.
- Choi, Jongmoo Jay. "Diversification, Exchange Risk, and Corporate International Investment," *Journal of International Business Studies*, Spring 1989, pp. 145-155.

¹ Азиатские доллары — банковские депозиты, размещенные в Сингапуре и используемые за пределами США.

- Corporate Taxes, A Worldwide Summary*, New York: Price Waterhouse, 1992.
- Folks, W.R. "Optimal Foreign Borrowing Strategies With Operations in Forward Exchange Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1978.
- Frisch, Daniel J. "The Economics of International Tax Policy: Some Old and New Approaches," *Tax Notes*, April 30, 1990, pp. 581-591.
- Hartman, David G. "Tax Policy and Foreign Direct Investment in the United States," *National Tax Journal*, December 1984, pp. 475-487.
- Horst, Thomas: "American Taxation of Multinational Firms," *American Economic Review*, June 1977.
- Jack, Andrew: "Foreigners Keep Their Cool on U.S. Tax Threat," *Financial Times*, November 6, 1992, p. 6.
- Kidwell, David S., M.W.Marr, and C.R. Thompson. "Eurodollar Bonds: Alternative Financing for U.S. Companies," *Financial Management*, Winter 1985.
- Lee, Kwang Chul, and Chuck C.Y. Kwok. "Multinational Corporations vs. Domestic Corporation: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure", *Journal of International Business Studies*, Summer 1988, pp. 195-217.
- McCauley, Robert N., and S.A. Zimmer. "Explaining International Differences in the Cost of Capital", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer 1989, pp. 7-28.
- Park, Young S. "Currency Swaps as a Long-Term International Financing Technique," *Journal of International Business Studies*, Winter 1984.
- Ranzal, Gerald. "The Foreign Provisions of the Tax Reform Act of 1986: an Overview," *The Tax Advisor*, December 1986, pp. 768-776.
- Robbins, Sidney, and Robert Stobaugh. *Money in the Multinational Enterprise*, New York: Basic Books, 1973.
- Sato, M., and R. Bird. "International Aspects of the Taxation of Corporations and Shareholders," *IMF Staff Papers*, 1976.
- Sherman, H. Arnold. "Managing Taxes in the Multinational Corporation," *The Tax Executive*, Winter 1987, pp. 171-181.
- Stanley, Marjorie T. "Capital Structure and Cost of Capital for the Multinational Firm," *Managerial Finance*, vol. 16, no. 2, 1990, pp. 13-16.
- U.S. Corporations Doing Business Abroad*, New York: Price Waterhouse, 1992.
- U.S. Treasury. *Statistics on Income Studies of International Income and Taxes*, Internal Revenue Service, Compendium Studies on International Income and Taxes, 1988.

Контроль и регулирование международных денежных операций

ВВЕДЕНИЕ

Многонациональные корпорации должны принимать решения, касающиеся финансовых потоков как в пределах систем денежных платежей отдельных стран, так и между этими странами. Основными задачами этой главы являются: изучение решений, принимаемых в рамках контроля и регулирования международных денежных операций для достижения целей корпоративного управления, стратегии и механизмы, которые применяются для повышения эффективности контроля и регулирования денежных операций, а также проблемы, возникающие в этой области. Изучение контроля и регулирования международных денежных операций как отдельной категории, представляется практически невозможным без рассмотрения многих других финансовых решений, которые необходимо принимать многонациональным корпорациям. Мы достаточно подробно изучим вопросы контроля и регулирования денежных операций, делая вначале ударение на различные данные, касающиеся операций между странами, а затем рассмотрим операции внутри конкретных стран.

Традиционно основными элементами, на которых были сосредоточены контроль и регулирование денежных операций в многонациональных организациях, были следующие: сбор наличных средств, мобилизация этих средств, расходы и управление ликвидными активами, относящимися к оборотному капиталу. В этой главе мы рассмотрим все эти четыре элемента управления наличными средствами.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Осознать важность и необходимость контроля и регулирования денежных операций в деятельности многонациональных корпораций.
2. Выделить корпоративные цели и задачи контроля и регулирования денежных операций для многонациональных корпораций.
3. Описать стратегии и механизмы, используемые ТНК для контроля и регулирования денежных операций, как в их общей системе, так и в отдельных подразделениях.

4. Рассмотреть отдельные проблемы контроля и регулирования денежных операций многонациональных корпораций, которые возникают при операциях с блокированными средствами и в условиях особенно высокого уровня инфляции.
5. Показать на примерах, как многонациональные корпорации получают прибыль от проведения операций между отдельными звеньями системы при использовании факторов, относящихся к окружающей среде, проводимым операциям и ко всей системе в целом.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
• сделки "на расстоянии вытянутой руки"	• расходы
• банковский флоут ¹	• документарное инкассо
• переводной вексель, тратта ²	• финансовые филиалы
• блокированные фонды	• национальная система клиринговых расчетов
• сбор наличных средств	• квази-вексель
• "дойная корова"	• открытый счет ³
• прогнозирование сметы будущих наличных поступлений и платежей	• центр повторного учета
• мобилизация наличности	• установление трансфертных цен

КОНТРОЛЬ И РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ОПЕРАЦИЙ, УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ

Управляющие международными наличными средствами должны действовать с учетом финансовых решений, принимаемых в других отраслей. Многонациональные корпорации должны принимать финансовые решения, учитывающие взаимосвязь между контролем и регулированием денежных операций, составлением смет капиталовложений и их окупаемости, а также структурой капитала⁴.

Эти решения выступают в качестве основного связующего звена между отделениями, т. е. частями компании, специализирующимися на производстве, продаже и на операциях корпоративного казначейства. Из всех этих решений контроль и регулирование денежных операций теснее всего связаны с каждодневными операциями компании.

Чаще всего в многонациональной корпорации контроль и регулирование денежными операциями, составления смет капиталовложений и их окупаемости, а также структуры капитала входят в обязанности казначейства корпорации, при условии что эти операции не объединены в одну. Одним подходом к принятию решений по этим вопросам является рассмотрение в первую очередь вопросов, связанных с возобновляющимся составлением смет капиталовложений и их окупаемости, а также с определением структуры капитала, а затем определение и приведение в действие выбранной политики контроля и регулирования денежных операций. Все эти решения должны быть последовательными и взаимосвязанными. Все эти последовательные действия осуществляются на основе скрытого предположения, что лучшие возможности, связанные с инвестициями фирмы, относятся к области расчета рентабельности капиталовложений. И если такое распределение приоритетов может быть верным

¹ Чеки и платежные поручения в процессе банковского клиринга. (Прим. ред.)

² В США чаще применяется в отношении внешнеторговых сделок. (Прим. ред.)

³ Форма расчетов, при которой покупатель периодически оплачивает задолженность. (Прим. ред.)

⁴ Этот метод принятия финансовых решений многонациональными корпорациями был предложен Дж. С. Эдмундсом в его работе "Осуществление управления капиталом в многонациональных корпорациях: интегрированный подход". Менеджмент Интернэшнл Ревью, т. 23, № 3, 1983, с. 73—80.

для компаний, действующих строго на территории одной страны, то для компаний, ориентированных на проведение международных операций, такое распределение не всегда правильно. Это различие в определении приоритетов в случае многонациональных корпораций объясняется следующими факторами.

1. Действуя на территории разных стран, многонациональные корпорации сталкиваются с различными структурами нормы прибыли, которая может быть получена ими от операций с основным и оборотным капиталом. Именно поэтому многонациональные корпорации должны проводить четкое разграничение между составлением долгосрочных смет капиталовложений и их окупаемости и краткосрочными решениями по контролю и регулированию денежных операций.
2. Многонациональные корпорации, действующие на территории стран с высоким уровнем инфляции, часто имеют возможность получения более высокого уровня дохода по активам в результате эффективного контроля и регулирования денежных операций. Следовательно, они должны придавать большее значение этой области деятельности.
3. В течение последних 20 лет, т. е. в течение длительного периода, на мировых финансовых рынках преобладали изменяющиеся кривые доходности по процентным ставкам. При этих условиях прибыль фирмы сильно зависит от эффективных методов контроля и регулирования денежных операций. Именно поэтому функции контроля и регулирования денежных операций не должны быть зависимы от других финансовых решений.

КОРПОРАТИВНЫЕ ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ

Многонациональные корпорации должны стремиться к достижению множества различных целей при контроле и регулировании денежных операций (табл. 15.1). Во-первых, многонациональные корпорации стремятся оптимизировать вложения наличных средств, согласовывая потребности и возможности всей системы с более конкретизированными требованиями действующих филиалов. Во-вторых, они стремятся минимизировать финансовые затраты и транзакционные издержки¹. В частности, для достижения этой цели может потребоваться интернализация основных операций многонациональных корпораций, связанных с денежными переводами и международными расчетами. В-третьих, они стараются избежать валютных убытков; вследствие этого мобилизация наличных средств становится достаточно рискованной формой операций. В-четвертых, многонациональные корпорации должны учитывать эффект своей деятельности по контролю и регулированию денежных операций на свои налоговые обязательства. Например, при помощи дивидендов можно вывести средства из инфляционной среды, характеризующейся высоким уровнем валютного риска; однако при этом могут возникнуть дополнительные обязательства по налоговым платежам. И наконец, политические и регулирующие условия постоянно меняются в каждой отдельной стране, что делает необходимым переоценку подходов и механизмов контроля и регулирования денежных операций.

Важность контроля и регулирования денежных операций в разных отраслях различна и зависит от государственных и международных экономических условий. Компании, действующие в некоторых отраслях, традиционно имеют более высокий процент общих активов, относящихся к оборотному капиталу; примером такой отрасли может служить розничная торговля. В связи с большой важностью оборотного капитала компании, занимающиеся розничными операциями, осознают, что приори-

¹ На совершение сделки. (Прим. ред.)

тетным должны быть контроль и регулирование денежных операций. И наоборот, компании, относящиеся к секторам тяжелой промышленности, помещают меньшую долю общих активов в оборотный капитал; в таких предприятиях контроль и регулирование денежных операций играют второстепенную роль по сравнению с составлением смет капиталовложений и их окупаемости.

Государственные и межгосударственные экономические условия также могут оказывать влияние на важность контроля и регулирования денежных операций для многонациональных корпораций. Если смотреть на этот вопрос с внутригосударственных позиций, то в условиях статичной экономической обстановки предъявляются меньшие требования к контролю и регулированию денежных операций. Например, компаниям, действующим в социалистических государствах, чаще всего требуется меньший объем наличных средств, чем компаниям того же профиля, действующим в более динамичных экономических системах западного рынка. С точки зрения международной системы, высокие процентные ставки на мировых денежных рынках могут повысить значимость, придаваемую финансовыми менеджерами фирмы действиям по контролю и регулированию денежных операций, осуществляемым корпоративным казначейством. В качестве примера можно привести следующие данные. В период с 1980 г. по 1982 г. на основных финансовых рынках мира наблюдались высокие процентные ставки. В течение почти всего этого периода краткосрочные процентные ставки на нескольких главных финансовых рынках превышали 12 %. А в течение периодов с 1975 г. по 1978 год и с 1986 г. по 1992 г. ставки не превышали 6%.

При последующем изучении мы рассмотрим цели и задачи контроля и регулирования денежных операций корпораций с двух различных позиций:

- 1) с точки зрения системного подхода к контролю и регулированию денежных операций;
- 2) с точки зрения потребностей зарубежных филиалов.

Эти две позиции не требуют применения взаимоисключающих подходов к контролю и регулированию денежных операций. Однако, если мы рассмотрим контроль и регулирование денежных операций с этих двух альтернативных корпоративных позиций, то сможем получить более широкое понимание необходимости согласования различий между подходами внутри многонациональной корпорации.

ТАБЛИЦА 15.1 СИСТЕМА КОНТРОЛЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ОПЕРАЦИЙ КОРПОРАЦИЙ

Цели	Стратегии и механизмы	Проблемы и риски
	Системный подход	
1. Оптимизация вложений наличных средств	Региональные финансовые управления. Централизованные денежные хранилища (депозитарии)	Изменения валютных курсов
2. Минимизация финансовых затрат и транзакционных издержек	Взаимная компенсация требований и обязательств по платежам. Кредиты внутри системы, установление трансфертных цен. Дивиденды и выплаты	Действия правительства Фактические распределения налогового бремени
3. Избежание валютных убытков	Международные финансовые филиалы Центры повторного учета	Инфляция
	Подходы отдельных филиалов	
4. Минимизация налогового бремени	Прогнозирование сметы будущих наличных поступлений и платежей	Изменения процентных ставок. Замороженные фонды
5. Избежание потерь от политических и экономических рисков	Ускорение или затягивание расчетов по внешнеторговым операциям Местная кредитная деятельность	Политический риск

¹ Вызванное ожидаемым изменением валютных курсов. (Прим. ред.)

Системный подход к контролю и регулированию денежных операций

При системном подходе многонациональная корпорация рассматривается как организационная совокупность, внутри которой могут существовать различные составляющие, которые функционируют по-разному. Задачи многонациональной корпорации как организационной совокупности предельно просты. А именно: необходимо получение дохода на всех уровнях системы. Совокупность предполагает то, что материнская компания многонациональной корпорации требует от всех своих отдельных подразделений (филиалов) принесения в жертву своих личных стремлений ради получения прибыли на благо общего целого.

Мы можем отчетливо представить себе основные компоненты, функционирующие внутри системы, с точки зрения внутрисистемных потоков денежных средств, а именно: источников денежных средств, пользователей этими средствами и финансовых координаторов. В качестве источников денежных средств или, как их называют в определенных кругах, “дойных коров” выступают филиалы, которые выдвигают ограниченные инвестиционные требования, но позиция которых характеризуется большим объемом продаж и потоков наличных средств. Чаще всего это функционирующие длительное время, установившиеся подразделения. В качестве пользователей денежных средств выступают филиалы, которые предъявляют значительные инвестиционные требования, но обладают ограниченными объемами продаж и потоков наличных средств (это более “молодые”, быстроразвивающиеся подразделения). Ну и наконец, финансовые координаторы предоставляют финансовые услуги всей системе. Их услуги выступают в форме поддержки и обеспечения взаимосвязей с банками, содействия и помощи в управлении рисками потенциальных валютных убытков, а также некоторых других услуг.

Финансовые координаторы играют важную роль в работе по достижению корпоративных целей (их роль описана в табл. 15.1). В качестве центральных координаторов они имеют возможность оптимизировать вложения наличных средств. Также их сосредоточенные усилия направлены на избежание валютных убытков и осуществление эффективного контроля за транзакционными издержками.

Потребности зарубежных филиалов

Отдельные действующие филиалы многонациональных корпораций могут иметь различные представления и точки зрения по поводу того, как должны осуществляться контроль и регулирование денежных операций. Если сравнивать этот подход с системным подходом, то в данном случае внимание будет сосредоточено в большей степени на действиях и возможностях получения ассигнований и на разработке плана по достижению более узких и конкретизированных целей и задач. Очевидным является то, что системные цели и цели отдельных филиалов будут частично совпадать, включая оптимизации денежных авуаров, снижение финансовых затрат, а также понижение задолженности по налоговым платежам и валютным убыткам. Различия обнаруживаются в определении и достижении этих целей.

Упрощенный пример поможет прояснить все вышесказанное. Американская промышленная корпорация (Амакорп)¹ управляет несколькими зарубежными филиалами. Одними из этих филиалов являются Амакорп во Франции и Амакорп в Германии. В табл. 15.2 объединены соответствующие данные по финансовым условиям и операциям этих филиалов. Эти два филиала проводят торговые операции друг с другом на регулярной основе, выписывая счета в валюте продавца. Филиалы осуществляют эти операции на условиях открытого счета, выплаты по которому должны осуществляться в течение 30 дней.

¹ American Manufacturing Corporation (Amacorp).

Мы имеем все основания говорить о вышеописанных операциях между этими филиалами как о сделках “на расстоянии вытянутой руки”, при которых не прилагается никаких усилий по повышению прибыльности и эффективности за счет перевода прибыли или реформирования финансирования, объемов валютных средств и других операционных переменных. Теперь давайте предположим, что эти два филиала принимают решение отказаться от метода “на расстоянии вытянутой руки” и пытаются получить прибыль за счет приспособления своих операционных методов для разработки и эксплуатации различий в финансовых условий в странах, на территории которых они действуют.

Возможности улучшения финансовых операций для каждого из этих двух филиалов зависят от их способности и умения извлекать прибыль из различных факторов окружающей среды, операционных и общесистемных факторов. Получение прибыли за счет факторов окружающей среды может осуществляться на основе перевода финансовых средств из филиала с относительно высокими кредитными затратами в филиал с более низкими кредитными затратами. В табл. 15.3 детально показано осуществление этого плана. Так, германский филиал предлагает условия главным образом 60-дневного открытого счета вместо 30-дневного и ускоряет погашение задолженности за счет покупок у французского филиала.

Получение прибыли за счет операционных факторов может происходить при установлении трансфертных цен, направленном на перевод прибыли из среды с высоким уровнем подоходных налогов в среду, где уровень подоходных налогов более низкий. В данном случае германский филиал действует в условиях среды с высокими подоходными налогами. Следовательно, было бы желательно осуществить перевод прибыли во французский филиал. Одним из способов выполнения этого плана может стать установление трансфертных цен, при котором происходит изменение цен, используемых в торговых операциях между этими двумя филиалами. Германский филиал снизит цены при осуществлении продаж французскому филиалу. В свою очередь, французский филиал повысит цены при проводимых продажах германскому филиалу (см. табл. 15.3).

Получение прибыли за счет общесистемных факторов может осуществляться на основе использования потенциальных финансовых возможностей всей глобальной системы. Система Амакорп может получать финансовые средства за счет эмиссии еврооблигаций, деноминированных в долларах (по ставке 7,1%). Эти средства могут быть переведены в немецкие марки по реальной стоимости 6,2% (7,1%—0,9%). При этом может быть достигнута более высокая финансовая выгода, чем в случае с германским филиалом.

ТАБЛИЦА 15.2 ДАННЫЕ ПО ФИНАНСОВЫМ УСЛОВИЯМ И ОПЕРАЦИЯМ АМАКОРП
ВО ФРАНЦИИ И АМАКОРП В ГЕРМАНИИ

	Амакорп во Франции	Амакорп в Германии	Система Амакорп
Финансовые условия			
Местная стоимость заемных средств, %	9,2	6,3	
Затраты на финансирование путем выпуска еврооблигаций, %	8,7 ¹	6,4 ²	7,1 ³
Стоимость обмена долларов, %	1,3 ⁴	-0,9 ⁵	
Налог на прибыль корпораций, %	40	46	
Данные по операциям:			
Ежемесячная продажа компонентов, млн. долл.			
Амакорп во Франции продает Амакорпу в Германии	6,4		
Амакорп в Германии продает Амакорпу во Франции		7,2	

Примечания:

¹ Деноминированы во французских франках.

² Деноминированы в немецких марках.

³ Деноминированы в долларах США.

⁴ Доллары на французские франки.

⁵ Доллары на немецкие марки.

ТАБЛИЦА 15.3 ПРИБЫЛЬ ПОЛУЧЕННАЯ ОТ ОПЕРАЦИЙ, НЕ ВКЛЮЧАЮЩИХ СДЕЛКИ "НА РАССТОЯНИИ ВЫТЯНУТОЙ РУКИ", ЗА СЧЕТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ФАКТОРОВ ОКРУЖАЮЩЕЙ СРЕДЫ, ОПЕРАЦИОННЫХ И СИСТЕМНЫХ ФАКТОРОВ

1. Факторы окружающей среды

Дочерняя компания во Франции может обратиться с просьбой о предоставлении расширенных торговых условий (60 дней) при торговых операциях с дочерней компанией в Германии. Также германская компания может ускорить свои выплаты французской компании.

Финансовая выгода равняется разности между текущей стоимостью финансовых средств, которые могли быть получены, и стоимостью финансовых средств при применении новой стратегии. Стоимость в текущих ценах равна $6,4 \times 9,2$ плюс $7,2 \times 6,3 = 1042$ тыс. долл. Стоимость при новой стратегии равна $14,4 \times 6,3 = 907,2$ тыс. долл. Финансовая выгода равняется 135,2 тыс. долл. ежегодно ($1042,4 - 907,2$).

2. Операционные факторы

Установление трансфертных цен будет способствовать переводу прибыли в отделение многонациональной компании, функционирующее в среде в более низкими налогами. Налоговая экономия будет равна разности между налоговыми ставками, рассчитанными по объему переведенного дохода.

Финансовая выгода равна разности между налоговыми ставками (6%), рассчитанными по сумме переведенного дохода ($13,6$ млн. долл. $\times 0,2$). Корректировка цены на 2% содействует переводу этой суммы прибыли из Германии во Францию. Налоговая экономия будет равна 195,84 тыс. долл. ежегодно, что рассчитывается следующим образом: $13,6 \times 12 \times 0,02 \times 0,06$, что равно 195,84 тыс. долл.

3. Общесистемные факторы.

Финансовые средства в еврооблигациях, при которых стоимость долларового выпуска равна 7,1%, переводятся в немецкие марки с прибылью 0,9%, что снижает затраты до 6,2%. Это на 3,0% ниже затрат при переводе финансовых средств во французские марки (9,2%). Таким образом, $13,6 \times 3,0\%$ составляет процентную выгоду, равную 408 тыс. долл.

Источник: табл. 15.2.

СТРАТЕГИИ И МЕХАНИЗМЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ НАЛИЧНЫМИ СРЕДСТВАМИ

Как мы уже отмечали в предыдущем разделе, при осуществлении контроля и регулирования денежных операций между странами (расположения филиалов) могут возникнуть следующие сложности:

- 1) взаимодействие двух или более финансовых систем, в каждой из которых действуют различные ставки прибыли по процентам и требуются различные затраты денежных средств;
- 2) различные валютные системы, каждая из которых предусматривает различные формы правительственного контроля по специфическим категориям операций или замораживание фондов;
- 3) постоянные изменения валютных курсов и валютных процентных ставок, а также связанные с ними изменения прогнозов этих курсов и ставок;
- 4) значительные различия, существующие между национальными налоговыми системами.

Ситуация, когда функции сбора средств или предоставления оплаты осуществляются двумя различными финансовыми системами, приводят к возникновению запаздываний в потоках наличных средств. Вероятность возникновения таких запаздываний повышается, если между этими государствами существуют значительные различия в платежных инструментах, таможенной практике и конвертации. В таких случаях многонациональные корпорации получают возможность увеличить свои сборы денежных средств, если вступят в деловые отношения с каким-либо международным банком, располагающим отделениями в обоих государствах и, следовательно, имеющим более широкие возможности для более точной передачи распоряжений о платежах между этими двумя банковскими системами.

Также существуют значительные различия между правилами обмена валют, устанавливаемыми различными государствами. США, Япония и главные европейские государства ввели валютные системы, ориентированные в значительной степени на свободный рынок, характеризующиеся незначительным вмешательством государства в рыночные операции. В противоположность этим странам, в развивающихся странах важнейшую роль играют детально разработанные центральными банками правила. В развивающихся странах правительства активно вмешиваются в рыночные операции, и действуют централизованные административные валютные системы. В некоторых развивающихся странах, таких как Мексика и Бразилия, наблюдаются попытки правительств, направленные на поддержание валютных курсов максимально близко к уровню рыночного равновесия. В других странах, таких как Доминиканская Республика, власти имеют возможность принимать решение о введении строгих нормирующих процедур для управления потоками валютных средств. В таких условиях отделения многонациональных корпораций могут столкнуться со сложностями, связанными с замораживанием (блокированием) денежных средств. Эта ситуация встречается особенно часто, если эти средства представляют собой дивиденды, выплачиваемые дочерней компанией материнской корпорации. Там, где существует угроза замораживания денежных средств, многонациональные корпорации вынуждены изыскивать пути для избежания накопления наличных средств.

Общесистемные и региональные подходы

Теперь мы рассмотрим несколько методов, которые используются на общесистемных и региональных уровнях для улучшения контроля и регулирования денежных операций. Они включают: 1) использование централизованных депозитариев и взаимной компенсации требований и обязательств на региональном уровне; 2) международные финансовые филиалы и центры повторного учета; 3) установление трансфертных цен; 4) стратегии выплат; 5) внутрисистемные кредиты.

1. Централизованные депозитарии и взаимная компенсация требований и обязательств на региональном уровне

Как вы уже поняли, многонациональные корпорации, осуществляющие свои операции на общемировом уровне, имеют возможность получать прибыль за счет централизации отдельных финансовых функций. Одной из таких функций являются контроль и регулирование международных денежных операций. Использование централизованных (или региональных) депозитариев позволяет получить дополнительную прибыль. Отделения составляют прогнозы будущих движений наличных поступлений и платежей, а затем передают все средства, превышающие объем, необходимый для

осуществления основных операций, в централизованные депозитарии. В обязанности центрального управления, в свою очередь, входит перевод этих средств в валюты или другие инвестиционные инструменты денежного рынка, необходимые для лучшего удовлетворения потребностей всей системы.

Полученные таким образом результаты включают:

- 1) повышение эффективности использования наличных средств, находящихся в распоряжении действующих филиалов;
- 2) централизованный контроль за валютами, в которых деноминированы ликвидные активы;
- 3) возможность совершения обмена инвестированных средств для достижения более высокой общей доходности;
- 4) возможность уплаты за счет неоплаченных банковских кредитов.

Механизм взаимной компенсации обязательств на региональном уровне используется многонациональными корпорациями для сокращения числа валютных операций; филиалы, действующие в пределах одной системы, осуществляют большое количество валютных операций между собой. Чаще всего этот механизм подразумевает проведение проверки валютных требований, представленных дочерними компаниями, с помощью матрицы выплат. Клиринговые и расчетные операции осуществляются через централизованное хранилище. При этом используется метод, во многом аналогичный методу, применяемому местными банками США для осуществления клиринговых операций с переводными векселями через региональную клиринговую палату.

2. Международные финансовые филиалы и центры повторного учета

Еще одним подходом к контролю и регулированию денежных операций, требующим более значительных организационных изменений, является использование центров повторного учета и международных финансовых или факторинговых компаний. В Европе используется следующая практика: в качестве центра повторного учета финансовое управление учреждает централизованную организацию. Эта компания повторного учета соглашается приобретать выставленные переводные векселя в зарубежных валютах у европейских дочерних компаний многонациональных корпораций, а затем повторно выставлять их действующим отделениям в валютах стран их действия. При использовании такой структуры центр управляет валютными позициями многонациональной корпорации в Европе, а также осуществляет контроль за установлением моментов времени для согласования потоков и накоплений наличных средств. Благодаря проведению этого централизованного контроля появляется возможность объединения сложных экспертных оценок валют и систем контроля и регулирования денежных операций для достижения целей компании.

Международные финансовые компании являются альтернативой центров повторного учета, но в отличие от этих центров не требуют чрезмерного административного контроля. При использовании этого метода международные финансовые компании покупают сами или выступают в качестве посредников при покупке счетов у действующих отделений многонациональных корпораций. При этом в некоторых случаях право оборота может сохраняться. Используя такую систему, эти компании также получают возможность брать на себя валютные риски, связанные с выставлением переводных векселей. Таким образом, отделение многонациональной корпорации во Франции, имеющее счет, деноминированный в немецких марках, может продать его международной финансовой компании и получить эквивалентные выплаты во французских франках. Международные финансовые компании могут осуществлять фи-

нансирование, а также брать на себя валютные риски. Так же как центры повторного учета, международные финансовые компании могут осуществлять контроль и устанавливать моменты времени для согласования потоков и накоплений наличных средств.

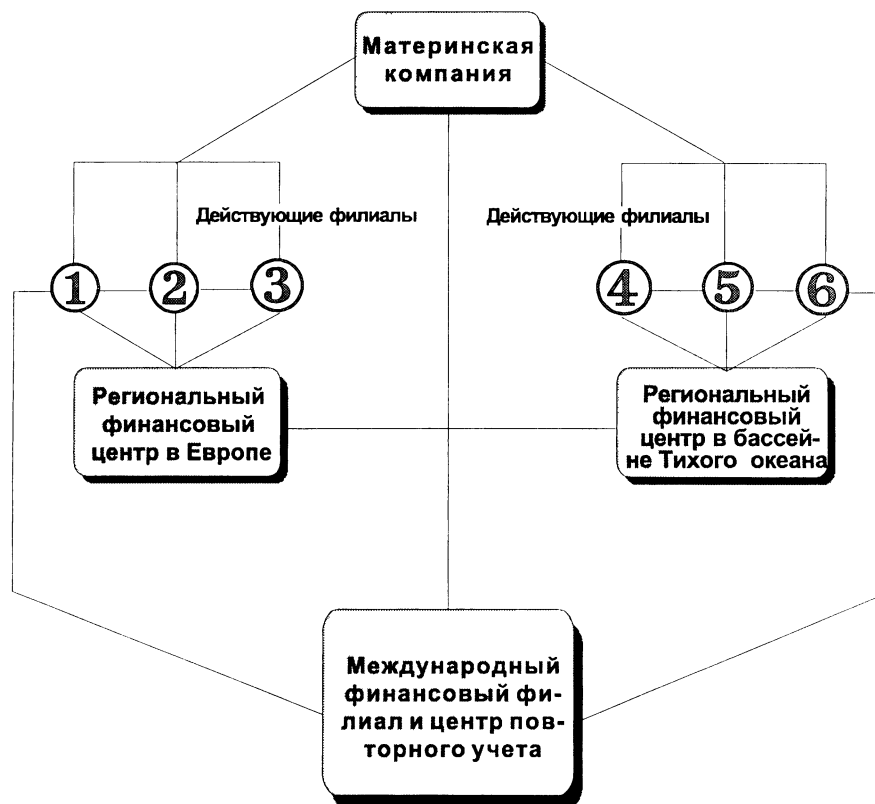
3. Установление трансфертных цен

Установление трансфертных цен является важным и широко используемым механизмом перевода денежных средств между отделениями многонациональной корпорации. Этот метод подразумевает установление фиксированных цен при операциях между компаниями. При этом фиксированные цены могут отличаться от экономически выгодных значений или рыночной стоимости при операциях “на расстоянии вытянутой руки”. Трансфертные цены могут отличаться от цен “на расстоянии вытянутой руки” вследствие того, что эти трансфертные операции не проводятся на конкурентной рыночной основе. Это внутренние операции между отделениями многонациональной корпорации. В результате установления заниженных цен на товары, продаваемые отделением в стране А отделению в стране В, происходит перевод средств из А в В. В результате установления завышенных цен на товары, продаваемые отделением в стране А отделению в стране В, происходит перевод средств в противоположном направлении.

Установление трансфертных цен служит для осуществления переводов денежных средств и содействует контролю и регулированию денежных операций, а также служит для осуществления других функций. Так, установление трансфертных цен используется в управлении для содействия распределению прибыли и налоговых обязательств, для оказания влияния на стоимость импортируемых товаров и на тарифные ставки, а также для того, чтобы облегчить позиционирование денежных средств с целью сократить валютный риск. В табл. 15.3 показана ситуация, в которой благодаря смете будущих наличных поступлений и платежей одновременно осуществляется контроль и регулирование денежных средств и сокращение налоговых ставок.

4. Стратегии выплат

Выплаты играют ключевую роль в контроле и регулировании денежных операций, так как они позволяют осуществлять перевод средств между различными объектами. Более того, использование выплат может иметь значительное влияние на размер налоговых ставок. Выплаты осуществляются в форме дивидендов, процентных выплат, компенсаций, а также комиссий (рис. 15.1). В тех случаях, когда выплаты осуществляются в форме дивидендов, выплачивающее отделение передает потоки наличных средств, полностью облагаемые налогами, а материнская компания получает доход, также полностью облагаемый налогом. Если выплаты осуществляются в форме процентных выплат, компенсаций или комиссий по кредитам, предоставляемым материнской компанией своим отделениям, то потоки наличных средств, передаваемые выплачивающим отделением, освобождаются от налогов в случаях, предусмотренных налоговым законодательством, а материнская компания или филиал получают доход, полностью облагаемый налогами. Также в случаях, если материнская компания получает доход по процентам, могут потребоваться выплаты основной суммы первоначального кредита. Чаще всего такие наличные средства подразумевают передачу не облагаемых налогом денежных средств получателю.



Примечание: Финансовые потоки могут принимать любую из следующих форм:

- 1) выплаты дивидендов;
- 2) процентные выплаты;
- 3) выплаты компенсаций;
- 4) выплаты комиссий за управление;
- 5) выплаты кредита;
- 6) обеспечение кредита;
- 7) оплата товаров;
- 8) продажа финансовых требований (учет, факторинг);
- 9) покупка акций.

РИС.15.1. ОСНОВНЫЕ ВИДЫ И СТРУКТУРЫ ПОТОКОВ, ПРОИСХОДЯЩИХ В ПРЕДЕЛАХ ОБЩЕМИРОВОЙ СИСТЕМЫ МНОГОНАЦИОНАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ

5. Внутрисистемные кредиты

Внутрисистемные кредиты могут играть важную роль как при контроле и регулировании денежных операций, так и при осуществлении других корпоративных стратегии и целей. Филиал, действующий на территории страны со “слабой” (неконвертируемой) валютой и осуществляющий перевод средств из этой страны, может осуществлять экспортные операции с филиалом, действующим на территории другой страны, и предоставлять ему более длительные сроки кредита, допускаемые при экс-

портных продажах. Таким образом система многонациональной корпорации получает возможность выплатить средства позднее в обесцененной валюте. Филиал, действующий на территории страны с низкими процентными ставками, может брать большие кредиты, а затем передавать избыточные наличные средства региональному финансовому центру.

Очень важно осознать то, что многонациональная корпорация — это глобальная система, которая мобилизует потоки наличных средств и размещает их с учетом лучшего удовлетворения потребностей всей системы (см. рис. 15.1). Каждое из действующих отделений расположено в странах, в которых действуют различные финансовые, валютные и налоговые условия. Следовательно, в функции управления должно входить планирование и осуществление переводов наличных средств из одного отделения в другое для получения прибыли и улучшения эффективности работы всей системы в целом.

Многонациональные корпорации тщательно планируют свои потоки выплат, с тем чтобы получить прибыль за счет налогового статуса различных форм выплат. В то же время они должны структурировать выплаты таким образом, чтобы обеспечить большую гибкость своих будущих потоков наличных средств. Это необходимо для решения задач управления наличными средствами.

Индивидуальные стратегии филиалов

Если мы рассмотрим контроль и регулирование денежных операций с точки зрения показателей, характеризующих деятельность внутри страны, то мы обнаружим значительные различия в способах функционирования финансовых систем каждой отдельной страны. Например, основные промышленные государства обладают относительно хорошо развитой системой кредитно-финансовых учреждений, рынков и инструментов. В противоположность им, развивающиеся страны не обладают в такой же степени развитыми финансовыми инфраструктурами. К тому же различаются и национальные экономические условия (например, между странами с высоким уровнем инфляции и странами с низким уровнем инфляции), что еще более увеличивает значительность различий в условиях и инфраструктурах стран. Именно вследствие этих значительных различий между национальными финансовыми системами многонациональные корпорации вынуждены адаптировать свои подходы к контролю и регулированию денежных операций с учетом условий каждой конкретной страны.

В последующем разделе мы рассмотрим:

- 1) прогнозирование сметы будущих наличных поступлений и платежей;
- 2) сбор наличных средств и механизм внутренних кредитов;
- 3) использование ускорения или затягивания расчетов по внешнеторговым операциям каждым отдельным филиалом.

1. Прогнозирование сметы будущих наличных поступлений и платежей

Самая основная информация, необходимая многонациональным корпорациям для принятия решений, — это установление трансфертных цен, составляемых отдельными действующими филиалами. Эти прогнозы выступают в качестве необходимых компонентов системы управления многонациональных корпораций. Они направлены на выяснение того, как изменения в деятельности филиала внутри отдельной страны могут повлиять на позицию наличных средств этого филиала. В целях дальнейшего

использования сметы будущих наличных поступлений и платежей объединяются на региональном или глобальном уровне.

Для осуществления централизованного контроля и регулирования денежных операций требуется информация, предоставляемая разрозненными (децентрализованными) источниками. В табл. 15.4 мы приводим примерную смету будущих наличных поступлений и платежей, составленную европейским филиалом корпорации IGT на четырехнедельный период. Из этого отчета мы видим, что в течение первой недели ожидается общий излишек наличных средств в размере 15 млн. долл., но на весь четырехнедельный период прогноз предусматривает чистый отток наличных средств в размере 35 млн. долл.

Как мы уже отмечали в предыдущих разделах этой главы, информация, представленная в табл. 15.4, будет полезна для централизованного депозитария. С помощью этой информации централизованный депозитарий получит возможность планирования получения банковских кредитов, когда прогнозируемый дефицит наличных средств станет реальным. И напротив, депозитарий сможет предоставлять средства по неоплаченным кредитам тогда, когда будет наблюдаться чистый приток наличных средств.

ТАБЛИЦА 15.4 ПРОГНОЗЫ ПРИТОКОВ НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ, СОСТАВЛЕННЫЕ ЕВРОПЕЙСКИМ ФИЛИАЛОМ КОРПОРАЦИИ IGT НА ЧЕТЫРЕХНЕДЕЛЬНЫЙ ПЕРИОД, МЛН. ДОЛЛ. США

	Неделя 1	Неделя 2	Неделя 3	Неделя 4	Всего
Западная Германия	30	-80	-20	50	-20
Италия	-20	50	-10	15	35
Франция	-10	-5	-25	5	-35
Нидерланды	15	25	-10	-45	-15
Европейский регион	15	-10	-65	25	-35

2. Сбор наличных средств и механизм внутренних кредитов

Вторым показателем сбора наличных средств, контроля и регулирования денежных операций с точки зрения функционирования филиалов внутри страны является сбор наличных средств и механизм внутренних кредитов. С этой точки зрения процесс сбора состоит из четырех компонентов: счет-фактура, условия кредита, счета дебиторов, а также инструменты сбора средств. Счет-фактура вступает в действие, когда клиент выписывает ордер. Это действие влечет за собой осуществление последовательности операций: подтверждение кредита и выписка счета, отправка и управление запасами. Основным вопросом, интересующим многонациональную корпорацию в связи со счетом-фактурой, является выяснение степени возможной централизации этой функции. Более высокая степень централизации влечет за собой усиление контроля казначейства за процессом сбора, что означает более высокие затраты на предоставление информационных и коммуникационных услуг. Но в настоящее время, ввиду того что в большинстве многонациональных корпораций происходит компьютеризация процесса сбора, наметился переход к усилению централизации этой функции в коммерческой практике.

Компонент условий кредита требует от многонациональной корпорации установления баланса между двумя противоборствующими целями. С одной стороны, управляющие маркетингом и продажами чаще всего сильно заинтересованы в использовании условий кредита для поддержания своих усилий, направленных на продажу продукции. С другой стороны, управление многонациональной корпорации должно подтвердить торговый кредит, предоставляемый клиентам, так как кредит по своей сущ-

ности является источником дополнительных финансовых затрат. В функции кредитной политики многонациональной корпорации входит поиск путей примирения и достижения компромисса между длительностью кредитного периода, предельными размерами кредитов, устанавливаемыми на каждого клиента, а также между формой кредита и механизмом мониторинга и придания законных оснований условиям кредита.

Но из всех этих показателей кредитной политики, пожалуй, первостепенным является форма кредита. Существует четыре категории торговых кредитов, используемых в международной торговле: открытый счет, квазивексель, полный (или переводной) вексель и документарное инкассо. Из всех этих форм открытый счет обеспечивает безопасность интересов многонациональной корпорации в наименьшей степени; счета дебиторов в основном ничем не обеспечиваются. Квазивексель предоставляет более надежные гарантии многонациональным корпорациям. Квазивексель, который используется во многих странах, требует представления специального подписанного счета (как принято в Италии) или копий счета, предоставляемых банком продавца в качестве обеспечения (как принято в Бразилии)¹.

Полные (или переводные) векселя представляют собой безусловное обязательство приобретателя выплатить всю сумму в установленный день. И наконец, документарные инкассо бывают двух видов: оплата по оговоренным документам и аккредитив, открываемый банком от имени приобретателя. Действия этих двух видов документов основаны на выполнении продавцом конкретных требований, установленных в соглашении о сборе. Если используется аккредитив, то банковский кредит заменяется на кредит приобретателя. Более подробно документарные инкассо мы рассматривали в главе 10.

При рассмотрении вопросов, связанных со счетами дебиторов, управляющие многонациональных корпораций должны суметь сбалансировать факторы взаимоотношений с клиентом и затрат, связанных с выплатой процентов и административными расходами. Административные расходы связаны с мониторингом и получением средств по просроченным счетам клиента. На баланс между этими двумя факторами могут оказывать влияние экономические условия каждой отдельной страны. Так, например, механизмы счетов дебиторов и системы управления будут значительно различаться между странами с низким уровнем инфляции (Германия), и странами с более высокими уровнями инфляции (Испания, Греция).

В современной коммерческой практике широко используются следующие три вида инструментов сбора средств: банковские переводы, чеки и тратты (или переводные векселя). В пределах ограничений, налагаемых на коммерческую практику в некоторых странах, казначейства многонациональных корпораций стремятся выбрать такие инструменты и процедуры сбора, которые позволили бы минимизировать затраты по сбору средств, включая затраты, вызванные процедурными задержками (такими как передача авизо и клиринговые операции), комиссии по операциям с наличными средствами (включая налоговые, банковские комиссии, а также консультационные комиссии), и также внутренние административные расходы.

Банковские переводы, широко используемые в континентальной Европе, подразумевают выплаты денежных средств с банковского счета покупателя и перевод их на счет продавца без создания специального инструмента, предусматривающего проведение переговоров и обсуждений. Лицо, предоставляющее денежные средства, проводит перевод через банковскую систему; в большинстве стран используются национальные клиринговые системы. Банковский флоут² относится к средствам, требующимся для осуществления клирингового процесса и процесса определения стоимости. Объем флоута изменяется в зависимости от банковской практики каждой отдельной страны и от количества

¹ John Giannotti and Richard Smith, *Treasury Management* (New York: John Wiley and Sons, 1981):22.

² Чеки и платежные поручения в процессе банковского клиринга. (Прим. ред.)

клиринговых центров, используемых для банковского перевода. Проведение переводов между национальными клиринговыми центрами может привести к обременительным временным задержкам. Так, международные переводы между двумя европейскими странами могут занимать от восьми до десяти деловых дней.

“Чек” представляет собой безусловный приказ, передаваемый банку лицом, предоставляющим денежные средства. В этом приказе банк получает инструкции о выплате получателю установленной суммы. Однако со сборами по чекам связаны следующие виды задержек: почтовые задержки и задержки, связанные с обработкой чеков внутри организации продавца. Чеки выступают в качестве преобладающего инструмента сбора в Канаде, Великобритании и в США. Они также широко используются в континентальной Европе¹.

В США практика использования “личных ящиков” способствует сокращению почтовых задержек. “Личные ящики” представляют собой почтовые ящики, предоставляемые банком продавца, в которые клиенты должны пересылать чеки. В тех странах, где учет торговых бумаг является основным источником финансирования оборотного капитала, в торговой практике большее значение придается использованию векселей и квазивекселей. При использовании векселя задержки связаны с тем, что необходимо время для получения покупателем векселя, для его акцепта и для извещения продавца. Вторым фактором, вызывающим задержки при получении оплаты векселя по истечении его срока, является передача продавцу извещения, необходимого для получения оплаты.

3. Ускорение или затягивание расчетов по внешнеторговым операциям

Ускорение или затягивание расчетов связаны с согласованием моментов времени перевода денежных средств, направленным на достижение желаемых целей. Фирмы могут ускорять или замедлять предоставление запланированных выплат, с тем чтобы осуществить перевод средств из страны со “слабой” валютой или из стран, в которых проводится замораживание средств на счетах. Такие переводы могут происходить как между филиалами одной компании, так и между независимыми компаниями. Результатом применения этой стратегии является изменение активов и пассивов одного корпоративного филиала и противоположное изменение, происходящие в активах и пассивах другого корпоративного филиала. К основным видам переводов, основанных на ускорении или затягивании расчетов, относятся: переводы из стран с низкими процентными ставками в страны с высокими процентными ставками и переводы из стран с “мягкой” (неконвертируемой) валютой в страны с “твердой” (конвертируемой) валютой. Но многие страны стремятся ограничить использование корпорациями практики ускорения или затягивания расчетов по внешнеторговым операциям.

ОТДЕЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ, С КОТОРЫМИ СТАЛКИВАЮТСЯ МНОГОНАЦИОНАЛЬНЫЕ КОРПОРАЦИИ

Контроль и регулирование денежных операций затрагивает множество отдельных аспектов международных финансовых операций. В последующем разделе мы рассмотрим два таких особых аспекта, а именно случаи, когда многонациональные корпорации сталкиваются с замораживанием (блокированием) денежных средств и с ситуацией, характеризующийся высоким уровнем инфляции.

¹ Giannotti and Smith, p. 60.

Замораживание (блокирование) денежных средств

Множество многонациональных корпораций осуществляет свои операции в странах, где действуют системы валютного контроля. В таких ситуациях постоянно существует угроза замораживания (или блокирования) денежных средств. Многонациональным корпорациям может потребоваться осуществить финансирование одного из филиалов, выплатить прибыль или просто перевести денежные средства из соображений безопасности или для повышения эффективности их использования. Для этого применяются следующие подходы.

Установление трансфертных цен

Установление трансфертных цен для содействия выводу денежных средств из страны с действующим валютным контролем зависит от операционной структуры. Этот метод может эффективно использоваться филиалом, производящим какую-либо продукцию внутри страны на экспорт. Для проведения этой процедуры потребуется выписка счетов во внутренней валюте (блокированной валюте). Тогда в рамках управления финансовой деятельности корпорации чаще всего появляется возможность приобрести эту блокированную валюту по выгодным ставкам за пределами страны.

Кредиты через банки

При управлении финансовой деятельностью может быть принято решение о том, что необходимо ввести денежные средства в страну с блокированной валютой для обеспечения финансовых потребностей филиала, действующего на территории этой страны. При этом взаимодействие с международным банком может предоставить больше гарантий того, что кредит будет выплачен. Использование такой техники помогает сократить региональный риск, так как правительства стран предпочитают не замораживать выплаты по обслуживанию долгов международным банкам. Это объясняется тем, что замораживание выплат многонациональной корпорации не будет иметь такого же негативного воздействия на международное кредитное положение страны, как замораживание выплат международным банкам.

Повторное инвестирование

Еще одной альтернативой — которую многонациональные компании выбирают не всегда добровольно — является повторное инвестирование. Блокированные денежные средства, которые остаются в стране, принимают форму активов (наличных или финансовых). Временное блокирование средств приводит к необходимости краткосрочных инвестиций, например во внутренний денежный рынок. Это происходит при условии, что для этого существуют достаточно благоприятные и выгодные возможности. В таких обстоятельствах подходящими оказываются правительственные ценные бумаги (например, индексированные с учетом уровня инфляции) или банковские депозиты. Там, где инструменты денежного рынка становятся недоступны, в качестве альтернативных вариантов могут выступать физические активы (товарно-материальные запасы, основные фонды) или депозиты, размещенные в международных банках, которые предлагают компенсационные преимущества. Эти преимущества могут означать предоставление кредитов по низким процентным ставкам в других частях света или другие финансовые услуги. Для повторного инвестирования блоки-

рованных денежных средств руководство многонациональной корпорации может также использовать компенсационные кредиты. Так, например, многонациональная корпорация США, проводящая свои операции в Доминиканской Республике, имеет возможность предоставить свои заблокированные денежные средства в кредит другой многонациональной корпорации, испытывающей потребность в денежных средствах в Доминиканской Республике для расширения своего бизнеса.

Инфляция

Самое большое значение придается эффективным методам контроля и регулирования денежных операций в странах с высоким уровнем инфляции. Например, в 1993 г. темпы инфляции в Бразилии превысили 1000% в годовом исчислении, что, если допустить частичное погашение, составляет примерно 30% в месячном исчислении. Процентные ставки удваивались, что составляло более 30% в месяц. В таких обстоятельствах финансовое состояние компании будет во многом зависеть от ее способности управлять своими денежными операциями и оборотным капиталом.

В Бразилии была разработана необыкновенно сложная система финансового рынка, что явилось отчасти реакцией на потребности компаний, инвесторов и кредиторов, которые сталкивались с проблемой инфляции. Эта система предлагает многонациональным компаниям различные способы решения этой проблемы. Во-первых, в Бразилии была введена система индексации и денежной корректировки, что позволяет компаниям повторно устанавливать и определять свои основные фонды и активы собственного капитала¹ в соответствии с уровнем изменения цен. С помощью этой системы удалось избежать декапитализации компаний, вызываемой во многих случаях инфляцией. Во-вторых, система денежной корректировки обеспечивает проведение необходимой корректировки стоимости отдельных финансовых активов, таких как банковские депозитные счета и правительственные ценные бумаги. Таким образом, центральный банк и правительство гарантируют положительную реальную процентную ставку владельцам этих активов. В табл. 15.5 показан пример таких доходов по активам в Бразилии в середине 1993 г.

У многонациональных компаний есть и другие возможности использования в своих операциях активов, защищенных от инфляции. В Бразилии корпорации имеют право осуществлять торговые операции с золотыми слитками. Многие компании используют эту возможность. Во-вторых, товарно-материальные запасы обеспечивают еще один способ защиты от инфляции. Также импортируемые товары обеспечивают дополнительную защиту от понижения стоимости валют, связанного с инфляцией внутри страны. Однако в Бразилии деятельность правительства, направленная на установление контроля за ценами, призванного действовать в течение длительных периодов времени, препятствует осуществлению усилий корпоративных казначейств, имеющих целью минимизировать потери, связанные инфляцией с понижением стоимости валют.

В странах с высокой инфляцией, таких как Бразилия, зарубежные филиалы многонациональных компаний должны разрабатывать и вводить механизмы, призванные защитить их финансовые интересы. Например, существует стимул для банков увеличивать флот. Одним из способов, который может выбрать дочерняя компания, является использование региональной централизованной системы для управления сборами и выплатами. При использовании такой системы необходимо выбрать какой-то банк в каждом регионе страны, в обязанности которого будет входить под-

¹ Собственный капитал — стоимость имущества за вычетом обязательств. (Прим. ред.)

держание контактов многонациональной корпорации с другими банковскими отделениями. Благодаря использованию этого метода, который может показаться очень простым, значительно повысился общий уровень получения дохода по флоуту, которым располагает отделение в пределах общего банковского объединения.

Коммерческие банки Бразилии также разрабатывают пути решения проблем контроля и регулирования денежных операций своих клиентов. Они имеют в своем распоряжении компьютеризованные клиринговые и расчетные системы. Эти системы оперативно и быстро осуществляют платежи по счетам, что позволяет корпоративному казначейству в Бразилии ежедневно осуществлять проверку и управление позициями наличных средств. Так как крупнейшие банки Бразилии проводят свои операции на общегосударственном уровне, централизованные клиринговые расчеты затрагивают все платежи, независимо от места расположения как лица, передающего средства, так и получателя этих средств.

Вторым методом, направленным на повышение эффективности клиринговых расчетов и сборов банков, является образование параллельной внутренней системы между региональными отделениями, действующими внутри страны, и штаб-квартирой филиала МНК в этой стране. При использовании такой параллельной системы требуется предоставление ежедневных отчетов региональных отделений по своему учетному статусу. Руководство должно ежедневно согласовывать эти отчеты с отчетами, поступающими от банка, собирающего эти отчеты отделений на региональном уровне.

Если говорить о платежах, то штаб-квартиры филиалов МНК должны осуществлять строгий контроль за их предоставлением. Этот контроль проводится с помощью опубликования списков разрешенных отдельным банкам платежей. При использовании такой системы головной банк регионального отделения, запрашивающего предоставление дополнительных денежных средств, может отказаться удовлетворить этот запрос, если объем платежей превышает разрешенный ежедневный уровень. Эта система двойного контроля гарантирует, что штаб-квартиры отделений многонациональной корпорации в каждой отдельной стране сохраняют строгий контроль за платежами, предоставляемыми региональными отделениями.

ТАБЛИЦА 15.5 ДОХОД ПО ИНВЕСТИЦИЯМ В ДЕНЕЖНЫХ РЫНОК БРАЗИЛИИ

1. Долги внутреннего федерального правительства и центрального банка

"Títulos Públicos" является основой для исчисления ставки "овернайт" на денежном рынке

	Месяц	День
Июнь 1, 1993	40,97%	1,365667%
Обеспечение	Финансовые казначейские векселя	
	Векселя центрального банка	
	Премияльные сертификаты центрального банка	

2. Операции между кредитно-финансовыми учреждениями

"Mercado Interfinanceiro" — стоимость денежных средств на межбанковском рынке и на рынке кредитно-финансовых учреждений

Ставки "овернайт" по депозитным сертификатам (межбанковским)

	Медиана	Ставка на день, получаемая на основе ежемесячных вычислений
Июнь 1, 1993	40,99%	Модальный уровень
		40,99%

3. Уровень экономии

"Poupança" — базисная стоимость депозитных средств в банковской системе

	Номинальный	Фактический
Апрель 1993	29,32%	0,14%
Май 1993	28,86%	0,09%

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Финансовые управляющие должны рассматривать контроль и регулирование международных денежных операций во взаимосвязи с другими областями принятия финансовых решений. При проведении своих межгосударственных операций многонациональные корпорации сталкиваются с различными нормами прибыли, получаемых от операций с активами. Многонациональные корпорации, осуществляющие операции в странах с высоким уровнем инфляции, часто имеют возможность получать более высокие доходы по активам благодаря эффективному управлению наличными средствами.

Многонациональные корпорации стремятся оптимизировать вложения наличных средств, минимизировать финансовые и операционные издержки, избежать валютных убытков, а также сбалансировать потребности контроля и регулирования денежных операций, а также их воздействия на налоговые обязательства. К тому же они должны постоянно контролировать изменяющиеся условия. Чаще всего многонациональные корпорации применяют системный подход к контролю и регулированию денежных операций. Материнская компания может потребовать от каждого индивидуального отделения пожертвовать своими стремлениями к получению прибыли для блага всей системы многонациональной корпорации. Операции между филиалами могут производиться не только на основе сделок “на расстоянии вытянутой руки”, но и на основе других видов сделок.

Подходы, используемые при контроле и регулировании денежных операций на общесистемном и региональном уровне, включают:

- 1) использование централизованных депозитариев;
- 2) использование международных финансовых филиалов и центров повторного учета;
- 3) установление трансфертных цен;
- 4) стратегии выплат;
- 5) внутрисистемные кредиты.

Каждый отдельные филиал может повысить эффективность своих операций с помощью использования прогнозирования будущих наличных поступлений и платежей, сборов наличных средств, а также методов, основанных на ускорении или задерживании расчетов по внешнеторговым операциям.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Назовите основные цели и задачи контроля и регулирования международных денежных операций.
2. Объясните, как благодаря использованию общесистемного подхода к контролю и регулированию международных денежных операций можно получить лучшие результаты.
3. Приведите подробный пример различий в условиях отдельных стран, которые могут использоваться многонациональными корпорациями в контроле и управлении международными денежными операциями.
4. Какие выгоды можно получить от использования центров повторного учета по сравнению с использованием международных финансовых филиалов?
5. Представьте себе, что вы занимаете должность корпоративного казначея в бразильском отделении компании США. Внутренние прогнозы указывают на

возможность повышения уровня инфляции. Какие подходы должны быть применены для внутреннего контроля и регулирования денежных операций?

6. Корпорации “Ультра” (Ultra Corporation) принадлежат действующие дочерние компании в Великобритании, Нидерландах и Италии. Эти дочерние компании финансируют свои операции на внутренних рынках с помощью внутренних банковских кредитов. Также они несут ответственность за временное управление неработающими наличными средствами. Назовите достоинства и недостатки стратегий контроля и регулирования денежных операций, которые могут быть применены в данных обстоятельствах, если в данный момент существуют следующие финансовые условия.

	Великобритания	Нидерланды	Италия
Процентные ставки на внутреннем рынке, %	11	5	12
Уровень инфляции на внутреннем рынке, %	7	2	10

7. Корпорации “Трой” (Troy Corporation) принадлежат дочерние компании в Голландии и во Франции. Эти компании проводят между собой операции по продаже комплектующих на сумму 20 млн. долл. ежемесячно. Условия платежа — открытый счет на 60 дней. Краткосрочные процентные ставки в Голландии и во Франции составляют 7 и 11%, соответственно. Международный казначей посоветовал этим двум дочерним компаниям изменить свои условия кредита следующим образом:

Компания “Трой” в Голландии проводит торговые операции с компанией во Франции по срокам 120 дней.

Компания “Трой” во Франции проводит торговые операции с компанией в Голландии за наличный расчет.

Какова будет ежегодная финансовая экономия для корпорации “Трой” от этих изменения в условиях платежа между дочерними компаниями?

8. Объясните, как многонациональная корпорация в США может установить форму выплат для получения дохода от зарубежной дочерней компании.
9. Корпорация Абрак (Abtrak Corporation) имеет дочернюю компанию в Латинской Америке, которая приносит прибыль во внутренней валюте, эквивалентную 30 млн. долл. США ежегодно. Правительство осуществило замораживание переводов прибыли. Абрак имеет возможность выбрать одну из следующих альтернативных стратегий, чтобы справиться с этой проблемой. Какая из этих стратегий является наиболее подходящей?
- Страна производит большое количество сельскохозяйственной продукции, поэтому в ней существует потенциальный экспортный рынок. План состоит в следующем: необходимо открыть специальное маркетинговое отделение по экспорту сельскохозяйственной продукции, которое будет способствовать выводу денежных средств из страны.
 - Разработать новый ассортимент изделий исключительно для экспорта. Для управления необходимо будет использовать выписку счетов на меньшие суммы, для того чтобы вывести финансовые ресурсы из страны.
 - Осуществить инвестиции в компанию, действующую на внутреннем рынке страны.

Краткая библиография

- Business International Money Report*, New York: Business International, 1987.
- Edmunds, J.C. "Working Capital Management in Multinational Companies: An Integrated Approach," *Management International Review*. Vol. 23, No. 3, 1983, p. 73—80.
- Giannotti, John, and Richard Smith. *Treasury Management*. New York: John Wiley & Sons, 1981.
- Grubert, Harry. "Taxes, Tariffs and Transfer Pricing in Multinational Corporate Decision Making," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 73, No. 2, May 1991, p. 285—293.
- Horst, Thomas. "American Taxation of Multinational Firms," *American Economic Review*, Vol. 67, No. 3, June 1977, p. 376—389.
- Lees, Francis, Rubens Crysne and James Botts. *Banking and Financial Deepening in Brazil*, New York: St. Martins, 1991.
- Levy, Haim. "Optimal Portfolio of Foreign Currencies With Borrowing and Lending," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 13, August 1981, p. 326—41.
- Long, Robert B. "Speed Collection of Foreign Currency Receivables," *Business Credit*, Vol. 94, No. 10, November/December 1992, p. 4—5.
- Madura, Jeff. "International Cash Management: An Argument for Diversification," *Journal of Cash Management*, Vol. 11, No. 5, September/October 1991, p. 50—53.
- Robinson, Jean Hardy. "International Cash Management: Problems and Opportunities," *Journal of Cash Management*, Vol. 10, No. 5, September/October 1990, p. 34—36.
- Sato, M., and R. Bird. "International Aspects of the Taxation of Corporations and Shareholders," *IMF Staff Papers*, Vol. 22, No. 2, July 1975, p. 384—455.
- Shapiro, Alan. "Payments Netting in International Cash Management," *Journal of International Business Studies*, Fall 1978, p. 51—58.
- Soenen, Luc A. "Cash and Foreign Exchange Management: Theory and Corporate Practice in Three Countries," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 16, No. 5, Winter 1989, p. 599—619.
- Srinivisan, Venkat, and Yong Kim. "Payments Netting in International Cash Management: A Network Optimization Approach," *Journal of International Business Studies*, Summer 1986, p. 1—20.
- Thunell, L., J. S. Kydel and P. Mees. "International Cash Management" in Abraham George and Ian Giddy, *International Finance Handbook*. New York: Wiley, 1983, p. 8.11A.I—8.11B.25.
- U.S. Corporations Doing Business Abroad*, New York: Price Waterhouse, 1992.

Валютный риск потенциальных убытков и управление этим риском

ВВЕДЕНИЕ

Основным отличием между многонациональными корпорациями и корпорациями, действующими строго на территории одной страны, является то, что многонациональные корпорации намного более уязвимы и подвержены неблагоприятному влиянию колебания доходности, происходящего в результате изменений курсов иностранных валют. Как мы уже указывали в главе 2, одновременно с отменой фиксированных валютных стандартов в 1971 и 1973 годах, а также с последующим введением плавающих валютных курсов увеличились частота и размах колебаний курсов иностранных валют. В связи с этой изменчивостью возникают серьезные проблемы и риски для многонациональных корпораций.

В условиях системы плавающих валютных курсов значительные изменения этих курсов могут происходить в течение относительно коротких периодов времени. Для любой из промышленных многонациональных корпораций можно назвать несколько трехмесячных периодов, произошедших с начала 1980 года, в течение которых убытки от изменений курсов иностранных валют намного превысили рост прибыли за предшествующие три или четыре года. Более того, в течение последних десяти лет мы наблюдали случаи длительных периодов значительной завышенности валютных курсов, когда стоимость основных валют неуклонно увеличивалась в одном направлении в течение длительного периода времени. Эта тенденция также увеличила степень риска, присущего всей системе в целом, необычайно усложнила составление прогнозов валютных курсов, а также породила серьезные проблемы в процессе управления финансовой деятельностью многонациональных корпораций.

В этой главе мы подробно рассмотрим пути и механизмы, помогающие руководству компании справляться с этими изменениями и проблемами, возникающими в связи с валютным риском потенциальных убытков. Большинство компаний, достигая определенного уровня развития, замечают, что их деловые операции и коммерческий успех некоторым образом подвержены влиянию изменений валютных курсов. Это влияние может быть как прямым, так и косвенным. Корпорации, действующие строго на территории одной страны, менее подвержены этому влиянию, в частности благодаря своей ориентации. Однако в течение длительных периодов значительного повышения стоимости внутренней валюты на зарубежных валютных рынках чаще всего резко возрастает уровень конкуренции импортных товаров. Возникновение

этой конкуренции не оставляет никаких сомнений в том, что даже компании, действующие на территории только одной страны, также в значительной степени уязвимы и подвержены влиянию валютных рисков потенциальных убытков.

Валютный риск потенциальных убытков так же, как и открытая процентная позиция¹, является одним из главных коммерческих показателей. И, так же как и открытая процентная позиция, валютный риск потенциальных убытков затрагивает как операционную, так и финансовую деятельность корпораций. В зависимости от рассматриваемых показателей валютного риска, валютные убытки и доходы будут оказывать определенное влияние на операции корпорации, будут отражаться на счетах бухгалтерского учета, а также будут объектом налогового законодательства.

Исторически сложилось так, что в вопросах управления валютными средствами всегда существовали значительные разногласия между “практиками” и “академиками”. Одним из факторов, способствовавшим возникновению этих разногласий, явилось существование конфликтующих мнений, развивающихся внутри самого академического сообщества. Некоторые академики считали, что финансовые управляющие не должны управлять валютным риском потенциальных убытков, так как валютный риск либо вовсе не существует, либо не может быть застрахован. Эти доводы² основаны на предположении о существовании постоянного равновесия или паритета покупательной силы валют, а также на теории CAPM (модель оценки капитальных активов) и на других гипотезах продуктивных рынков. В рамках этой теории возникло предположение о том, что на рынках зарубежных валют сохраняется постоянное равновесие, в связи с чем устраняется необходимость проводить хеджирование.

Конечно, рамки этой теории весьма абстрактны. Большинство практиков, работающих на рынках иностранных валют придают огромное значение информации и анализу, транзакционным издержкам (на совершение сделки), определенным и неопределенным договорным периодам, а также другим факторам, препятствующим проведению немедленных корректировок цен. Практики также отмечают, что отклонения от паритета покупательной силы валют, а также внутренний и международный эффект Фишера могут сохраняться в течение достаточно длительных периодов времени, свидетельством чего является затянувшийся, с 1980 до начала 1985 года, период повышенной стоимости доллара США.

В связи с этим большинство многонациональных корпораций разработало системы содействия управлению валютным риском потенциальных убытков. Однако, как это хорошо известно, между многонациональными корпорациями существуют значительные различия в практике и механизмах управления. В частности, эти различия возникают в связи с естественными несоответствиями между компаниями, проводящими международные операции. Следовательно, изменения валютных курсов будут по-разному оказывать влияние на уровень прибыли на инвестированный капитал компаний, в зависимости от множества факторов. Необходимо выделить следующие особенности: относительную важность экспорта для этих компаний по сравнению с импортом, являются ли торговые операции преобладающими среди всех других операций на зарубежных рынках, осуществляются ли зарубежные производственные операции, и зависят ли эти производственные операции, в свою очередь, от международных источников снабжения и международных продаж.

Учитывая эти значительные различия между операциями многонациональных корпораций, можно с уверенностью говорить о том, что некоторые корпорации сосредотачивают свое внимание на результатах влияния изменений курсов иностранных валют на движение денежной наличности корпорации, другие — на результатах балансового пересчета из одной валюты в другую, а третьи компании применяют

¹ Позиция под риском (по срочным сделкам).

² Gunther Dufey and S.L. Srinivasulu. "The Case for Corporate Management of Foreign Exchange Risk," *Financial Management*, (Winter 1983): 54-55.

подход, в котором соединились элементы двух вышеописанных подходов. Более того, метод, используемый некоторыми компаниями при управлении валютным риском потенциальных убытков, основан в большей мере на анализе регионального риска, а не на валютном анализе. При использовании последнего метода необходимо применять децентрализованный подход, анализирующий операции каждого конкретного отделения в конкретной стране. На практике методы, используемые многонациональными корпорациями для управления рисками потенциальных убытков, имеют тенденцию выделять финансовые расчеты, что означает меньшее внимание к изучению международных целей компании, ее организационной и коммерческой структуры¹.

Подход, представленный в этой главе, сосредоточивается в первую очередь на определении риска, связанного с изменениями валютных курсов, в рамках понятия “модальности”. Первый подход, который мы назовем “экономическим подходом”, основан на понятиях и концепциях, по которым достигнуто соглашение как внутри академического сообщества, так и среди практиков. Далее в главе мы изучим политику и цели управления рисками потенциальных убытков и их применение.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Выделить три типа валютных рисков потенциальных убытков: операционный валютный, текущий и риск пересчета из одной валюты в другую.
2. Найти черты сходства и отличия между показателями, характеризующими эти три вида валютного риска.
3. Изучить подходы к управлению рисками потенциальных убытков при операциях и пересчете с использованием форвардных и фьючерсных контрактов, инструментов денежного рынка, валютных свопов и опционов.
4. Понять метод валютных компенсаций при управлении рисками при пересчете.
5. Проиллюстрировать управление текущим риском потенциальных убытков при осуществлении реконфигурации производства.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

- | | |
|---|---|
| • показатели риска потенциальных убытков потоков наличных средств | • текущий риск потенциальных убытков |
| • региональный риск потенциальных убытков | • возможный убыток |
| • валютный риск потенциальных убытков | • хеджирование опционов |
| • метод валютной компенсации | • свершившиеся события |
| • метод пересчета текущего курса | • операционный риск потенциальных убытков |
| • Стандарт финансовой отчетности № 52 (СФО 52) | • риск потенциальных убытков при пересчете из одной валюты в другую |
| | • стоимость фирмы |

СОКРАЩЕНИЯ

- | | |
|---|--|
| CAPM — Модель оценки капитальных активов | IFC — Международная финансовая корпорация |
| FASB — Совет по стандартам финансовой отчетности | |

¹ John Giannotti and Richard Smith, *Treasury Management* (New York: John Wiley and Sons, 1981): 179.

ВИДЫ ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ УБЫТКОВ

В этом разделе мы рассмотрим несколько показателей валютного риска потенциальных убытков более подробно. Мы начнем с изучения важности управления финансовой деятельностью корпорации. Его основная задача — это максимизация подлинной ценности акций акционеров фирмы. Существует два подхода к достижению этой цели. Первый подход, который мы определим как экономический подход, основан на учете роли рынка при установлении стоимости фирмы. В соответствии с влиянием рынка, чистая текущая стоимость будущих потоков денежной наличности определяет стоимость фирмы. Этот подход основан на теории о том, что стоимость капитала компании будет скорректирована на фондовом рынке в зависимости от ожиданий этой чистой текущей стоимости. В соответствии с этим экономическим подходом, благодаря управлению валютными рисками потенциальных убытков, можно увеличить стоимость фирмы следующими способами: 1) увеличением общего движения денежной наличности, поступающей в корпоративную систему на глобальном уровне; 2) снижением ежегодной изменчивости потоков денежной наличности, благодаря чему сокращается рискованность предприятия в глобальном масштабе.

Для достижений целей валютного управления очень важно осознавать различия между двумя видами будущих (фьючерсных) потоков наличных средств. Эти потоки наличных средств могут быть как “договорными”, так и “недоговорными”. Риски потенциальных убытков при потоках наличных средств, которые являются договорными по своей сущности, мы будем называть “операционными валютными рисками”. Недоговорные потоки наличных средств мы будем называть “текущими рисками”. Нам необходимо различать эти два вида рисков, так как каждый из них связан с использованием различных механизмов управления рисками потенциальных убытков¹.

Второй масштабный подход к определению стоимости фирмы связан с бухгалтерским учетом и основан на учете изменений в балансовой стоимости капитала материнской компании. Это изменение стоимости является результатом изменения стоимости валютных активов и пассивов, которое связано с их пересчетом в основную валюту материнской компании. Это изменение происходит в виде корректировки капиталов, необходимой для согласования балансовой отчетности каждого зарубежного отделения при пересчете в валюту материнской компании. В нашем анализе мы назовем этот подход методом “пересчета”.

Необходимо сделать несколько наблюдений в рамках управления валютными рисками потенциальных убытков. Во-первых, необходимо понять то, что валютные курсы по-разному оказывают влияние на риски, связанные с движением денежной наличности, и на риски, связанные с активами. Суммы наличных средств, потерянные в результате изменений в курсах валют, невозможно вернуть. Эти убытки материальны и окончательны и не могут быть возвращены к своей первоначальной стоимости в результате последующих изменений валютных курсов. В противоположность риску потенциальных убытков при пересчете, стоимость активов может колебаться без привлечения потоков наличных средств. Следовательно, возврат валютного курса к своему предыдущему значению может устранить прежний неблагоприятный результат пересчета. Во-вторых, эти изменения валютных курсов, приводящие к получению доходов или убытков в связи с операциями или пересчетом, являются “свершившимися собы-

¹ В финансовой литературе нет единого мнения по терминологии, используемой для определения риска, названного нами “текущим”. В некоторых работах и учебниках этот вид риска назван “экономическим”. Однако мы решили, что этот термин недостаточно точно определяет этот вид риска, так как понятие “экономический риск” слишком обширное. Поэтому в нашем анализе этот показатель риска потенциальных убытков мы назвали “относящимся к текущим операциям”, т. е. “текущим”.

тиями”. Это обусловливается тем фактом, что каждый из этих рисков потенциальных убытков привязан к строго определенному показателю момента времени. Текущий риск потенциальных убытков, напротив, является событием, “протяженным во времени”. По своей сути, риски потенциальных убытков при операциях и пересчете с точки зрения управления валютными средствами происходят в кратковременной перспективе. Но текущий риск потенциальных убытков в долгосрочном периоде является преобладающим и должен быть учтен в большей степени при разработке торговых стратегий.

В табл. 16.1 показаны сравнительные характеристики концепций рисков, связанных с пересчетом и движениями денежной наличности. Все отдельные пункты этого сравнения мы поясним далее в этой главе.

Операционный валютный риск потенциальных убытков

Операционный валютный риск потенциальных убытков связан с необходимостью осуществления многонациональной корпорацией платежей или получения средств, денонмированных в иностранной валюте, в будущих периодах. Если говорить более точно, то операционный валютный риск потенциальных убытков определяет степень воздействия колебаний валютных курсов на стоимость известных будущих операций с наличными средствами, проводимых фирмой. Указанный операционный валютный риск является одним из двух показателей рисков, связанных с движениями денежной наличности. Основное различие между операционным валютным и текущим риском потенциальных убытков состоит в том, что текущий риск определяется результатом изменения валютных курсов, оказывающим влияние на движения денежной наличности. Эти потоки могут быть не определены на договорной основе. Эти изменения могут происходить вследствие корректировок спроса и предложения, которые лежат в основе этих потоков.

В качестве иллюстрации операционного валютного риска потенциальных убытков рассмотрим пример отделения американской корпорации Кингсбрэн (Kingsbran Corporation), которая разработала прогнозы движений денежной наличности на год вперед:

Счета дебиторов:	
Итальянские лиры:	20000 млн.
Немецкие марки:	100 млн.
Мексиканские песо:	9500 млн.
Счета кредиторов:	
Итальянские лиры:	10000 млн.
Немецкие марки:	200 млн.
Долгосрочный долг:	
Японские иены:	400 млн.

Если объединить все эти документы, то казначейство отделения сталкивается со следующими сальдо по операциям:

Положительное сальдо:		Отрицательное сальдо:	
Итальянские лиры:	10000 млн.	Немецкие марки:	100 млн.
Мексиканские песо:	9500 млн.	Японские иены:	400 млн.

ТАБЛИЦА 16.1 ПОКАЗАТЕЛИ ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ УБЫТКОВ¹

Риск потенциальных убытков при пересчете из одной валюты в другую	Риск потенциальных убытков, связанный с движением денежной наличности
Операционный валютный	Текущий
<p>1. Статичная концепция, относящаяся к конкретному моменту времени, дате составления финансового отчета.</p> <p>2. Степень риска потенциальных убытков при пересчете устанавливается бухгалтерскими соглашениями, такими как СФО №52.</p> <p>3. Легко рассчитать степень риска потенциальных убытков и точные последствия данного изменения валютных курсов; если это изменение нельзя предотвратить, то оно приводит к получению доходов/убытков при пересчете в день составления финансовой отчетности.</p> <p>4. Политика многонациональных корпораций: тактические мероприятия; степень риска при пересчете может быть изменена достаточно быстро; краткосрочная перспектива.</p> <p>5. Уклонение может увеличить степень риска движения денежной наличности; можно избежать убытков, связанных исключительно с ценными бумагами, с помощью снижения стоимости потоков наличных средств.</p> <p>6. Не учитывается риск потенциальных убытков по контрактам, не отраженным в балансовой отчетности (например, аренда, контракты на приобретение/продажу по будущей доставке); должны быть в центре внимания управления в краткосрочных периодах.</p> <p>7. Управление риском потенциальных убытков при пересчете обычно входит в обязанности казначейства.</p>	<p>1. Статичная концепция, относящаяся к конкретному моменту времени, сроку, оговоренному контрактом</p> <p>2. Степень операционного валютного риска потенциальных убытков определяется объемом невыполненных контрактов, деноминированных в конкретных валютах. Эти контракты будут зависеть от структуры операций.</p> <p>3. Легко рассчитать степень риска потенциальных убытков и точные последствия данного изменения валютных курсов; если это изменение нельзя предотвратить, то оно приводит к получению доходов/убытков от операций в день истечения срока контракта.</p> <p>4. Политика многонациональных корпораций: чаще всего рекомендуется осуществление финансового хеджирования; тактические решения; степень операционного валютного риска может быть изменена достаточно быстро; краткосрочная перспектива.</p> <p>5. Уклонение может предшествовать возможным доходам в форме возросшего движения денежной наличности.</p> <p>6. Учитываются все контракты, как отраженные в балансовой отчетности, так и забалансовые, которые будут оказывать влияние на будущее движение денежной наличности; должны быть в центре внимания управления в краткосрочных периодах.</p> <p>7. Управление операционным валютным риском потенциальных убытков обычно входит в обязанности казначейства.</p>

¹ Сравнение проведено Michael Adler and Bernard Dumas: "Exposure to Foreign Exchange Currency Risk: Definition and Measurement", *Financial Management*, spring 1984, pp. 41-50.

В этом примере положительное сальдо представляет собой сальдо по нетто-активам¹, тогда как отрицательное сальдо — это сальдо по суммам обязательств за вычетом стоимости легко реализуемого имущества.

Для этих сумм текущие курсы обмена по отношению к доллару США составляют: итальянские лиры — 1300, мексиканские песо — 1500, немецкие марки — 1,8100 и японские иены — 145,00.

В следующем году международный казначей корпорации Кингсбрэн прогнозирует следующие изменения в курсах обмена валют применительно к этим суммам:

1. Предполагается, что стоимость доллара США повысится на 100% по сравнению с мексиканским песо; в результате этого повышения произойдет сокращение сумм мексиканских песо, рассчитанных в долларах, которые должны быть получены.
2. Предполагается, что стоимость доллара США упадет на 10% по сравнению с немецкой маркой; результатом этого понижения станет повышение стоимости, рассчитанной в долларах, отрицательного сальдо по немецким маркам корпорации Кингсбрэн.
3. Предполагается, что стоимость доллара США повысится на 10% по сравнению с японской иеной; в результате этого повышения произойдет сокращение стоимости, рассчитанной в долларах, отрицательного сальдо по японским иенам корпорации Кингсбрэн.
4. Предполагается, что доллар США не изменится по сравнению с итальянской лирой.

На основании этих прогнозируемых рисков потенциальных убытков по каждой из валют казначей имеет возможность провести сравнения текущей суммы потенциальных убытков, рассчитанной в долларах США, с суммой, ожидаемой в соответствии с этими прогнозами через один год.

Общие суммы в валютах	Стоимость прогнозируемых рисков, рассчитанная в долларах		
	Текущая ставка	Ставки через один год	Доходы или убытки от операций
<i>Положительное сальдо:</i>			
Мексиканские песо	6,3 млн. долл.	3,2 млн. долл.	3,1 долл. убытков
Итальянские лиры	7,7 млн. долл.	7,7 млн. долл.	
<i>Отрицательное сальдо:</i>			
Немецкие марки	55,3 млн. долл.	61,4 млн. долл.	6,1 долл. убытков
Японские иены	2,8 млн. долл.	2,5 млн. долл.	0,3 долл. прибыли
	Общие операционные убытки:		8,9 млн. долл.

Таким образом, мы видим, что казначей сталкивается с ожидаемыми убытками в размере 3,1 млн. долл. и 6,1 млн. долл. по операциям с мексиканскими песо и немецкими марками, а также с ожидаемой прибылью в размере 0,3 млн. долл. по операциям с японскими иенами. Эти изменения приводят к общим операционным убыткам в размере 8,9 млн. долл. по всем валютным операциям, вместе взятым, при условии, что ожидаемые изменения валютных курсов станут реальными. Таким образом, если своевременно не принять надлежащих мер, то доходность операций корпорации Кингсбрэн значительно снизится. Именно поэтому операционный валютный риск потенциальных убытков может стать серьезной проблемой для многонациональной корпорации.

¹ Стоимость капитала по рыночной цене, т.е. включая “неосязаемые ценности” минус сумма долговых обязательств.

Текущий риск потенциальных убытков

О понятии операционного риска потенциальных убытков мы уже говорили в предыдущих разделах. Суть этого понятия состоит в том, что перемены в курсах валют могут привести к изменениям стоимости факторов производства, необходимых фирме для производства, а также к изменению доходов, получаемых от выпуска продукции. Степень такого влияния изменений валютных курсов зависит от ценовой эластичности спроса и предложения, лежащей в основе этих операций, которая существует на рынках факторов производства и товаров. Одновременно с изменениями валютных курсов происходит и изменение относительного конкурентного положения многонациональной корпорации во всех ее сегментах производства и рынков. Текущий риск потенциальных убытков, в отличие от операционного валютного риска, затрагивает весь объем инвестиций. Следовательно, в отличие от операционного риска, мы должны изучать текущий риск в долгосрочной перспективе. Руководство может изменить текущий риск потенциальных убытков с помощью изменений в текущей ситуации компании, т. е. через изменения в выборе продукции, рынков, источников получения факторов производства, а также источников получения финансовых средств на основе долгосрочного планирования.

Рассмотрим в качестве примера ситуацию с дочерней компанией многонациональной корпорации, занимающейся производством товаров в Бельгии на основе использования в производстве комплектующих, производимых также в Бельгии. Готовая продукция экспортируется в Великобританию. В этих условиях повышение стоимости бельгийского франка поставит эту дочернюю компанию в невыгодное положение по сравнению с конкурентами на внутреннем рынке Великобритании при осуществлении продаж на этом рынке. Этот эффект станет еще более невыгодным, когда бельгийская компания будет осуществлять корректировку своих британских цен (деноминированных в фунтах) в целях полного отражения этих изменений валютных курсов.

Если допустить полную корректировку с учетом британских цен, то степень этого невыгодного влияния на доходы от продаж в Великобритании будет зависеть от ценовой эластичности спроса, с которой бельгийская дочерняя компания сталкивается на рынке Великобритании. Если ценовая эластичность будет низкой, стремящейся к нулю, то повышение стоимости франка (понижение стоимости фунта стерлингов) окажет незначительный отрицательный эффект на продажи. Но если все же ценовая эластичность будет высокой, то произойдет значительное понижение объемов продаж.

В условиях низкой ценовой эластичности спроса компания может полностью устранить отрицательное воздействие изменений валютного курса на свои продажи. Как было сказано в примере, этого можно добиться с помощью повышения цен, назначаемых многонациональной корпорацией на рынке Великобритании. Однако, даже в этом простом и потому нетипичном случае, скорее всего, будут наблюдаться запаздывания во времени при осуществлении такого повышения цен на внутреннем рынке. До тех пор, пока не будут восстановлены доходы данной компании, многонациональная корпорация в целом столкнется с незначительным понижением движения денежной наличности, деноминированной во внутренней валюте. Суммы, на которые уменьшились эти потоки наличных средств, никогда не будут возвращены компании.

Этот принцип проиллюстрирован в табл. 16.2 на примере французской дочерней компании корпорации Квинсбрэн (Queensbran), расположенной на территории США. Этот пример затрагивает простой случай, когда повышение цен во внутренней валюте полностью компенсирует неблагоприятный эффект понижения стоимости этой валюты. В этом гипотетическом случае многонациональная корпорация имеет возможность повысить свои цены во французских франках до такого уровня, который поможет сохранить потоки наличных средств этой компании, выраженные в долларах США. В этом примере мы предполагаем, что для повышения цен во французских франках понадобилось три временных периода. К тому же допускаются денежные поступления в течение каждого

периода. Причины запаздывания при повышении цен во французских франках могут быть разными. Во-первых, компания должна определить воздействие понижения стоимости валюты на своих рынках. Это воздействие может быть неявным, например, в случаях, когда компания производит большое разнообразие товаров, как в отраслях, выпускающих комплектующие. На большинстве рынков компании должны извещать своих клиентов о таких случаях повышения цен. Обычно это извещение происходит с некоторым опережением, например за несколько дней до даты повышения цен. Учитывая временные запаздывания при корректировке цен во французских франках, а также запаздывания, связанные с получением причитающихся сумм, может произойти небольшой спад при получении потоков наличных средств, несмотря на то что компания имеет все возможности для компенсации неблагоприятного эффекта от понижения стоимости французских франков с помощью повышения цен во французских франках. Таким образом, как мы видим из примера, Квинсбрэн сталкивается с текущим риском потенциальных убытков в периодах с третьего по шестой.

ТАБЛИЦА 16.2 КОРПОРАЦИЯ КВИНСБРЭН: РАСЧЕТ ТЕКУЩЕГО РИСКА ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ УБЫТКОВ ДЛЯ ДОЧЕРНЕЙ КОМПАНИИ ВО ФРАНЦИИ

Простой случай, когда повышение цен во французских франках полностью компенсирует неблагоприятное воздействие понижения стоимости французских франков на потоки наличных средств ¹							
Предположения							
Продажи за период	100 единиц						
Первоначальная цена изделия	10 французских франков						
Издержки производства на единицу продукции	5 французских франков						
Первоначальная ставка обменного курса	1 доллар = 1 французскому франку						
После изменения обменного курса в конце второго периода	1 французский франк = 0,5 доллара или 1 доллар = 2 французским франкам						
Запаздывание при корректировке цен во французских франках	3 периода						
Новая цена изделия	15 французских франков						
Оборот денежных поступлений	= 1 период						
Потоки наличных средств в долларах							
Период	1	2	3	4	5	6	7
Цены во французских франках	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	15,0	15,0
Цены в долларах	10,0	10,0	5,0	5,0	5,0	7,5	7,5
Штуки	100	100	100	100	100	100	100
Продажи (в долларах)	1000	1000	500	500	500	750	750
Приход (в долларах)	1000	1000	500	500	500	500	750
Платежи (в долларах)	500	500	250	250	250	250	250
Полученные наличные средства (в долларах)	500	500	250	250	250	250	500
Эффект понижения стоимости французских франков на потоки наличных средств	0	0	250	250	250	250	0

¹ John Giannotti and Richard Smith, 209.

Пример, представленный в табл. 16.2, показывает относительно простой случай. В реальных условиях многонациональные корпорации могут и не иметь возможности полностью компенсировать неблагоприятный эффект изменения валютных курсов. Этот эффект может проявиться как в изменениях цен/затрат материнской компании, так и в изменениях объемов продаж. Полное воздействие понижения стоимости валюты на внутреннем рынке на доходы дочерней компании, рассчитанное в долларах, может привести как к ценовым изменениям, так и количественным. И опять общее влияние на доходы компании будет наибольшим в условиях относительно высокой ценовой эластичности спроса на продукцию дочерней компании многонациональной корпорации в стране, на территории которой проводятся торговые операции. В тех случаях, когда ценовая эластичность спроса достаточно низкая, дочерняя компания будет располагать большей свободой повышения цен в условиях происходящих неблагоприятных изменений валютных курсов.

В реальных обстоятельствах дочерняя компания многонациональной корпорации имеет в своем распоряжении множество способов корректировки, направленных на снижение текущего риска потенциальных убытков. Эти способы включают не только возможность повышения цен в местной валюте, но и замены отечественных факторов производства на более дорогостоящие импортные, изменение ассортимента изделий, изменение стратегий выбора рынка и рекламно-пропагандистских стратегий, а также изменение местоположения заводов. В этих более сложных случаях необходим период корректировки. В течение этого периода — даже при допущении итоговой полной компенсации — дочерняя компания многонациональной корпорации будет нести убытки, связанные с текущим риском.

Если говорить в более широком смысле, то текущие риски потенциальных убытков возникают при любом международном движении денежной наличности, включая потоки продукции, факторов производства и компонентов, при необходимости осуществления компанией переводов денежных средств, а также при финансировании. В условиях такой широкой направленности управления текущими рисками потенциальных убытков чаще всего требуется координация между высшим руководством многонациональной корпорации, лицами, занимающимися стратегическим планированием, а также международным казначейством. В целях минимизации текущего риска потенциальных убытков многонациональные корпорации часто используют следующие стратегии:

1. Многонациональные корпорации осуществляют инвестиции в страны, в которых стоимость потоков наличных средств, рассчитанная в долларах, может быть сохранена; например, в те страны, валюты которых демонстрируют устойчивую тенденцию к повышению стоимости по сравнению с основной валютой материнской компании. Это так называемые страны с “твердой валютой”.
2. Находят источники получения комплектующих в странах, в которых ожидаемая стоимость твердой валюты остается низкой.
3. Расширяют операции на рынках тех стран, где рассчитанные в долларах суммы доходов от продаж и перевод дивидендов могут быть легко защищены.
4. Финансируют потребности компании, которые помогают ограничить валютные риски потенциальных убытков и возможности убытков для компании.

Риск потенциальных убытков при пересчете из одной валюты в другую

Риск потенциальных убытков при пересчете из одной валюты в другую связан с необходимостью предоставления отчета о глобальных операциях многонациональных корпораций на сводной основе. Именно поэтому в отличие от других концепций риска потенци-

альных убытков, риск при пересчете основан на системе бухгалтерского учета и, следовательно, должен подчиняться бухгалтерским определениям и оценкам.

В США многонациональные корпорации должны представлять свои сводные финансовые отчеты¹ по общемировым операциям в соответствии с правилами, установленными Советом по стандартам финансовой отчетности. Стандарт финансовой отчетности №52 (СФО 52) является соответствующим постановлением, затрагивающим консолидацию валютных счетов и составление отчетности по доходам, получаемым за рубежом. В соответствии с СФО 52 американские многонациональные корпорации должны использовать метод, основанный на текущих курсах, при пересчете и предоставлении отчетов по зарубежным операциям, все балансовые статьи по которым (активы и пассивы) считаются подверженными риску потенциальных убытков. При использовании этого метода собственный капитал (стоимость имущества за вычетом обязательств) зарубежной дочерней компании подлежит валютной корректировке, основанной на доходах или убытках, полученных при пересчете. В соответствии с СФО 52 отчеты по этим пересчетам прибыли и убытков в качестве корректировок также должны отражаться на капитальных счетах американской материнской компании, благодаря чему отчеты по консолидированным доходам материнской компании не подлежат проведению специальных корректировок при пересчете².

Пример поможет нам лучше понять эти принципы. Рассмотрим ситуацию с дочерней компанией корпорации Принсбрэн (Princebran Corporation) в Германии. Для простоты предположим, что германская компания не использует международные потоки и что все доходы удерживаются на уровне этой дочерней компании. Конкретные балансовые величины, рассчитанные в немецких марках для этой дочерней компании, представлены далее в табл. 16.3, колонке А. В соответствии с текущим курсом обмена (1 доллар = 2 немецким маркам или, соответственно, 1 немецкая марка = 0,50 доллара), дочерняя компания в Германии имеет совокупный баланс, равный 400 млн. долл., что и показано в колонке Б.

Теперь предположим, что стоимость немецкой марки понижается до 0,375 доллара. Соответствующая статья баланса, рассчитанная в долларах, представлена в колонке В. В соответствии с новым курсом обмена стоимость активов германской дочерней компании, рассчитанная в долларах, снижается до 300 долларов. Однако, по причине того, что собственный капитал рассчитывается на основе балансовой стоимости, составляющей 70 долларов (или 140 немецких марок), сокращение балансовой стоимости должно быть "сглажено" убытками при пересчете, составляющими в данном случае 17,6 долларов. При консолидации эта корректировка при пересчете отражается на капитальном счете сводного баланса корпорации Принсбрэн. В соответствии с СФО 52 эта корректировка с учетом собственного капитала не указывается в сводном отчете о прибылях и убытках (сводном отчете о результатах хозяйственной деятельности) корпорации. Эти корректировки при пересчете накапливаются и сохраняются в сводном балансе до того момента, пока зарубежная дочерняя компания не будет ликвидирована или продана. К тому времени в сводном отчете о прибылях и убытках корпорации будет отражено отклонение от балансовой стоимости активов³ в качестве дохода или убытка.

¹ Совместный для материнской и дочерних компаний, в котором элиминированы взаиморасчеты.

² Строго говоря, это краткое описание СФО 52 применимо только к странам, где отсутствует гиперинфляция. Многонациональные корпорации используют метод денежного/неденежного пересчета при операциях в странах с высоким уровнем инфляции, а также в некоторых других случаях, когда доллар США выступает в качестве функциональной валюты. См.: Положения о стандартах финансового учета № 52. Stamford, CT: Financial Accounting Standards Board, 1981.

³ Совокупные активы минус неосязаемые активы и задолженности.

ТАБЛИЦА 16.3 АНАЛИЗ РИСКА ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ УБЫТКОВ: ГЕРМАНСКАЯ ДОЧЕРНЯЯ КОМПАНИЯ КОРПОРАЦИИ ПРИНСБРЭН¹

Балансовые счета	Колонка А	Колонка Б	Колонка В
	Суммы в немецких марках	Суммы в долларах. 1 немецкая марка = 0,500 долл.	Суммы в долларах. 1 немецкая марка = 0,375 долл.
Наличные средства	50	25	18,8
Счета дебиторов	300	150	112,5
Товарно-материальные запасы	200	100	75,0
Основной капитал	250	125	93,8
Сумма баланса	800	400	300
Счета кредиторов	210	105	78,8
Векселя к оплате	300	150	112,5
Долгосрочный долг	150	75	56,3
Прибыль (или убыток) при пересчете			(17,6)
Собственный капитал	140	70	70
Совокупные пассивы и активы	800	400	300

¹ Все данные представлены в миллионах валютных единиц.

УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ УБЫТКОВ, ВОЗНИКАЮЩИМИ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ОПЕРАЦИЙ И ПЕРЕСЧЕТЕ

Общие элементы

В предыдущих разделах этой главы мы рассмотрели концепции операционного валютного, текущего рисков и риска потенциальных убытков при пересчете из одной валюты в другую. Основной целью нашего изучения было определение каждой концепции рисков, а также определение методов оценки каждого вида рисков. Теперь мы перейдем к изучению вопросов, связанных с механизмом “управления” этими рисками. Мы увидим, что управляющие могут использовать схожие инструменты управления рисками при работе как с операционным валютным риском, так и с риском при пересчете. Мы обратимся сначала к управлению этими двумя рисками, а потом рассмотрим проблемы управления текущим риском.

Схожесть между риском при пересчете и операционным валютным риском потенциальных убытков объясняется тем, что каждый из этих рисков привязан к определенному моменту времени и относится только к этому моменту. В случае с операционным валютным риском в качестве этого момента времени выступает дата завершения операции. А в случае с риском потенциальных убытков при пересчете из одной валюты в другую в качестве этого момента времени выступает дата представления финансового отчета. В обоих случаях управление этими рисками может осуществляться с помощью осуществления валютных операций, наличной стоимости которых как раз достаточно для компенсации денежной суммы риска потенциальных убытков. Наше изучение будет сосредоточено в основном на операционном валютном риске, так как он оказывает значительное влияние на деятельность многонациональных корпораций.

Метод форвардных (фьючерсных) контрактов

Чаще всего многонациональные корпорации осуществляют значительный объем валютных операций. И как было указано в главе 15, степень рисков потенциальных убытков определяется объемом операций, деноминированных в конкретной валюте. Для простоты предположим, что корпорация Джексбрэн (Jacksbran Corporation), расположенная в США, сталкивается только с одним риском потенциальных убытков в фунтах стерлингов. Эта ситуация связана с денежными поступлениями в фунтах стерлингов, которые должны быть получены по условиям крупного заказа на экспорт продукции из США для компании в Великобритании. Сумма заказа — 1 млн. фунтов стерлингов. Расчеты по этому заказу должны быть проведены через британскую компанию в течение 360 дней. Одним из механизмов, обеспечивающим компенсацию выплаты в фунтах стерлингов при пересчете из фунтов в доллары, является форвардный контракт на продажу фунтов за доллары на один год вперед. В качестве альтернативных механизмов могут выступать равнозначные операции с кредитными обязательствами, обращающимися на денежном рынке, фьючерсами, свопами или валютными опционами.

Высшее руководство корпорацией Джексбрэн в течение нескольких лет проводило политику выборочного хеджирования. Джексбрэн располагает достаточно опытным персоналом международного казначейства; к тому же компании принадлежит мощная сеть региональных казначейств в Европе. По этой причине в фирме исторически сложилась практика осуществления выборочного хеджирования, что приносило хорошие результаты. Для того чтобы достичь таких результатов, управляющие международным казначейством разрабатывают ожидания или прогнозы, касающиеся будущей динамики обменных курсов. В случае с суммой в 1 млн. фунтов стерлингов, которая должна быть получена, международное казначейство разработало следующую конфигурацию обменных курсов.

Текущий обменный курс.....	1 фунт стерлингов = 1,80 долл.
Текущая форвардная ставка, на 1 год вперед.....	1 фунт стерлингов = 1,85 долл.
Прогнозы казначейства Джексбрэн	
на 1 год вперед	1 фунт стерлингов = 1,83 долл.

В соответствии с этими курсами фунт стерлингов продается на форвардном рынке с премией. Уровень премии превышает сумму ожидания международного казначейства о стоимости фунта через один год. При осуществлении форвардной торговли фунтами с премией корпорация Джексбрэн получает возможность затормозить незначительное превышение стоимости над текущим курсом “спот” с помощью хеджирования¹.

Главная функция хеджирования заключается в том, что оно обеспечивает уверенность в стоимости доллара при получении причитающихся сумм в конце года. Итоговый результат показан в следующей таблице, в которой также представлены четыре возможных результата: снижение стоимости фунта стерлингов до 1,70 долл.; отсутствие изменения в стоимости фунта по сравнению с текущим курсом “спот”; повышение стоимости фунта по сравнению с текущей форвардной ставкой (на 1 год вперед); повышение стоимости фунта до 1,90 долл.

¹ Однако, если фунт продается со скидкой относительно курса “спот”, то возникнет противоположная ситуация. Иначе говоря, по сравнению с курсом “спот” форвардное хеджирование “будет стоить вам денег”.

Общий подъем по истечении 360 дней	Денежные посту- пления, рассчи- танные в долларах	Прибыль или (убыток) по форвард- ному контракту, долл.	Стоимость хеджиро- ванных денежных поступлений, долл.
1 фунт стерлингов = 1,70 долл.	1700000	150000	1850000
1 фунт стерлингов = 1,80 долл.	1800000	50000	1850000
1 фунт стерлингов = 1,85 долл.	1850000	0	1850000
1 фунт стерлингов = 1,90 долл.	1900000	(50000 долл.)	1850000

Во всех случаях стоимость в долларах хеджированных фунтовых денежных поступлений составляет 1850000 долл.

По причине того что, по прогнозам казначейства корпорации Джексбрэн, курс “спот” на 1 год вперед будет равен 1,83 долл., компания получает возможность сохранить с помощью хеджирования более выгодный курс, равный 1,85 долл. Если в действительности фактический или реальный курс “спот” спустя 1 год будет ниже 1,85 долл., то корпорация Джексбрэн получит прибыль от хеджирования. Однако, если реальный курс окажется выше 1,85 долл., то эта операция хеджирования приведет к “возможным убыткам”, которые определяются разностью между подъемом курса “спот” и стоимостью в 1,85 долл. курса форвард. Так, например, подъем курса “спот” до 1,90 долл. приведет к возможным убыткам в размере 50000 долл.

Кредитные обязательства, обращающиеся на денежном рынке

Другой метод хеджирования денежных поступлений в фунтах стерлингов связан с использованием кредитных обязательств, обращающихся на денежном рынке, направленных на создание валютных потоков наличных средств, которые с точностью компенсируют операционный риск потенциальных убытков. Рассмотрим опять пример с корпорацией Джексбрэн. Мы можем рассчитать премию по фунтам стерлингов за период в 360 дней, используя формулу прямых котировок обменных курсов, рассмотренную нами в главе 4. Из расчетов мы получаем, что премия по фунту равна 2,78 долл. за последующие 360 дней. Мы располагаем информацией, что соответствующая процентная ставка на денежном рынке США составляет 8%. Если допустить равенство процентных ставок, то процентная ставка на денежном рынке Великобритании составит 5,22%.

С помощью этой информации управляющий казначейством корпорации Джексбрэн может провести денежные платежи в фунтах стерлингов, которые бы компенсировали денежные поступления на сумму 1 млн. фунтов стерлингов. Эта операция может быть осуществлена с помощью получения займа на сумму 950390 фунтов стерлингов ($=1000000 \text{ фунтов} / 1,0522$) в Великобритании. Этот кредит будет предоставлен корпорации Джексбрэн по соответствующей процентной ставке денежного рынка, составляющей 5,22%. Полученные в кредит средства затем обмениваются на доллары США по текущему курсу обмена 1,80 фунта. Сумма в 1710665 долл., полученная в результате этих операций, может затем быть инвестирована в США на один год по соответствующей процентной ставке, равной 8,0%. Полученная по истечении этого срока сумма будет составлять 1847419 долл. Эта сумма примерно равна сумме 1850000 долл., получаемой при форвардном контрактном хеджировании.

Помимо хеджирования через каналы форвардного валютного и денежного рынка, корпорация Джексбрэн также может принять во внимание осуществление схожего хеджирования через операции на фьючерсном рынке с фунтами стерлингов. Как мы уже говорили в главе 5, можно приблизительно определить стоимость денежных поступлений в 1 млн. фунтов стерлингов с помощью комбинации фунтовых фьючерсных контрактов. Однако, как было указано в главе 5, форвардные контракты обла-

дают большей гибкостью, что позволяет проводить их более точное приспособление к конкретным суммам и датам получения средств в фунтах. Именно поэтому, с точки зрения крупных многонациональных корпораций, они чаще всего выступают в качестве наиболее предпочтительного инструмента хеджирования.

Валютные свопы

Соглашения о валютных свопах (покупка или продажа валюты на условиях своп с одновременной противоположной форвардной сделкой) также могут быть использованы как один из способов осуществления хеджирования. В данных обстоятельствах корпорация Джексбрэн может заключить соглашение об обмене платежей нетто в фунтах стерлингов приблизительно такого же объема через 360 дней. В тех случаях, когда существуют значительные процентные разницы между странами, может потребоваться дополнительное комиссионное вознаграждение.

Валютные опционы

Другим подходом к осуществлению операций хеджирования является использование валютных опционов (право купить или продать валюту по фиксированной цене). Эти опционы значительно отличаются от других инструментов хеджирования, таких как форвардные и фьючерсные контракты, свопы и кредитные обязательства, обращающиеся на денежном рынке. Все эти перечисленные инструменты являются способами хеджирования валютных поступлений или платежей, стоимость которых известна; в противоположность им, хеджирование с помощью опционов применяется в ситуациях, когда сумма и необходимость хеджирования иностранной валюты еще не определена ни по количеству, ни по охвату. В качестве примера мы можем рассмотреть следующую ситуацию: корпорация Джексбрэн представляет свои предложения по проекту в Великобритании. Если корпорация добивается согласия по своему предложению, то она получит денежные поступления в размере 1 млн. фунтов стерлингов. Однако в течение двенадцати месяцев не будет известно, принято ли ее предложение. Если корпорация Джексбрэн заключает форвардный контракт о продаже за доллары 1 млн. фунтов стерлингов по истечении 360 дней, то таким образом будет осуществлено хеджирование в том случае, если предложение было принято. Однако, если предложение корпорации не принимается, а компания осуществила хеджирование с помощью форвардного контракта, то компания будет испытывать сложности в связи с тем, что ее деятельность ограничена непокрытым форвардным контрактом и сопутствующими рисками.

Заключение опционных контрактов предоставляет возможности получения гарантий по минимальной цене на возмещение вложенных фирмой средств в том случае, если предложение было принято. Если предложение не будет принято, то убытки корпорации Джексбрэн будут ограничены суммами, уплаченными ею по опционному контракту. В ситуации, которую мы обсуждали выше, корпорация Джексбрэн может купить опцион “пут” (контракт, дающий право покупателю продать соответствующий финансовый инструмент по оговоренной цене в течение определенного времени) по продаже 1 млн. фунтов стерлингов через двенадцать месяцев. Стоимость этого опциона может равняться 50000 долл. с ценой использования опциона (владельцем), равной 1,80 долл. Через приобретение этого опциона компания Джексбрэн получает гарантии того, что в случае принятия предложения компании, она получит минимальное возмещение, равное 1750000 долл. Однако, в случае если предложение не будет принято, убытки компании будут ограничены 50000 долл.

Валютные опционы являются выгодным механизмом в тех случаях, когда суммы в иностранной валюте, подлежащие хеджированию, еще не определены с точностью. Однако на практике многие компании обнаруживают, что они имеют возможность вдвое увеличить прибыль от опционов с помощью использования комбинации форвардных контрактов и открытых позиций. Если управление этими позициями производится надлежащим образом, то результатом может стать снижение затрат по сравнению с аналогичными затратами при использовании валютных опционов.

Выбор компанией одного из этих способов хеджирования будет определяться множеством соображений. Основным из всех этих факторов является степень развития валютного рынка. Валютные рынки в основных промышленных государствах достаточно развиты в том смысле, что эти рынки уже достигли в своем развитии адекватной широты, глубины и эластичности. Для большинства валют на этих рынках фьючерсы, свопы и опционы развивались в качестве параллельных рынков и инструментов.

Но, не считая десяти валют основных европейских промышленно-развитых государств, США, Канады и Японии, степень институционального развития валютных рынков других стран достаточно ограничена. При осуществлении операций с валютой в этих других странах, компании обнаруживают, что валютные и вспомогательные рынки либо ограничены, либо проникновение на них связано с очень высокими затратами. В таких обстоятельствах компании должны больше использовать подходы денежного рынка и механизмы свопов, если они доступны для использования.

Риск потенциальных убытков при пересчете: метод валютной компенсации

До этого момента мы изучали методы хеджирования, используемые при возникновении операционного валютного риска потенциальных убытков. Однако компании также могут использовать те же самые методы для хеджирования риска при пересчете. Большинство многонациональных корпораций активно использовали хеджирование при пересчете в период с 1976 по 1982 год, когда главным стандартом был Стандарт финансовой отчетности № 8 (СФО 8). СФО 8 стал первым стандартом финансовой отчетности, затрагивающим составление финансовых отчетов отделениями, дочерними компаниями и филиалами, расположенными за пределами США. В 1982 г. он был заменен на СФО 52. По правилам СФО 8 все пересчитанные доходы и убытки напрямую отражались в отчетах о прибылях и убытках материнской многонациональной корпорации. В соответствии с СФО 52, применяемым в странах с низким уровнем инфляции, пересчитанные прибыль и убытки больше не должны напрямую отражаться в отчетах о прибылях и убытках консолидированной материнской компании. Следовательно, стимул к осуществлению хеджирования резко сократился. Теперь для американских компаний стало нетипичным осуществлять договорное хеджирование в целях сокращения эффектов пересчета.

Однако управляющие казначейством должны хорошо разбираться в методах, направленных на сокращение или устранение отрицательного эффекта при пересчете, который может привести к сокращению балансовой стоимости акционерного капитала компании, так как он отражается на счетах консолидированной головной корпорации. Один из таких методов — метод валютной компенсации. Давайте обратимся к табл. 16.3, представленной ранее в этой главе. Эта таблица основана на данных германской дочерней компании корпорации Принсбрэн. Тогда мы предположили, что единственный риск потенциальных убытков в немецких марках, с которым сталкивается консолидированная корпорация Принсбрэн, связан с операциями этой дочерней компании. Как было показано, снижение на 25% стоимости немецкой марки от 0,500 долл. до 0,375 долл. приводит к отрицательной преобразовательной корректировке, равной 17,6 млн. долл.

Если корпорация Принсбрэн решила бы устранить этот эффект пересчета, то она могла бы выбрать один из двух способов. Компания должна либо сократить свои активы, деноминированные в немецких марках, относительно своих пассивов, деноминированных в немецких марках; либо, в качестве альтернативного варианта, увеличить свои пассивы, деноминированные в немецких марках, относительно своих активов, деноминированных в немецких марках. В любом случае такого изменения будет достаточно для того, чтобы полностью компенсировать риск потенциальных убытков компании, который определяется, в соответствии с правилами бухгалтерского учета, отраженными в СФО 52, как сальдо активов, деноминированных в немецких марках, минус пассивы, деноминированные в немецких марках.

Руководство казначейства корпорации Принсбрэн тщательно изучило эту проблему и пришло к заключению, что они могли бы убедить некоторых своих клиентов передать средства, деноминированные в долларах США, этой германской дочерней компании. Учитывая первоначальный курс обмена (1 немецкая марка=0,500 долл.), руководство дочерней компании имеет возможность получить денежные поступления в размере 140 немецких марок, при конвертации в доллары по текущему курсу. Влияние, оказываемое на суммы доходов/убытков при пересчете при условии, что происходит снижение стоимости немецкой марки на 25%, показано далее в табл. 16.4. Как мы можем увидеть из таблицы, конвертация активов, составляющих 140 немецких марок, в доллары обеспечивает компенсацию риска потенциальных убытков при пересчете чистой стоимости 140 немецких марок. Эта компенсация, в свою очередь, нейтрализует неблагоприятное воздействие понижения стоимости немецкой марки, что таким образом помогает избежать убытков при пересчете.

ТАБЛИЦА 16.4 УПРАВЛЕНИЕ РИСКОМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ УБЫТКОВ ПРИ ПЕРЕСЧЕТЕ,
ГЕРМАНСКАЯ ДОЧЕРНЯЯ КОМПАНИЯ КОРПОРАЦИИ ПРИНСБРЭН¹

	Колонка А	Колонка Б	Колонка В
Балансовые счета	Суммы в немецких марках	Суммы в долларах 1 немецкая марка =0,500 долл.	Суммы в долларах 1 немецкая марка =0,375 долл.
Наличные средства	50	25	18,0
Счета дебиторов:			
в немецких марках	160	80	60,0
в долларах	140	70	70,0
Товарно-материальные запасы	200	100	75,0
Основной капитал	250	125	93,8
Сумма баланса	800	400	317,6
Счета кредиторов	210	105	78,8
Векселя к оплате	300	150	112,5
Долгосрочный долг	150	75	56,3
Прибыль (или убыток) при пересчете	—	—	—
Собственный капитал	140	70	70
Совокупные пассивы и активы	800	400	317,6

¹ Все данные представлены в миллионах валютных единиц.

УПРАВЛЕНИЕ ТЕКУЩИМ РИСКОМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ УБЫТКОВ: ПРИМЕР РЕКОНФИГУРАЦИИ ПРОИЗВОДСТВА

Корпорация Баронсбрэн, являющаяся американской многонациональной компанией, производит расчеты, для того чтобы определить, до какой степени она подвержена влиянию изменений обменных курсов. Внимание при проведении этого анализа сосредоточено на дочерней компании корпорации Баронсбрэн в Италии. Мистер Джордж, занимающий должность управляющего казначейством корпорации Баронсбрэн и ответственный за управление валютными рисками потенциальных убытков, серьезно обеспокоен условиями повышенного риска, с которыми сталкивается итальянская дочерняя компания.

Итальянская дочерняя компания корпорации Баронсбрэн занимается производством некой продукции, предназначенной для продажи как на внутреннем итальянском рынке, так и в Германии. В момент проведения анализа мистером Джорджем итальянская дочерняя компания имеет следующую конфигурацию получения материалов: часть комплектующих поступает из Германии, часть от предприятий, работающих на внутреннем итальянском рынке. Процесс производства продукции требует проведения трудоемких сборочных операций, осуществлением которых и занимается эта дочерняя компания. В табл. 16.5 учитываются все эти взаимосвязи.

Основной мотивацией открытия дочерней компании в Италии несколько лет назад было то, что можно было воспользоваться преимуществами относительно дешевых местных комплектующих и рабочей силы. Однако в последние несколько лет слабая денежная политика и связанная с ней инфляция привели к тому, что возникла неблагоприятная ситуация и эти преимущества уступили место серьезным недостаткам. Ожидается, что эта политика будет продолжаться еще в течение следующих пяти лет. Ожидается следующий уровень инфляции:

Страна	Уровень инфляции, %
Италия	25
США	5
Германия	3

По причине того что уровень инфляции в Италии более высокий, чем в США и Германии, руководство Центральным банком Италии весьма неохотно идет на понижение стоимости итальянской лиры, обусловленное соответствующим уровнем инфляции. То есть правительство и руководящие денежно-кредитные учреждения Италии приняли меры, препятствующие установлению условий паритета покупательной силы валют. Этим усилиям властей содействовало спекулятивное повышение притока чистого капитала в Италию. Ожидается, что этот приток будет продолжаться и далее. Тенденции обменных курсов на следующие пять лет прогнозируются следующим образом:

	Ожидаемое изменение курсов валют (в годовом исчислении), %	Изменения обменных курсов (в годовом исчислении) при условии установления паритета покупательной силы валют, %
Доллар США/Итальянская лира:	-15%	-20%
Немецкая марка/Итальянская лира:	-18%	-22%

ТАБЛИЦА 16.5 КОРПОРАЦИЯ БАРОНСБРЭН: ДОЧЕРНЯЯ КОМПАНИЯ В ИТАЛИИ¹

	Колонка 1	Колонка 2	Колонка 3
	Год 0	Год 5. Прогнозируемое отсутствие изменений в операционной структуре	Год 5. Прогнозируемый перевод в Германию местоположения компании, занимающейся сборкой
Совокупные доходы от			
продажи продукции:	1000	800	1100
в Италии	500	500	600
в Германии	500	300	500
Получение комплектующих из Италии	150	150	
Получение комплектующих из Германии			200
Сборка продукции:			
затраты на рабочую силу в Италии:	400	400	
Сборка продукции:			
затраты на рабочую силу в Германии:			500
Потоки наличных средств	450	250	400
Ожидаемый текущий риск потенциальных убытков по отношению к году 0 ²		200	50

¹ Все данные представлены в миллионах долларов.

² В этом примере мы предполагаем, что корпорация Баронсбрэн не может избежать рисков потенциальных убытков с помощью проведения корректировок внутри компании и что единственная возможность — это реконфигурация производства.

Мистер Джордж пришел к заключению, что если эти тенденции будут развиваться и далее, то структура операций итальянской дочерней компании будет становиться все более неприемлемой. Из-за увеличивающихся отклонений от паритета покупательной силы валют будут ухудшаться торговые операции, производимые компанией в Германии. Эти прогнозы представлены в колонке 2 таблице 16.5. При наличии “лучших” прогнозов, относящихся к году 5, мистер Джордж заключает, что в соответствии с его ожиданиями уровень текущего риска потенциальных убытков по отношению к году 0 составит 200 млн. долл. Посоветовавшись с международными экономистами корпорации Баронсбрэн и лицами, занимающимися стратегическим планированием на корпоративном уровне, мистер Джордж разработал альтернативный вариант прогнозов на пять лет вперед, основанных на переводе трудоемких сборочных операций из Италии в Германию.

На территории Германии как поставляемые комплектующие, так и затраты на рабочую силу будут более дорогими по сравнению с Италией. Однако этот более высокий уровень затрат будет с избытком компенсирован более высокими доходами, так как перевод сборочного производства позволит корпорации Баронсбрэн не только сохранить свои доходы в Германии, но также дает стоимостные преимущества при обратной продаже в Италию. Этот перевод позволит получать более высокий уровень доходов от продаж в Италии при пересчете в доллары США. В соответствии с этой альтернативной конфигурацией, текущий риск потенциальных убытков по сравнению с годом 0 снизится до 50 млн. долл., в противоположность 200 млн. долл. в том случае, если не произойдет изменения операционной структуры. На основании проведенного анализа корпорация Баронсбрэн принимает решение о проведении реконфигурации дочерней компании в Италии с помощью перевода сборочных операций, выполняемых этой компанией, в Германию.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Концепции экономического риска потенциальных убытков и риска при пересчете из одной валюты в другую развивались на основе концепции “стоимости фирмы”. Внимание при изучении экономического риска потенциальных убытков сосредоточено на “рыночной стоимости” фирмы, которая определяется стоимостью акций, зарегистрированных на фондовом рынке. Экономический риск, в свою очередь, состоит из двух компонентов: операционного валютного и текущего риска потенциальных убытков. В противоположность этим двум видам рисков анализ риска при пересчете из одной валюты в другую сосредоточен на определении стоимости фирмы в соответствии с бухгалтерскими отчетами. Как показатели потоков наличных средств, так и показатели пересчета занимают законное место в практике финансового управления.

Если финансовые управляющие ищут пути достижения финансовых целей в краткосрочной перспективе, то основное внимание должно быть уделено операционному валютному риску и риску потенциальных убытков при пересчете. Однако компании также должны обязательно ориентироваться на более долгосрочные цели. Именно поэтому текущему риску потенциальных убытков должно придаваться важное значение. Многонациональные корпорации могут игнорировать показатели текущего риска потенциальных убытков только на свой собственный страх и риск.

В обязанности высшего руководства большинства фирм входит проведение политики компании по управлению валютными рисками потенциальных убытков, призванной установить баланс между текущими показателями, с одной стороны, и показателями операционного валютного риска и риска пересчета, с другой стороны.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Руководствуясь данными табл. 16.2, укажите, каково будет влияние текущего риска потенциальных убытков при повышении обменного курса французского франка до уровня 1 французский франк=1,30 долл.
2. Используя данные табл. 16.3, рассчитайте прибыль при пересчете для германской дочерней компании корпорации Принсбрэн, получаемой от повышения стоимости немецкой марки если 1 немецкая марка=1,00 долл.
3. Корпорация Джексбрэн ожидает получения причитающихся сумм в размере 1 млн. фунтов стерлингов в течение трех месяцев. Управляющий казначейством решил осуществить хеджирование этих денежных поступлений через продажу 1 млн. фунтов стерлингов за доллары на три месяца вперед по цене 1,85 долл. за фунт. Подъем курса “спот” на денежном рынке спустя три месяца составил 1,90 долл. за фунт. Рассчитайте возможные убытки, связанные с выбором этого способа хеджирования.
4. Аналогично пункту 3 укажите, как влияет этот возможный убыток при хеджировании на управление и принятие решений? Если бы не было осуществлено хеджирования денежных поступлений, а подъем составил бы 1,70 долл. за фунт, то какими были бы соответствующие финансовые убытки? Как бы повлияли эти убытки на управление и принятие решений?
5. Объясните взаимосвязь между операционным валютным риском и риском потенциальных убытков при пересчете с точки зрения зарубежной дочерней компании. Какие различия возникают, если рассматривать эту взаимосвязь с точки зрения консолидированной материнской компании?
6. Американской многонациональной корпорации Прэттлайн (Prattline Corporation) принадлежит дочерняя компания в Нидерландах, которая занимается

производством инструментов для станков, основным рынком сбыта которых являются США. В каждый инструмент для станков должен быть включен ключевой компонент, составляющий 40% совокупной стоимости завершенной продукции. Этот компонент приобретается в США. Все остальные материалы приобретаются в Нидерландах. Если стоимость доллара США повышается по сравнению со стоимостью гульдена, то мы скорее всего предположим, что это повышение будет способствовать повышению доходов нидерландской дочерней компании от торговых операций на рынке США. Это мнение основано на допустимых предположениях относительно основных эластичностей спроса и предложения на американских рынках ключевого компонента и инструментов для станков. Разработайте числовой пример для нидерландской дочерней компании, иллюстрирующий условия, при которых все эти предположения оказываются верны. Выразите полученные вами данные в долларах США, допуская низкий уровень инфляции в Нидерландах.

7. Компания Митсубиси Моторз (Mitsubishi Motors) (Япония) подписала соглашения о поставке компании Митсубиси (США) 200 автомобилей на общую сумму 2640 млн. иен. Сумма должна быть выплачена в течение трех месяцев. Представлены следующие данные:

Курс "spot"	110,10 иены/1 долл.
Курс "форвард", 90 дней	110,45/1 долл.
Процентная ставка на 90 дней в США	3,25% в годовом исчислении
Процентная ставка на 90 дней в Японии	4,50%
Опцион "колл", иены, 90 дней (право купить определенный финансовый инструмент за фиксированную цену, оплачивается премией)	
Цена использования опциона	111,00/1 долл.
Премия	0,5%
Ожидаемый курс "spot" через 90 дней	110,11

Что бы вы предложили сделать финансовому управляющему компании Митсубиси (США) для обеспечения необходимых платежей в иенах?

8. Французская дочерняя компания корпорации Вулворт должна выполнить следующие операции:

в течение 90 дней:

- осуществить процентные платежи банку США в размере 100 долл.
- получить 160 немецких марок за товары, проданные компании, занимающейся розничной торговлей в Германии;

в течение 180 дней:

- получить платежи в размере 100 долл за продажу товаров производителю в США;
- осуществить платежи в размере 160 немецких марок германскому поставщику за товары.

Сегодняшний курс обмена "spot" равен 1,60 немецкой марки/1 долл. Другие данные по обменным курсам и процентным ставкам следующие:

форвард, 90 дней	1,630 немецкой марки
форвард, 180 дней	1,650 немецкой марки
процентная ставка на 90 дней, Германия	9,5% в годовом исчислении
процентная ставка на 180 дней, Германия	8,25% в годовом исчислении
процентная ставка на 90 дней, США	2,0% в годовом исчислении
процентная ставка на 180 дней, США	2,5% в годовом исчислении

Покажите, каким образом французская дочерняя компания может получить уверенность в объеме своих будущих денежных поступлений и платежей.

9. Корпорация GTE заключила форвардный контракт о продаже 1 млн. французских франков за доллары через год по курсу обмена 5,60 французского франка/1 долл. Были проведены переговоры по контракту для осуществления хеджирования денежных поступлений во французских франках. В день истечения срока форвардного контракта курс "спот" доллара по сравнению с французским франком составил 5,40 французского франка/1 долл. Рассчитайте возможные убытки по этой стратегии хеджирования для GTE.

Краткая библиография

- Adler, Michael and Bernard Dumas. "Exposure to Foreign Exchange Currency Risk: Definition and Measurement," *Financial Management*, Spring 1984, pp. 41-50.
- Benet, Bruce A. "Commodity Future Cross Hedging of Foreign Exchange Exposure," *Journal of Futures Markets*, June 1990, vol. 10, no. 3, pp. 287-306.
- Collier, P. "The Management of Currency Risk: Case Studies of U.S. and U.K. Multinationals", *Accounting and Business Research*, Summer 1990, vol. 20, no. 79, pp. 206-210.
- Dufey, Gunter, and S.L. Srinivasulu. "The Case for Corporate Management of Foreign Exchange Risk," *Financial Management*, Winter 1983, pp. 54-62.
- Giannotti, John B., and Richard W. Smith. *Treasury Management*. New York: John Wiley & Sons, 1983.
- Giddy, Ian H.: "Why It Doesn't Pay to Make a Habit of Forward Hedging," *Euromoney*, December 1976, pp. 96-100.
- Griffiths, Susan H. "Foreign Currency Management: Part IV - Treasury Considerations," *Journal of Cash Management*, Jan/Feb 1990, vol. 10, no. 1, pp. 41-44.
- Jorion, Philippe. "The Exchange-Rate Exposure of U.S. Multinationals", *Journal of Business*, July '1990, vol. 63, no. 3, pp. 331-345.
- Kaepplinger, Peter. "Foreign Currency Hedging Transactions Under Section 988 Temporary Regulations," *CPA Journal*, July 1990, vol. 60, no. 7, pp. 72-74.
- Khoury, Sarkis J., and K. Hung Chan: "Hedging Foreign Exchange Risk: Selecting the Optimal Tool," *Midland Corporate Finance Journal*, Winter 1988, pp. 40-52.
- Luehrman, Timothy A. "The Exchange Rate Exposure of a Global Competitor," *Journal of International Business Studies*, Second Quarter 1990, vol. 21, no. 2, pp. 225-242.
- Madura, Jeff. "The Impact of Financing Sources on Multinational Projects," *Journal of Financial Research*, Spring 1990, vol. 13, no. 1, pp. 61-69.
- Perold, André F., and Evan C. Sulman. "The Free Lunch in Currency Hedging: Implications for Investment Policy and Performance Standards," *Financial Analysts Journal*, May-June 1988, pp 45-50.
- Shank, John K., Jesse F. Dillard, and Richard J. Murdock. *Assessing the Economic Impact of FASB № 8*, Financial Executives Research Foundation, 1979.
- Soenen, Luc A. "When Foreign Exchange Hedging Doesn't Help", *Journal of Cash Management*, 1991, vol. 11, no. 6, pp. 58-62.
- Statement of Financial Accounting Standard № 52*, Stamford, CT: Financial Accounting Standards Board, 1981.
- Stulz, René, and Clifford W. Smith. "Determinants of Firms' Hedging Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, December 1985, pp. 391-405.
- Wihlborg, Clas. "Economics of Exposure Management of Foreign Subsidiaries of Multinational Corporation," *Journal of International Business Studies*, Winter 1980, pp 9-18.

Составление смет международных капиталовложений и их окупаемости

ВВЕДЕНИЕ

Финансовые управляющие многонациональных корпораций должны принимать решения, касающиеся осуществления капиталовложений в основные фонды. Этот процесс принятия решений принято называть составлением смет международных капиталовложений и их окупаемости. Доминирующей характеристикой этого процесса принятия решений является то, что эти решения касаются приобретения фондов, обладающих длительным сроком полезной службы и, следовательно, оказывающих значительное воздействие на движение денежной наличности компании еще в течение многих лет. Именно поэтому разумные и правильные решения по составлению смет капиталовложений и их окупаемости также окажут благотворное воздействие на позицию многонациональной корпорации, и, наоборот, результатом неправильных решений станет долгосрочный отрицательный эффект. В этой главе мы проанализируем инвестиционные решения, которые принимаются компаниями, проводящими свои операции по всему миру. Затем мы рассмотрим некоторые особенности, отличающие практику составления смет капиталовложений и их окупаемости компаний, работающих по всему миру, и практику, используемую компаниями, работающими на территории лишь одной страны.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Изучить процесс принятия решений, касающихся составления смет капиталовложений и их окупаемости многонациональных корпораций, и объяснить некоторые сложности, связанные с разветвленной структурой многих международных компаний.
2. Описать черты сходства и различия между мнениями и взглядами материнской компании и дочерних отделений на составление смет международных капиталовложений и их окупаемости.
3. Рассмотреть альтернативные подходы к составлению смет капиталовложений и их окупаемости.

4. Выделить некоторые методы, помогающие правильно оценить риски и неопределенности при составлении смет капиталовложений и их окупаемости компании.
5. Понять роль предпосылок на макроэкономическом и отраслевом уровнях в составлении смет международных капиталовложений и их окупаемости.
6. Продемонстрировать роль коммерческих предпосылок, а также влияние величины налоговых платежей.
7. Получить представление о том, как с помощью анализа чувствительности можно определить влияние, оказываемое изменяющимися инфляционными условиями на финансовые требования конкретного проекта.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none">• детерминированный эквивалент движения денежной наличности• налоговая скидка на уплаченный за рубежом налог• метод суммирования• метод внутренней нормы прибыли (ВнНП)• денежные изменения	<ul style="list-style-type: none">• метод чистой текущей стоимости (ЧТС)• движение денежной наличности материнской компании• метод периода окупаемости капиталовложений (ПОК)• движение денежной наличности проекта/дочерней компании• анализ чувствительности

ОРГАНИЗАЦИОННЫЙ АСПЕКТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ МНОГОНАЦИОНАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ

Составление смет капиталовложений и их окупаемости является ключевым этапом принятия финансовых решений как для компаний, действующих только на территории одного государства, так и для многонациональных корпораций. Но все же составление смет капиталовложений и их окупаемости чаще всего является важнейшим и решающим этапом именно на уровне международного бизнеса. Типичные многонациональные корпорации характеризуются значительными размерами и капиталоемкостью. Именно для таких компаний составление смет капиталовложений и их окупаемости становится решающим звеном процесса принятия решений.

Составление смет международных капиталовложений и их окупаемости применяется в тех случаях, когда изучаемый проект географически должен располагаться и исполняться за пределами государства, в котором находится компания — инвестор. Такие международные проекты во многом отличаются от аналогичных проектов, выполняемых исключительно на территории одной страны. Эти международные проекты неизбежно попадают в зависимость от колебаний курсов зарубежных валют и подвержены влиянию определенных факторов, к которым можно отнести различия в уровнях инфляции между странами, а также конкретные показатели риска, присущие только тем странам, в которых предполагается реализовать изучаемый проект.

Из-за того что составление смет международных капиталовложений и их окупаемости связано со значительными затратами, по важнейшим проектам обычно требуется одобрение руководства различных уровней внутри самой многонациональной корпорации. Более того, для экономического анализа эффективности намечаемых капиталовложений требуется первичная информация из многочисленных источников, расположенных в различных частях организационной структуры многонациональной корпорации. Чаще всего действующие подразделения компании выдвигают

свои предложения, касающиеся изучаемого проекта. В обязанности казначейских управляющих входит оценка и отбор поступающих предложений с финансовой точки зрения, а высшее руководство должно установить стратегическую состоятельность этих предложений уже с точки зрения общих корпоративных целей и задач. Но решающее слово принадлежит главному исполнительному директору корпорации, принимающему окончательное решение по конкретным проектам. Осознавая необходимость совместной работы различных подразделений, многие многонациональные корпорации разработали системы стратегического планирования, призванные обеспечить интеграцию своих организационных единиц. При оценке предложений, касающихся составления смет капиталовложений и их окупаемости, персонал, задействованный в работе этих систем стратегического планирования, работает совместно с финансовыми управляющими. Такая оценка осуществляется на одной из первых стадий ежегодного цикла стратегического планирования компании.

Многие исследования, опубликованные в последние два десятилетия, были посвящены изучению практики, используемой многонациональными корпорациями при составлении смет международных капиталовложений и их окупаемости. Исследования с использованием различных изыскательских методов были предприняты следующими учеными: Бейкером (Baker) и Бердсли (Beardsley) (1973); Облаком (Oblak) и Хельмом (Helm) (1980); Стоунхиллом (Stonehill) и Натансоном (Nathanson) (1980); Бавиши (Bavishi) (1981); Келли (Kelly) и Филиппатосом (Philippatos) (1982); Стэнли (Stanley) и Блоком (Block) (1983); Кимом (Kim), Фаррагером (Farragher) и Криком (Krick) (1984). Общей мыслью, объединяющей все эти исследования, является то, что типичные многонациональные компании используют несколько различных методов при оценке смет международных капиталовложений и их окупаемости¹.

Одной из причин, объясняющей, почему многие практики используют этот диверсифицированный подход, является то, что, как мы уже указывали выше, процесс принятия решений внутри типичной многонациональной корпорации затрагивает несколько групп управления, обладающих различными взглядами, предпосылками, ориентацией и преследующих разные цели. Некоторые методы наиболее оптимально соответствуют образу мышления отдельных групп. Так, действующее дочернее отделение, на которое будет возложена ответственность за осуществление предлагаемого проекта после его одобрения и принятия, скорее всего, обратит более пристальное внимание как на аспекты, касающиеся маркетинга и производства, так и на риски и неопределенности, связанные с доходами, затратами и чистыми потоками наличных средств, обусловленные самим проектом. И хотя действующее дочернее отделение, по-видимому, потребует детализированной информации, касающейся доходов и затрат, управляющие на корпоративном уровне могут представить первичные данные несколько другого рода.

Корпоративные казначейские управляющие, скорее всего, будут делать особое ударение на финансовые факторы, влияющие на принятие решения. К этим факторам относятся различные финансовые методологии, используемые для оценки проекта, включающие выбор методов учета и определения затрат, связанных с выбранными нормами стоимости капитала. Высшее руководство корпорации и Совет директоров в большей степени ориентируется на глобальное рассмотрение каждого отдельного проекта, являющегося лишь одним из нескольких потенциальных альтернативных способов применения корпоративных ресурсов. В данном случае спектр альтернативных решений может включать как нефинансовые, так и финансовые инвестиции. И наконец, внимание

¹ Suk Kim, Edward Farragher and Trevor Crick, "Foreign Capital Budgeting Practices Used by the U.S. and Non-U.S. Multinational Companies", *The Engineering Economist* (Spring 1984): 207-15.

группы стратегического планирования, работающей внутри материнской корпорации и ориентированной, в основном, на точку зрения высшего руководства, будет сосредоточено на степени “соответствия” рассматриваемого проекта основным стратегическим целям многонациональной корпорации. Другими словами, персонал этой группы делает ударение на прибыль и внешние эффекты¹, которые предлагаемый проект может принести другим подразделениям и дочерним компаниям многонациональной корпорации. На практике эти противоречивые и во многом несхожие точки зрения участников подготовки и рассмотрения международного бюджета удастся учесть с помощью использования нескольких методик оценивания и критериев для данного проекта.

ПОТОКИ НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ, СВЯЗАННЫЕ С ПРОЕКТОМ

Проекты многонациональных корпораций могут включать несколько потоков наличных средств и иметь различные конфигурации продукции/вводимых факторов производства; с помощью рис. 17.1 мы можем представить себе спектр возможностей этих потоков. На этом рисунке мы видим, что доходы от продаж, произведенных дочерним отделением, могут возникать как в какой-либо третьей стране или США, так и на внутренних рынках страны, в которой дочернее отделение производит свои операции (принимающая страна). Помимо этого потребляемые дочерним отделением факторы производства могут также быть получены как из США или из третьей страны, так и из внутренних источников принимающей страны. Но в любом случае, если доходы и потоки затрат на факторы производства дочерней компании возникают за пределами принимающей страны, неизбежно должны учитываться различные показатели, связанные с валютными курсами. При составлении смет капиталовложений и их окупаемости, включающих такие международные потоки, необходимо рассматривать не только изменения в курсах зарубежных валют, но и дифференциальные коэффициенты инфляции в странах, входящих в рассматриваемую конфигурацию, и различия между номинальными и фактическими процентными ставками.

Различные виды операций многонациональных корпораций потребуют составления различных конфигураций потоков наличных средств. Так, например, для проведения операций по добыче бокситов в Гайане будет необходима тесная интеграция с операциями по очищению окиси алюминия и маркетинговой деятельностью материнской компании в США. В этом случае потоки наличных средств, возникающие при проведении операции, будут описываться разделами 1, 3, 4 и 10 рис. 17.1. Схожие потоки будут характеризовать и производственные операции на Таити, направленные на использование преимуществ дешевой рабочей силы в этой стране. В противоположность только что описанным операциям, многие производственные проекты многонациональных корпораций разрабатываются на более независимой основе. Эта обособленность может стать следствием политического давления, оказываемого властями принимающей страны, которые стремятся добиться повышения процентного соотношения во внутренней доле, приходящейся на операции дочерней компании в совокупном объеме. Также проекты этого вида предлагаются в том случае, когда многонациональная корпорация стремится утвердиться в Европейском Сообществе с тем, чтобы избежать общего внешнего тарифа ЕС. В такой ситуации операции можно охарактеризовать с помощью потоков наличных средств 3, 9 и 12.

¹ Выгода или ущерб от экономической деятельности для третьих лиц без оплаты или возмещения.



РИС. 17.1. КОНФИГУРАЦИЯ ПОТОКОВ ПРОДУКЦИИ, ФАКТОРОВ ПРОИЗВОДСТВА И НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ ДЛЯ МНОГОНАЦИОНАЛЬНОЙ КОРПОРАЦИИ, РАСПОЛОЖЕННОЙ В США

СРАВНЕНИЕ ТОЧЕК ЗРЕНИЯ И ПОЗИЦИЙ МАТЕРИНСКОЙ КОМПАНИИ И ЗАРУБЕЖНОГО ДОЧЕРНЕГО ОТДЕЛЕНИЯ

При изучении предлагаемого многонациональной корпорации проекта связанные с ним потоки наличных средств могут оцениваться с двух различных позиций. Первая позиция связана с определением “чистого” воздействия рассматриваемого проекта на консолидированные потоки наличных средств многонациональной корпорации. Вторая позиция заключается в изучении предлагаемого проекта на независимой или неконсолидированной основе. Из указанных двух позиций концептуально верной является первая. Однако во многих случаях существует большая вероятность того, что действующие управляющие на уровне дочерней компании не могут полностью оценить все возможности получения прибыли (предоставляемые рассматриваемым проектом) для организационной структуры многонациональной корпорации в совокуп-

ности. Во многих многонациональных корпорациях эта тенденция усиливается за счет осуществления программ поощрения, в которых пакет премий, предоставляемых действующим управляющим, разрабатывается на основе показателей чистого или операционного дохода управляемых ими дочерних компаний многонациональной корпорации, а не на основе чистого вклада дочерней компании в консолидированные показатели всей организационной структуры многонациональной корпорации.

Это расхождение во взглядах станет наиболее очевидным, если мы рассмотрим критический случай, когда потоки наличных средств, производимые на уровне дочерней компании, не могут быть переведены материнской компании многонациональной корпорации. Такое положение может возникнуть, например, в случае осуществления инвестиций в развивающуюся страну, которая сталкивается с серьезными проблемами, связанными с состоянием платежного баланса, и которая вынуждена строго нормировать свои валютные ресурсы. Такие ситуации встречаются достаточно часто. В качестве примера можно привести многие государства Латинской Америки, в которых такое положение наблюдалось после начала международного долгового кризиса в 80-х годах.

Расхождения, наблюдаемые между потоками наличных средств материнской компании и дочернего отделения, могут быть обусловлены сущностью конфигурации доходов/затрат всей многонациональной корпорации. Так, в случае когда многонациональная корпорация продает зарубежной дочерней компании лицензионные права или услуги по управлению, эти операции по продаже выступают в качестве чистой выгоды для многонациональной корпорации, а дочернее отделение учитывает эту покупку прав и услуг как затраты. Также этот метод используется, когда другие подразделения многонациональной корпорации продают сырьевые материалы или основные комплектующие дочерней компании. И снова продажи, осуществляемые этими подразделениями компании, могут рассматриваться как вклад в консолидированный чистый доход многонациональной корпорации, тогда как дочерняя компания учитывает эти продажи как затраты. В примере, касающемся составления смет капиталовложений и их окупаемости, представленном далее в этой главе, мы сосредоточим наше внимание на расходах по корпоративному размещению, которые являются иллюстрацией этой формы внешних эффектов. Мы должны осознать, что эти внешние эффекты во многом аналогичны более сложным взаимосвязям.

Вторая проблема, возникающая при составлении смет международных капиталовложений и их окупаемости и обусловленная этим расхождением во взглядах дочерней и материнской фирм многонациональной корпорации, касается определения валюты деноминации для оценочного анализа. Если многонациональная корпорация расположена в США, то все расчеты материнской компании по проекту могут производиться в долларах США. Однако расчеты дочерней компании будут проводиться во внутренней валюте принимающей страны. Позже в этой главе мы наглядно проиллюстрируем, что выбор валюты для анализа может привести к значительным расхождениям, возникающим при оценке достоинств конкретных предложений, так как чаще всего правила пересчета из одной валюты в другую не являются нейтральными. Такие расхождения, например, могут быть обусловлены различиями в уровнях инфляции и изменениями в обменных курсах, происходящими между принимающей страной и страной, в которой расположена многонациональная корпорация.

И наконец, различия во взглядах материнской и дочерней компаний могут объясняться выбором учетной ставки, используемой при проведении экономического анализа эффективности намечаемых капиталовложений. С точки зрения зарубежной дочерней компании, правильная учетная ставка должна быть связана с затратами средств, производимых конкурентами дочерней компании на внутреннем рынке страны и скорректированных с учетом различий в кредитных ставках компаний. Однако материнская фирма многонациональной корпорации чаще всего настаивает на использовании сред-

ней стоимости капитала¹ в качестве соответствующей учетной ставки в операциях по всему миру. Эта ставка чаще всего абсолютно не связана с внутренними кредитными условиями, с которыми сталкиваются конкуренты дочерней компании в принимающей стране. Для того чтобы проиллюстрировать эти расхождения в показателях в примере составления смет капиталовложений и их окупаемости, представленном далее в этой главе, мы рассмотрим различные показатели проектных оценок, рассчитанные на основе учетных ставок материнской и дочерней компаний.

ПОДХОДЫ К СОСТАВЛЕНИЮ СМЕТ КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ И ИХ ОКУПАЕМОСТИ

В последние годы многие аналитики и практики представили достаточно много работ, касающихся в той или иной степени составления смет международных капиталовложений и их окупаемости. Изучение этой обширной технической литературы не является нашей целью в данной главе².

Мы рассмотрим три традиционных подхода к составлению смет международных капиталовложений и их окупаемости, которые наиболее широко используются при экономическом анализе эффективности намечаемых международных капиталовложений: чистая текущая стоимость (ЧТС), внутренняя норма прибыли (ВНП) и период окупаемости капиталовложений (ПОК). Эти подходы будут кратко изложены в этом разделе. Для осуществления оценки предложений по составлению смет капиталовложений и их окупаемости по потокам наличных средств, связанным с проектом, мы можем выбрать один из двух критериев: в одном случае критерием всех расчетов будет доллар США, а в другом — валюта той страны, в которой должен реализовываться предлагаемый проект. Также, говоря научным языком, наше изучение будет касаться решений об осуществлении “новых” инвестиций, а не о “замещении” инвестиций. Необходимо отметить, что разработанные принципы могут быть использованы и в случае замещения³.

В качестве основной предпосылки метода чистой текущей стоимости (ЧТС) выступает стремление фирмы к максимизации своего собственного капитала⁴. После принятия этого предположения в рамках этого метода осуществляется сравнение стоимости предлагаемых инвестиций и текущей величины потоков наличных средств, связанных с инвестициями. В случае если учтенные потоки наличных средств превышают стоимость инвестиций, то критерий ЧТС указывает, что проект является приемлемым. Для практического применения эти расчеты можно записать следующим образом:

$$\text{ЧТС} = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+k)^i} + \frac{T_n}{(1+k)^n},$$

где ЧТС — чистая текущая стоимость проекта;

I_0 — стоимость первоначальных инвестиций;

C_i — потоки наличных средств, связанные с проектом, после уплаты налогов в году i ;

T_n — остаточная или ликвидационная стоимость инвестиций в году n ;

n — предполагаемый срок действия проекта или планируемый период;

k — стоимость используемого для осуществления проекта капитала⁵.

¹ Стоимость капитала измеряется нормой процента на используемый капитал.

² Заинтересованный читатель может обратиться к списку литературы, указанному в конце этой главы.

³ Основное внимание этого анализа будет сосредоточено на тех инвестиционных проектах, в которых альтернативные проекты являются взаимно независимыми, но не взаимоисключающими.

⁴ Стоимость имущества за вычетом обязательств.

⁵ В соответствии с концепцией этого метода величина k может изменяться с течением времени.

Примеры расчета показателя ЧТС более подробно показаны в дополнении 17.1.

При вычислении критерия внутренней нормы прибыли (ВнНП) основное ударение делается на сравнение внутренней нормы прибыли изучаемого проекта, ВнНП, исчисленной для альтернативных проектов, и/или аналогичного минимального стандарта нормы прибыли, такого как стоимость капитала. Для практического применения расчет ВнНП можно записать в виде следующего уравнения:

$$I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{T_n}{(1+r)^n},$$

в котором r определяется также, как и ВнНП, и рассчитывается на основе других известных данных, вводимых в уравнение.

Третьим инвестиционным критерием, который мы рассмотрим, является метод периода окупаемости капиталовложений (ПОК). Основная цель данного анализа — это найти ответ на вопрос “Сколько потребуется времени для того, что возратить первоначальные ассигнования наличных средств, выделенные для проекта?”. Для осуществления этого анализа принимается предположение, что осуществляться будут лишь те инвестиции, которые характеризуются “достаточно коротким” периодом окупаемости. Для расчета ПОК используется следующая формула, в которой для простоты расчетов предполагается, что ежегодные потоки наличных средств C_i , связанные с проектом, обладают равными величинами:

$$\text{ПОК} = \frac{I}{C_i}.$$

Следовательно, если, например, первоначальные инвестиции составляют 1 млн. долл., а ежегодные потоки наличных средств — 300000 долл., то период окупаемости капиталовложений будет равен 3,3 года¹. В дополнение 17.1 показан расчет показателя ПОК и сравнение методов ЧТС и ВнНП.

Эти три способа принятия решений, описанные выше, широко используются при осуществлении оценки предлагаемых проектов по международным инвестициям. Однако очень важно не только ознакомиться в этих подходах, но и получить представление о сильных и слабых сторонах каждого из указанных критериев. С точки зрения современной финансовой теории, наиболее предпочтительными являются первые два метода — ЧТС и ВнНП, так как каждый из них предполагает осуществление корректировок с учетом будущих потоков наличных средств, которые отражают временные показатели стоимости денежных средств. В современном финансовом анализе этот показатель временной стоимости является фундаментальным, но, как мы отмечали выше, в методе ПОК он учитывается в недостаточной степени. Если говорить более конкретно, то существенным недостатком метода ПОК является то, что данный анализ не учитывает потоки наличных средств, связанные с инвестициями и происходящие после окончания периода окупаемости инвестиций². В противоположность этому методу, подходы ЧТС и ВнНП с помощью учетной ставки указывают все потоки наличных средств, связанные с проектом.

¹ В случаях, когда величины потоков наличных средств изменяются с течением времени, осуществляемый анализ становится несколько более сложным. Предположим, что при первоначальном объеме инвестиций, составляющим 1 млн. долл., потоки наличных средств в первые три года составляли соответственно 300000 долл., 400000 долл. и 500000 долл. В такой ситуации период окупаемости капиталовложений будет равен: 2 года + 300000 долл. / 500000 долл., т. е. 2,6 года.

² Один из вариантов ПОК предусматривает использование дисконтированных потоков наличных средств при расчете ПОК, где в качестве учетного фактора может выступать показатель стоимости капитала. В этом случае количество критических замечаний в адрес этого метода значительно сокращается.

Если говорить о методах ЧТС и ВнНП, то из них наиболее удовлетворительным с теоретической точки зрения традиционно считается метод ЧТС. Принципиальное различие между ЧТС и ВнНП связано с принимаемым предположением, касающимся ставки реинвестирования для потоков наличных средств. В случае ЧТС в качестве используемой ставки реинвестирования выступает стоимость капитала, которая может быть интерпретирована как приблизительная величина возможного размера реинвестиций. Напротив, при расчетах по методу ВнНП используемая ставка реинвестирования — это ВнНП для самого проекта, а наличие взаимосвязи между ВнНП проекта и возможной величиной инвестиций многонациональной корпорации становится совершенно необязательным. И все же ВнНП широко используется в качестве меры оценки при составлении смет капиталовложений и их окупаемости в многонациональных корпорациях, особенно на уровне высшего руководства. На этом уровне ВнНП, выступающий в качестве показателя, помогающего подвести итоги по процентной доходности проекта в целом, достаточно легко поддается сравнению с оценками доходности по другим инвестициям, включая и финансовые инструменты¹. Для получения дополнительных комментариев по ВнНП вы можете обратиться к дополнению 17.1².

Составление смет международных капиталовложений и их окупаемости: элементы риска

Если мы рассмотрим на менее теоретическом уровне проблемы, возникающие при составлении смет международных капиталовложений и их окупаемости, и проблемы, возникающие в ситуации, когда материнская компания осуществляет инвестиции в проекты на территории страны, в которой она расположена, то мы обнаружим, что эти проблемы, обусловленные факторами риска и неопределенности, во многом схожи. Как внутреннее, так и международные инвестиции обладают коммерческим (или кредитным) риском, связанным с осуществлением этих проектов. Этот риск является специфическим для каждой отдельной отрасли и производственной линии и связан с вероятностными предположениями о развитии рынков и поведении конкурентов. Многонациональные корпорации часто считают, что степень коммерческого риска для международных проектов значительно превышает степень риска для сопоставимых внутренних проектов. Однако это различие в степени риска нельзя назвать столь очевидным во всех ситуациях, и в любом случае оно не выражает конкретных величин риска и объясняется чаще всего меньшей осведомленностью о международном рынке и о международной производственной среде.

¹ С технической точки зрения можно доказать, что для проектов, в структуру потоков наличных средств которых включены положительные и отрицательные потоки, можно рассчитать множество ВнНП. Неопределенность, возникающая в этом случае, является еще одним доводом в пользу предпочтительности анализа ЧТС.

² Одна из модификаций метода чистой текущей стоимости (ЧТС) была предложена Дональдом Р. Леззардом и была названа методом откорректированной текущей стоимости (ОТС). В данном случае считается, что стоимость предлагаемого проекта международных инвестиций состоит из трех компонентов:

- 1) текущая величина потоков наличных средств для проекта после уплаты налогов, но до финансирования затрат;
- 2) текущая величина налоговых сбережений по долговому финансированию;
- 3) текущая величина сбережений по процентным затратам, связанным со специальным финансированием проекта.

Учет компонента (1) проводится с помощью коэффициента стоимости капитала, тогда как компоненты (2) и (3) учитываются в соответствии с величиной долга в долларах до уплаты налогов. См. Дональд Р. Леззард (Donald R. Lessard) "Оценка международных проектов: метод откорректированной текущей стоимости", в работе Дональда Р. Леззарда, издание "Международное финансовое управление: теория и практика". Нью-Йорк: Уили, 1985: 570-584. В отличие от ЧТС, метод ОТС позволяет обратить более пристальное внимание на сложности, связанные с проектом, к которым можно отнести финансирование субсидий и другие формы содействия, оказываемые принимающим правительством. Лоренс Д. Бут (Lawrence D. Booth) в своей работе "Структуры составления смет капиталовложений и их окупаемости для многонациональных корпораций", опубликованной в Журнале Исследований международного бизнеса (осень 1982 года): 113-123, доказал, что при условии того, что все показатели по проекту принимаются в расчет, эти два метода (ЧТС и ОТС) являются эквивалентными. В упоминавшихся в этой главе исследованиях практики, используемой многонациональными корпорациями, было отражено лишь ограниченное использование метода ОТС. По этой причине мы сосредоточили наше внимание на основных методах: ЧТС, ВнНП и периода окупаемости капиталовложений.

**Дополнение 17.1 ИЛЛЮСТРАЦИЯ РАСЧЕТА КРИТЕРИЕВ ЧТС И ПОК —
ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ ПРОЕКТЫ В ШВЕЙЦАРИИ**

Мы можем наглядно проиллюстрировать расчет показателей ЧТС и ПОК, если рассмотрим следующий пример. Многонациональная корпорация Аксенсор (Axsensor), расположенная в США, анализирует два альтернативных проекта, касающихся инвестиций в промышленные предприятия Швейцарии. Для выполнения каждого из предложенных проектов материнской компании, расположенной в США, необходимо осуществить инвестиции в размере 30 млн. долл. Потоки наличных средств указаны ниже. Остаточная стоимость не учитывается.

МЕТОД ПЕРИОДА ОКУПАЕМОСТИ КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ

Год	Проект А	Проект Б
1	9 долларов	4 доллара
2	9	6
3	9	10
4	9	15
5	9	25
	<u>45</u>	<u>60</u>

Мы рассчитываем ПОК следующим образом:

Период окупаемости капиталовложений для проекта А = 3 1/3 года (9+9+9+3=30).

Период окупаемости капиталовложений для проекта Б = 3 2/3 года (4+6+10+10=30).

В данном случае проект А наиболее предпочтителен, так как период окупаемости капиталовложений для этого проекта короче, и, следовательно, менее значительный объем первоначальных инвестиций без учета потоков наличных средств делает возможным более быстрое возвращение этих инвестиций.

С помощью информации, представленной в табл. 2, мы можем рассчитать ЧТС. Мы будем использовать три возможных учетных фактора (стоимость капитала). При 10% очевидно, что проект Б является наиболее предпочтительным. При учетной ставке, равной 14%, проект Б остается наиболее предпочтительным, а также наблюдается небольшое положительное значение для проекта А. При учетной ставке, равной 20%, проект А обладает отрицательной ЧТС и поэтому полностью отвергается. ЧТС по проекту Б обладает небольшим положительным значением.

ТАБЛИЦА 2 МЕТОД ЧИСТОЙ ТЕКУЩЕЙ СТОИМОСТИ

Год	При 10 процентах			При 14 процентах			При 20 процентах		
	Учетный фактор	А	Б	Учетный фактор	А	Б	Учетный фактор	А	Б
1	0,9091	8182	3636	0,8772	7895	3509	0,8333	7499	3333
2	0,8264	7437	4958	0,7695	6926	4617	0,6944	6250	4166
3	0,7513	6762	7513	0,6750	6075	6750	0,5787	5208	5787
4	0,6830	6147	10247	0,5921	5329	8882	0,4823	4341	7235
5	0,6209	5588	15523	0,5194	4675	12985	0,4019	3617	10047
		<u>34116</u>	<u>41865</u>		<u>30900</u>	<u>36743</u>		<u>26915</u>	<u>30568</u>
		-30000	-30000		-30000	-30000		30000	-30000
		4116	11865		900	6743		-3085	568

Помимо коммерческого риска, проекты, связанные с составлением смет международных капиталовложений и их окупаемости, включают дополнительный элемент риска — показатель регионального риска. Как мы уже говорили в главе 12, региональным риском называется риск неблагоприятного влияния на осуществление инвестиционного проекта, которое возникает в результате действия факторов, находящихся за пределами контроля зарубежной дочерней компании или ее отрасли. Считается, что региональный риск чаще всего связан с изменениями в политике правительства и в первую очередь касается воздействия этой политики на операционную среду дочернего отделения многонациональной корпорации на микроэкономическом уровне. Так, осуществление политики, приводящей к возникновению инфляции без компенсации понижения стоимости зарубежных валют, может привести к появлению значительных рисков для дочерней компании, которая получает комплектующие и материалы на внутреннем рынке страны, а производимую продукцию продает на экспортных рынках. Аналогично дочерние компании, зависящие от импортируемых из-за рубежа дефицитных материалов, находятся под угрозой того, что страна может ввести систему широкомасштабного контроля за импортом.

Необходимо понимать, что показатель регионального риска складывается, а в некоторых случаях и умножается на предполагаемые элементы коммерческого риска, связанные с международными инвестиционными предложениями, которые в этом смысле значительно отличаются от внутренних инвестиционных проектов. Более сложная и рискованная операционная среда в международном масштабе должна рассматриваться с учетом сущности процесса составления смет капиталовложений и их окупаемости. Капиталовложения по своей природе являются долгосрочными, и, следовательно, анализ смет капиталовложений и их окупаемости должен быть сосредоточен на долгосрочных и широкомасштабных прогнозах доходов, затрат и финансовых факторов, оказывающих влияние на будущие потоки наличных средств, связанные с предлагаемым проектом. Но в современном и столь нестабильном мире международного бизнеса доля неопределенностей, связанных с такими прогнозами, может быть достаточно высокой. Неясности такого рода становятся особенно очевидными на самых верхних макроэкономических и политических уровнях. Это далеко не полный перечень источников подобных шоков в современном бизнесе: изменения в системных операциях на валютных рынках; быстрые смены позиций и отношения индустриальных держав к задолженности менее развитых стран; изменения в зарубежной политике США и России; изменения в налоговом законодательстве как США, так и других зарубежных стран; изменяющиеся роли международных экономических институтов мира, таких как Международный валютный фонд (МВФ) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР). Однако, помимо всех перечисленных факторов, многие страны в 80-е и 90-е годы прошли через период глубоких внутренних изменений в социальной, политической и экономической жизни. В периоды таких радикальных перемен очень трудно сказать что-либо определенное о прогнозах, опережающих настоящий момент на десять или пятнадцать лет. И эта мысль становится наиболее очевидной на операционном уровне и на уровне действующих дочерних компаний, где управляющие сталкиваются с изменениями в зарубежной операционной среде каждую минуту, и где оценки потоков наличных средств, доходов и затрат формируются и рассчитываются во внутренней валюте на основе вводимых основных первичных данных об осуществлении процесса составления смет капиталовложений и их окупаемости.

Теоретически наиболее предпочтительным способом учета элементов риска в сметах капиталовложений и их окупаемости является включение всех известных показателей величины и влияния риска, с помощью корректировок, в потоки наличных средств (C_i), т. е. получение детерминированного эквивалента потоков наличных средств. Этот метод можно проиллюстрировать с помощью уравнения, используемого для расчета показателя чистой текущей стоимости, показанного ниже. В этом

уравнении факторы p_t — это факторы детерминированного эквивалента в году t , применяемые к потокам наличных средств в соответствующие годы. Фактор q_n детерминированного эквивалента применяется в качестве остаточной или ликвидационной стоимости инвестиций в году n .

$$\text{ЧТС}_{\text{дэ}} = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{P_i \times C_i}{(1+k)^i} + \frac{q_n \times T_n}{(1+k)^n},$$

где $0 \leq p_i \leq 1$ и $0 \leq q_n \leq 1$,

$\text{ЧТС}_{\text{дэ}}$ — это детерминированный эквивалент чистой текущей стоимости.

В соответствии с этой формулой показатель p_i может изменяться с течением времени, что позволяет учитывать в уравнении новые сведения и уточнения соответствующих коммерческих неопределенностей. Чаще всего коэффициент неопределенности увеличивается по мере включения в уравнение все большего количества будущих периодов; следовательно, $p_t > p_{t-1}$. Приняв во внимание тот факт, что для большинства проектов, затрагивающих зарубежные инвестиции, коэффициент неопределенности с течением времени резко возрастает, читатель должен понять позицию многих компаний, использующих метод периода окупаемости капиталовложений в качестве наиболее легкого способа включения показателей риска в расчеты.

Этот метод детерминированного эквивалента наиболее успешно используется в ситуациях, связанных с коммерческими (или кредитными) рисками, когда результаты воздействия отдельных прогнозируемых событий на деятельность фирмы можно предсказать с достаточной определенностью. Однако один вид возможных событий, а именно прогнозируемые изменения в валютных курсах и разностях в уровнях инфляции, является особым случаем и требует дальнейшего обсуждения.

В опубликованных исследованиях, посвященных составлению смет международных капиталовложений и их окупаемости, изменения в валютных курсах и уровне инфляции чаще всего называются “денежными” изменениями. Результат влияния этих денежных факторов на деятельность зарубежной дочерней компании является одним из важнейших показателей, обуславливающих различия между составлением смет международных капиталовложений и их окупаемости и смет капиталовложений и их окупаемости в пределах одной страны. Как мы уже говорили в главе 14, влияние этих денежных изменений на операции компаниями может проявляться двояко: через учетный риск потенциальных убытков и через экономический риск потенциальных убытков. Следовательно, предлагаемые инвестиционные проекты, включающие риски потенциальных убытков такого рода, могут быть подвержены прогнозируемым изменениям в валютных курсах и уровнях инфляции, которые, в свою очередь, могут оказывать значительное влияние на решение о принятии или отказе от предлагаемых инвестиций.

Многонациональные корпорации стремятся учитывать последствия и влияние этих денежных изменений на финансовые показатели проекта. В ситуациях, когда прогнозируются значительные денежные изменения, показатель экономического риска потенциальных убытков становится особенно важным. Адекватно охватить весь спектр экономических последствий, связанных с изменениями в валютных курсах и уровне инфляции, очень трудно. Проведение оценки этих эффектов требует осуществления технической и экономической экспертизы достаточно высокого уровня, что чаще всего недоступно отдельным дочерним компаниям многонациональной корпорации, располагающим незначительным количеством штатных специалистов. Поэтому для отражения экономических последствий денежных изменений на этом уровне управляющие дочерней компанией проводят корректировки основных оценок потоков наличных средств.

Корректировки с учетом риска, только что описанные нами, — корректировки с учетом потоков наличных средств, C_i — наиболее успешно применяются при работе с коммерческим риском. Однако в ситуациях, когда необходимо учесть влияние регионального риска, специалисты чаще всего располагают значительно меньшим объемом информации и расчетных данных о моменте наступления неблагоприятных событий и о том, какое влияние отдельные показатели риска могут оказать на предлагаемый проект. При таких обстоятельствах используется альтернативный подход, который заключается в применении рисковой премии к соответствующей учетной ставке фирмы, т. е. к стоимости капитала в анализе чистой текущей стоимости (ЧТС). В идеале многонациональные корпорации должны были бы использовать этот фактор регионального риска в масштабе всей системы по всем странам, в которых предполагается осуществление изучаемого проекта. Таким образом, многие многонациональные корпорации поддерживают на корпоративном уровне систему мониторинга регионального риска и устанавливают рисковые премии по странам, которые затем используются при оценке предлагаемых проектов международных инвестиций.

Другим подходом, позволяющим учесть при составлении смет капиталовложений и их окупаемости элементы риска и неопределенности, является использование анализа чувствительности. В этом случае аналитики системно изменяют ключевые предпосылки и предположения анализа для того, чтобы установить эффект этих изменений на оценочные показатели: ЧТС, ВнНП и ПОК. Использование этого метода позволяет персоналу многонациональной корпорации наглядно увидеть воздействие, оказываемое непрерывными изменениями на предлагаемый проект. В эти изменения может включаться: 6%-ное понижение стоимости внутренней валюты, 20%-ное понижение стоимости внутренней валюты, 30%-ное понижение и так далее. Можно ожидать, что проекты, оценочные показатели которых (особенно относящиеся к валютным курсам и уровню инфляции), проверяющиеся таким образом, будут иметь большую вероятность успеха в постоянно изменяющемся современном мире бизнеса.

Некоторые управляющие, которые недостаточно доверяли описанным выше методам оценки риска, предложили еще один подход, позволяющий учесть элементы неопределенности при изучении отдельных проектов. Эти управляющие склоняются к тому, что метод окупаемости капиталовложений должен занять более важное место среди оценочных методов. Этот метод, который считается недоработанным с точки зрения финансовой теории, все же обладает значительным преимуществом, так как он предоставляет конкретную оценку риска с ориентацией на наличные средства. Он позволяет ответить на вопрос: «В течение какого времени денежные средства корпорации будут «заперты» в изучаемом проекте?» В данном случае с точки зрения управления рисками, мы можем предпочесть проект в Бразилии, период окупаемости капиталовложений при котором составляет 2,6 года, другому проекту, осуществляемому в той же стране, но ПОК которого составляет 5 лет. Некоторые многонациональные корпорации, принимающие во внимание эту интерпретацию метода, ориентированную на учет риска, используют анализ ПОК как итоговый показатель перед вынесением окончательного решения по проекту¹.

Пример составления смет международных капиталовложений и их окупаемости

Структура проекта

Корпорация АБВ, являющаяся американской многонациональной компанией, рассматривает возможность открытия новой дочерней компании в государстве Хост. Это государство является участником соглашения об общем рынке — экономического

¹ James C. Van Horn, *Financial Management and Policy*, 7th ed. (New York: Prentice-Hall, 1986): 130.

сообщества архипелага (ЭСА), которое было создано по образцу Европейского экономического сообщества. Корпорация АБВ производит некий ассортимент производственных товаров, которые затем продаются в странах по всему миру. Производственный процесс этой компании был запатентован и тщательно охраняется. Было установлено, что при незначительно минимальном изменении количества операций величина издержек производства практически не возрастает, а величина изменения операций для предлагаемого проекта для страны Хост значительно превышает этот минимальный уровень.

Структура производства АБВ соответствует структуре олигополии. Вследствие этого в течение значительного периода времени в рамках отдельных национальных рынков наблюдается относительная стабильность цен. На рынках факторов производства АБВ также преобладает структура стабильных цен. Корпорации АБВ принадлежит сравнительно небольшая доля в ее отрасли в США, в государстве Хост и в других странах. Следовательно, АБВ может изменять объемы своих продаж на этих рынках, не провоцируя ответные изменения в ценах конкурентов. Принятие этих предположений гарантирует, что сравнительная структура цен корпорации АБВ не будет изменяться и существенно зависеть от того, примет ли корпорация решение об осуществлении предлагаемых инвестиций в страну Хост.

Ожидается, что наиболее экономически эффективный срок действия проекта в стране Хост составит от пяти до десяти лет. Группа управляющих АБВ, на которую была возложена задача проведения оценки этого проекта, выбрала для своего анализа срок пять лет. Следовательно, задача, поставленная перед этой группой управляющих, состоит в проектировании потоков наличных средств, связанных с этим проектом, и в оценке итоговых данных. Эта оценка должна показать, соответствует ли предлагаемый проект инвестиций в Хост установленным в корпорации АБВ критериям, необходимым для его одобрения и принятия. Было выдвинуто предположение о том, что все потоки наличных средств должны оцениваться по методу “детерминированного эквивалента”, и в них должны учитываться коммерческие риски, связанные с предлагаемым проектом. Методы обработки показателей регионального риска мы обсудим немного позже в этом примере. Оценка будет производиться на основе ликвидационной стоимости проекта в году 5. Для проведения анализа было сделано предположение о том, что вся ликвидационная стоимость к этому времени будет возвращена материнской компании в США. И наконец, группа управляющих решила сосредоточить свое внимание в первую очередь на разработке “основного случая”. Руководствуясь этими предположениями, мы предпримем анализ чувствительности проекта при изменяющихся макроэкономических показателях, основной целью которого станет изучение эластичности и устойчивости предлагаемого проекта к этим изменениям. В течение всего анализа будет осуществляться двухступенчатая оценка проекта смет капиталовложений и их окупаемости: в долларах США и во внутренней валюте. В этой ситуации будет верным высказывание: “Если ты не можешь совершить эти операции во внутренней валюте, то лучше вообще не берись за них”.

Корпорация АБВ решила рассмотреть вариант размещения дочерней компании в стране Хост, так как данный вариант представляется более выгодным, чем обслуживание этого рынка с помощью экспортных операций, проводимых дочерними производственными предприятиями этой корпорации на территории США. Такая форма конфигурации потоков продукции широко используется во многих производственных отделениях многонациональных корпораций, например при операциях с фармацевтическими товарами или с потребительскими товарами кратковременного пользования. Должностные лица, занимающие посты в правительстве страны Хост и стремящиеся увеличить количество рабочих мест в местной обрабатывающей промышленности, оказывают активное содействие корпорации в открытии производственных

отделений на территории Хост. Должностные лица Хост обладают значительными возможностями оказания влияния на проект АБВ, так как в соответствии с правилами требованиями все товары этой отрасли должны для продажи в данной стране вначале получить разрешение правительства. С позиции Хост это требование является оправданным на том основании, что это условие получения разрешения будет способствовать сохранению общественной безопасности. Однако мы не можем игнорировать тот факт, что это условие получения одобрения является одновременно и мощным рычагом воздействия, который правительство может применять для оказания давления на многонациональные корпорации, работающие в этой отрасли.

Помимо этих требований, выдвигаемых правительством Хост, корпорация АБВ также имеет свои собственные мотивы открытия дочерней компании в Хост. Открыв эту дочернюю компанию, корпорация сможет избавиться от необходимости уплаты общего внешнего тарифа Экономического сообщества архипелага (ЭСА). Эта система общего внешнего тарифа являлась серьезным препятствием при осуществлении экспортных операций между ЭСА и США.

Макроэкономическая среда

Макроэкономическая политика, проводимая правительством Хост, достаточно сильно отличается от политики США. Результатом проведения этой политики стало появление инфляции в Хост, темпы которой постоянно повышаются. В настоящий момент уровень инфляции составляет 20% в год, и, по прогнозам, эта тенденция будет наблюдаться и далее. В противоположность этому, уровень инфляции в США в рассматриваемый период, по прогнозам, составит 6% в год.

Правительство Хост также осуществляет государственные программы, связанные с валютными курсами и направленные на сохранение сравнительного паритета покупательной силы между валютой Хост, которую мы будем называть внутренней валютой (или, для краткости, ВВ), и долларом США. Следовательно, темпы понижения стоимости ВВ составляют 14% в год (уровень инфляции в Хост минус уровень инфляции в США). Одним из главных результатов этой политики правительства Хост стало то, что эта гибкая система курса ВВ с периодической фиксацией обеспечила контроль за дестабилизирующими ожиданиями, которые часто возникают в условиях повышающейся инфляции.

Также денежно-кредитная и валютная политика Хост направлена на сохранение колебаний фактических процентных ставок в пределах 2%. Следовательно, если уровень инфляции в Хост составляет 20%, то процентные ставки на денежном рынке ВВ составят 22%, и, по прогнозам, эта тенденция будет наблюдаться и далее. Ожидается, что колебания процентных ставок в США не будут превышать 10%, что означает, что фактические процентные ставки будут колебаться в пределах 4% в планируемый период.

В этом примере мы предположим, что первоначальное соотношение курсов валют составляет: 1 ВВ = 1 доллар. Как мы увидим далее, это предположение значительно упростит проведение нашего анализа.

Коммерческие предположения

Стремление управляющих международных подразделений АБВ к осуществлению инвестиций в Хост основывается на их интуитивных предположениях о выгодном балансе между получаемыми доходами и необходимыми затратами. Для того чтобы изучить предлагаемый проект инвестиций в Хост более конкретно, группа управляющих АБВ скомпилировала информацию, необходимую для осуществления фор-

мального экономического анализа эффективности намечаемых капиталовложений. Затем, используя компьютерную модель, специально разработанную для этой цели, группа АБВ представила эти данные в виде отчета о прибылях и убытках, суммарной сводки инвестиций и отчетов о потоках наличных средств, связанных с изучаемым проектом, как в долларах США, так и во внутренней валюте (ВВ). Далее мы опишем предположения, лежащие в основе проводимого анализа.

Отчет о прибылях и убытках: АБВ–ХОСТ

В табл. 17.1 приведен отчет о прибылях и убытках для АБВ — Хост.

ТАБЛИЦА 17.1 ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ: АБВ — ХОСТ, ТЫС. ЕД. ВНУТРЕННЕЙ ВАЛЮТЫ

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
A1. Чистый объем продаж	10954	14240	18512	24066	31286
A2. Прямые затраты труда и материалов	7000	8400	10080	12096	14515
A3. Затраты производственного периода	1800	1800	1,800	1800	1800
A4. Амортизация	250	250	250	250	250
A5. Затраты на маркетинг	219	274	242	428	535
A6. Компенсация за использование патента США	657	822	1027	1284	1604
A7. Затраты на выплату процентов	1012	1316	1711	2224	2891
A8. Величина прибыли до уплаты налогов	16	1378	3303	5984	9691
A9. Подоходный налог, выплачиваемый Хост	2	207	495	898	1454
A10. Чистая прибыль	13	1172	2807	5087	8237

- Доходы от продаж (A1) и затраты на маркетинг (A5). Объем продаж в натуральном выражении умножаем на стоимость единицы товара во ВВ, планируемой на каждый год, и получаем доходы от продаж за год, рассчитанные во ВВ. Эти данные представлены в показателях дохода для АБВ — Хост в табл. 17.1. Если уровень инфляции в Хост составляет 20% в год, то ежегодный доход от чистых продаж, равный 30%, отражает прогнозируемый фактический доход, равный 10% в год. В течение всего периода затраты на маркетинг будут рассчитываться на уровне 2% от продаж.
- Прямые затраты труда и материалов (A2). Сюда относятся переменные статьи затрат, с которыми может столкнуться открываемая дочерняя компания АБВ в Хост. Предполагается, что стоимость этих элементов в течение рассматриваемого периода будет повышаться на величину, обусловленную уровнем инфляции в Хост.
- Затраты производственного периода (A3). Сюда относятся фиксированные затраты, необходимые для проведения производственных операций. Предполагается, что на планируемый период эти затраты составят 1800000 ед. ВВ.
- Капиталовложения и амортизация (A4). Для исполнения проекта предлагаемых инвестиций в Хост необходимо осуществить капиталовложения на сумму 2,5 млн. долл., которые необходимы для финансирования основных фондов. Эти ассигнования должны быть сделаны в начале работы над проектом. В течение всего последующего пятилетнего периода не потребуются никаких дополнительных затрат капитала. Амортизация основных фондов составляет 10% в год.
- Компенсация за использование патента США (A6). В соответствии с длительной практикой, корпорация АБВ требовала от своих зарубежных дочерних компаний оплаты значительной части затрат на развитие своей патентной тех-

нологии. На основе опытных данных было установлено, что эта оплата составляет 6% от величины чистых продаж. В некоторых государствах был введен налог на компенсационные выплаты за пользование патентами, перечисляемые материнским компаниям; однако в государстве Хост такой налог не взимается. В точки зрения финансовых показателей, роль этой статьи затрат в анализе смет капиталовложений и их окупаемости аналогична роли этих затрат в более сложной ситуации, когда дочернее предприятие импортирует основные комплектующие из США (от материнской компании).

- Потребность в финансовых средствах и затраты на выплату процентов (A7). На планируемый период соотношение совокупного оборотного капитала к основной сбытовой деятельности является фиксированным и составляет 0,42. Этот вывод был сделан на основе проведенного компанией ретроспективного анализа структуры моментов денежных поступлений и платежей, получения сырьевых материалов и передачи законченных товаров. Так как материнская компания АБВ обеспечила финансирование основного капитала за счет собственных средств, дополнительное финансирование будет необходимо только для совокупного оборотного капитала. Некоторый объем финансирования будет обеспечиваться через фонды произведенные/(требуемые)¹ (B7). Оставшаяся часть будет получена как финансирование путем получения займов. Принимая во внимание тот факт, что рассматриваемая дочерняя компания для производства поставляемой на рынок Хост продукции будет приобретать вводимые факторы производства в основном на внутреннем рынке, было принято решение о том, что источником финансирования дочерней компании путем получения займов станут финансовые рынки Хост. Следовательно, платежи по обслуживанию долга будут осуществляться во ВВ.
- Налоги (A9). Доходы, полученные на территории Хост, облагаются налогом с доходов корпораций, составляющим 15% и введенным правительством Хост; в соответствии с налоговым законодательством Хост, зачет потерь при уплате налогов за будущий период не производится. Власти США гарантируют предоставление налоговой скидки на всю величину налогов, уплаченных Хост.
- Чистый доход (A10). Отчет о прибылях и убытках, составленный в единицах ВВ и включающий все вышеперечисленные статьи, показывает, что для года 1 показатель чистого дохода по этому проекту является отрицательным, но затем прослеживается устойчивая тенденция повышения величины положительных показателей. Высшее руководство АБВ приняло решение о выплате чистого дохода в размере 100%, полученного дочерней компанией в Хост, в качестве дивидендов.

Сводка потоков наличных средств: с точки зрения АБВ и с точки зрения Хост

В табл. 17.2 указана сводка потоков наличных средств для отделения АБВ в Хост.

После того как мы рассчитали потоки доходов для проекта, мы можем, используя информацию в табл. 17.2, рассчитать и потоки наличных средств. Для осуществления этого анализа мы должны признать, что амортизация основных фондов ведет к увеличению величины потоков наличных средств для АБВ — Хост, так как оно обеспечивает налоговую защиту для дохода, полученного в любом другом подразделении корпорации АБВ. Ликвидационная стоимость проекта в Хост также приведет к увеличению объема наличных средств в последнем (пятом) году, если мы предположим, что этот год истечет в последний день налогового года. В соответствии с произведенными техническими оценками, можно предположить, что срок основных фондов превысит 5 лет. Следовательно, логично допустить, что некоторая часть ликвида-

¹ То есть за счет внутренних/(внешних) источников.

онной стоимости может быть реализована через продажу в конце пятилетнего периода времени. Также предположим, что при реализации этих фондов не будет достигнуто никакого выигрыша от продажи капитального имущества¹.

ТАБЛИЦА 17.2 СВОДКА ПОТОКОВ НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ: АБВ — ХОСТ,
ТЫС. ЕД. ВНУТРЕННЕЙ ВАЛЮТЫ

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Потребности						
Б1: Капиталовложения	2500	0	0	0	0	0
Б2: Оборотный капитал	0	4601	1380	1794	2333	3032
Б3: Совокупные потребности	0	4601	5981	7775	10108	13140
СОВОКУПНЫЙ ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ	2500	4601	1380	1794	2333	3032
Внутренние источники						
Б4: Чистый доход		13	1172	2807	5087	8237
Б5: Амортизация		250	250	250	250	250
Б6: Ликвидационная стоимость						11525
Совокупные источники	0	263	1422	3057	5337	20012
Произведенные/(требуемые) фонды:						
Б7: За вычетом ликвидационной стоимости	(2500)	(4337)	41	1263	3004	16980
Чистая текущая стоимость, рассчитанная во ВВ						
Б8: Фактор текущей стоимости, равный 22%	1,0000	0,8197	0,6719	0,5507	0,4514	0,3700
Б9: Произведенные/(требуемые) фонды текущей стоимости	(2500)	(3555)	28	696	1356	6283
Б10: Накопленная ЧТС	(2500)	(6055)	(6027)	(5332)	(3976)	2307
Б11: ВнНП 32,08%						
Б12: Период окупаемости капиталовложений, равный четырем годам						
Б13: Фактор текущей стоимости, равный 27%	1,0000	0,7874	0,6200	0,4882	0,3844	0,3027
Б14: Произведенные/(требуемые) фонды текущей стоимости	(2500)	(3415)	26	617	1555	5139
Б15: Накопленная ЧТС (27%)	(2500)	(5915)	(5889)	(5273)	(4118)	1021

Фонды произведенные (или, в случае отрицательной величины, требуемые) при осуществлении проекта представлены в строке Б7 табл. 17.2. Теперь для определения этих потоков наличных средств мы можем применить оценочные показатели смет капиталовложений и их окупаемости, описанные нами ранее в этой главе. Этот анализ позволит нам оценить желательность предлагаемого проекта с точки зрения дочерней компании АБВ — Хост. Этапы проведения этого анализа представлены в указанной таблице. Данные, указанные в строке Б10, показывают, что чистая текущая стоимость проекта, оцененная на основе учетной ставки 22%, положительна и составляет 2307000 ед. ВВ. Мы выбрали такую учетную ставку, так как она может быть применена и для внутренних конкурентов АБВ, действующих в этой отрасли в Хост. Однако в случае, когда

¹ Превышение выручки над оценкой с учетом износа.

учетная ставка для ЧТС повышается на 5% для того, что показать влияние, оказываемое элементами регионального риска на территории Хост на изучаемый проект, ЧТС проекта понижается до 1021000 ед. ВВ. Принимая во внимание две указанные оценки ЧТС, проект можно принять лишь при условии того, что это будет независимое предприятие, не связанное с операциями АБВ в мировом масштабе.

Это заключение может быть получено и с помощью применения оценочного метода внутренней нормы прибыли. В соответствии с данными анализа, ВнНП проекта равна 32%, что намного превышает учетную ставку в единицах ВВ, равную 22%. Однако, если мы примем в расчет региональный риск, то мы должны будем повысить минимальную учетную ставку до 27%. При этом мы видим, что, как и в случае с ЧТС, анализ ВнНП указывает на понижение степени желательности проекта.

Период окупаемости капиталовложений для проекта составляет немногим более четырех лет. Американская корпорация АБВ в этом случае может быть полностью довольна полученными результатами, так как период возвращения вложенных средств практически равен сроку действия проекта.

Теперь мы должны перейти к оценке проекта АБВ — Хост с более серьезной и решающей точки зрения — с точки зрения лиц, в обязанности которых входит вынесение окончательного решения по проекту, а именно с позиции высшего руководства АБВ. Они должны рассматривать проект АБВ — Хост с позиций консолидированной структуры корпорации АБВ в мировом масштабе. Одним из элементов, учитываемых в нашем анализе на консолидированном уровне, является налоговое законодательство, касающееся дивидендов, полученных американской корпорацией АБВ от инвестиций в Хост. И сейчас мы рассмотрим этот вопрос.

Правила взимания налогов с доходов, полученных американской корпорацией АБВ в Хост

В табл. 17.3 представлен анализ налоговых обязательств. Закон о налоге на прибыль корпораций в США был разработан с тем, чтобы сократить проблемы, связанные с двойным налогообложением многонациональных корпораций, расположенных в США. Одна из таких проблем связана с доходом, получаемым материнскими компаниями США от своих зарубежных дочерних компаний. Чаще всего такой доход облагается подоходными налогами и налогами с суммы дивидендов, распределяемых среди держателей акций, взимаемых зарубежными правительствами. Для того чтобы избежать двойного налогообложения этих потоков доходов, в закон США о налогообложении была включена “налоговая скидка на налог, уплаченный за рубежом”. Любая корпорация США, владеющая по крайней мере 10% контрольного пакета акций в зарубежной корпорации, имеет право потребовать предоставления этой налоговой скидки.

Мы сможем лучше понять механизм скидки на уплаченный за рубежом налог, о которой мы уже говорили в главе 14, часть III, если произведем показательные расчеты на примере корпорации АБВ. Предположим, что в нашем примере государство Хост взимает подоходный налог, составляющий 15% для любого коммерческого предприятия, каким является наш проект. Для простоты расчетов допустим, что Хост не применяет налог с суммы дивидендов, распространяемых среди держателей акций, к дивидендам, выплачиваемым нерезидентам. Однако читатель должен понимать, что налоги с суммы дивидендов, распределяемые среди держателей акций, широко используются во многих индустриальных и развивающихся государствах мира.

Для расчета суммы подлежащего уплате налога применяется метод суммирования (подробнее см. гл. 14 “Зарубежные филиалы: финансирование, налогообложение и стоимость капитала”), т. е. к сумме дивидендов, полученных от зарубежной дочерней компа-

нии прибавляется объем уплаченных ею в государстве Хост налогов. Эти расчеты представлены в табл. 17.3. Читатель должен помнить, что в нашем примере АБВ — Хост коэффициент выплаты прибыли в виде дивидендов составил 100%. В такой ситуации весь объем подоходных налогов, выплаченных правительству Хост, может быть использован для получения налоговой скидки. В строке В4 представлены брутто-дивиденды, рассчитанные как сумма дивидендов, которые были выплачены материнской фирме АБВ в США ее дочерней компанией в Хост (строка В2), и объем уплаченного за рубежом налога (строка В3) (объем подоходного налога, выплаченного в Хост и рассчитанного в долларах США). Допустим, что в нашем примере ставка подоходного налога США составляет 34%. Величина налога, соответствующего этой ставке, указана в строке В5. Величину подоходного налога США с учетом скидки на уплаченный за рубежом налог (строка В6) мы получили вычитанием совокупного объема зарубежных налогов (строка В3) из подоходного налога США без учета скидки на уплаченный за рубежом налог (строка В5).

ТАБЛИЦА 17.3 НАЛОГИ США, ВЗИМАЕМЫЕ С ДОХОДА, ПОЛУЧЕННОГО АБВ — ХОСТ, ТЫС. ДОЛЛ. США

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
В1. Обмена курс (ВВ/доллар)	1,00	1,14	1,30	1,48	1,69	1,93
Чистый доход АБВ — Хост во ВВ	100	13	1172	2807	5087	8237
В2: Равные дивиденды: АБВ-США		12	901	1897	3010	4268
В3: Объем уплаченных за рубежом налогов		2	159	335	531	753
В4: Брутто-дивиденды		14	1060	2232	3541	5021
В5: Подоходный налог США без учета скидки на уплаченный за рубежом налог		5	461	759	1204	1707
В6: Подоходный налог США с учетом скидки на уплаченный за рубежом налог		3	201	424	673	954

Сводка потоков наличных средств: консолидированная позиция АБВ — США

В табл. 17.4 представлен анализ потоков наличных средств АБВ-США. При изучении предложения об осуществлении корпорацией АБВ инвестиций в Хост высшее руководство материнской компании АБВ в США должно ответить на один из важнейших вопросов “Каково будет влияние этого проекта на консолидированную финансовую позицию АБВ?” Влияние проекта на консолидированные потоки наличных средств АБВ, рассчитанное в долларах США, с точки зрения дочерней компании представлено в строке Г2. К этим показателям должны быть прибавлены платежи, осуществляемые АБВ — Хост в качестве компенсации за использование патента США, назначенные АБВ — США (строка Г3). Также должна быть вычтена величина подоходного налога США с учетом скидки на уплаченный за рубежом налог, представленная в табл. 17.3, строке В6. Полученный в результате этих операций показатель потоков наличных средств в долларах (строка Г5) выражает чистое влияние предлагаемого проекта открытия дочерней компании на консолидированную позицию материнской компании АБВ. Теперь можно производить оценку этих потоков с помощью анализа ЧТС, ВнНП и периода окупаемости капиталовложений.

Вначале мы проведем анализ чистой текущей стоимости. Мы должны отметить, что по причине того что изучаемые нами потоки наличных средств теперь деноминированы в долларах США, соответствующая учетная ставка должна быть связана с финансовой

средой материнской компании. Для этого анализа мы выберем учетную ставку, соответствующую средней стоимости капитала для АБВ в США и составляющую в настоящий момент 10,0%. При такой ставке ЧТС для проекта положительна и равна 2449000 долл. Однако для года 5 этот показатель ЧТС, рассчитанный с учетом курса обмена ВВ и доллара, более чем на 100% превышает соответствующий показатель во ВВ, рассчитанный нами при проведении анализа с точки зрения дочерней компании. Эта более высокая величина ЧТС объясняется в основном корпоративными расходами на размещение.

При осуществлении анализа с точки зрения дочерней компании мы можем, включив в учетную ставку ЧТС заданный (см. стр. 577) 5%-ный фактор, принимать в расчет показатель регионального риска. Если этот фактор включается в расчеты, то учетная ставка повышается до 15%. При такой высокой учетной ставке ЧТС проекта понижается до 1157000, но остается все еще положительной и сравнительно большой. Следовательно, с консолидированной точки зрения управляющие компании имеют веские основания для осуществления предлагаемого проекта инвестиций в АБВ — Хост.

Тот же вывод мы можем сделать и на основе анализа ВнНП. Использование этого метода расчета ВнНП проекта дает доход на уровне 21%. Если мы сравним этот показатель и показатель ВнНП, рассчитанный при учетной ставке 10%, мы можем сделать вывод о том, что проект представляется выгодным и должен быть осуществлен.

И наконец, в анализе с точки зрения дочерней компании период окупаемости капиталовложений составил немногим более 4 лет. В этом случае корпорация может ожидать возвращения своих первоначальных инвестиций только к моменту окончания пятилетнего периода времени.

ТАБЛИЦА 17.4 СВОДКА ПОТОКОВ НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ: КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ПОЗИЦИЯ АБВ — США, ТЫС. ДОЛЛ. США

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Г1: Обменный курс (ВВ и доллара)	1,00	1,14	1,30	1,48	1,69	1,93
Средства произведенные/(требуемые)						
После учета ликвидационной стоимости во ВВ	(2500)	(4337)	41	1263	3004	16980
Г2: Дочерняя компания:						
Средства произведенные/(требуемые)	(2500)	(3805)	32	853	1778	8798
Г3: Компенсация за использование патента США		576	632	694	760	831
Г4: Подоходный налог США						
С учетом скидки на уплаченный за рубежом налог	0	3	201	424	673	954
Г5: Средства произведенные/(требуемые)	(2500)	(3231)	463	1123	1865	8675
ЧИСТАЯ ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ, РАССЧИТАННАЯ В ДОЛЛАРАХ США						
Г6: Фактор текущей стоимости, равный 10%	1,0000	0,9091	0,8264	0,7513	0,6830	0,6209
Г7: Средства текущей стоимости произведенные/(требуемые)	(2500)	(2937)	382	844	1273	5386
Г8: Накопленная ЧТС	(2500)	(5437)	(5055)	(4211)	(2937)	2449
Г9: ВнНП 20,97%						
Г10: Период окупаемости капиталовложений, равный немногим более 4 лет						

Анализ чувствительности: изменяющиеся инфляционные условия

При осуществлении экономического анализа эффективности намечаемых капиталовложений группа управляющих АБВ была достаточно сильно обеспокоена вероятностью нестабильности макроэкономических условий, существующей в Хост. Чтобы решить эту проблему, группа приняла решение о применении метода анализа чувствительности. Для осуществления этого анализа необходимо системно изменять предположения и предпосылки, используемые при экономическом анализе эффективности намечаемых капиталовложений, а затем последовательно изучать результат влияния этих изменений на оценочные показатели смет капиталовложений и их окупаемости.

Принимая во внимание тот факт, что в течение последних лет экономические условия в Хост изменялись достаточно сильно, группа решила изучить два крайних случая и сравнить их с “основным случаем”, описанным нами в предыдущем разделе. Ключевые предположения анализа связаны с инфляцией. Необходимо помнить, что в основном случае мы указали, что уровень инфляции в Хост составляет 20%, а соответствующий уровень инфляции в США — 6%. Учетная ставка во ВВ Хост равнялась 22%. Следовательно, заемщики средств во ВВ в Хост, такие как АБВ — Хост, должны выплачивать фактическую (скорректированную с учетом инфляции) процентную ставку, составляющую 2%. Напротив, в учетную ставку, равную 10% и используемую АБВ в США, уже включена 4%-ная фактическая стоимость средств.

В сценарии, предусматривающем высокую степень инфляции, было сделано предположение о том, что уровень инфляции в Хост в течение планируемого периода составит 30% в год. Также мы предположили, что степень инфляции в США и фактические учетные ставки в обеих странах останутся на том же уровне, что и в основном случае. Следовательно, (номинальная) учетная ставка в Хост будет равна 32%. Так же как и в основном случае, мы допускаем существование паритета покупательной способности. Поэтому соотношение курсов обмена ВВ и доллара будет увеличиваться на величину, равную разнице между уровнями инфляции в Хост и США и в данном случае составляющую 24% в год.

В сценарии, предусматривающем низкий уровень инфляции, мы предположили, что уровень инфляции в Хост будет понижаться до тех пор, пока не достигнет уровня инфляции в США, т. е. 6%. Также мы предположили, что фактические учетные ставки в обеих странах останутся на том же уровне, что и в основном случае. Следовательно, соответствующая фактическая процентная ставка в Хост будет равна 8%, тогда как в США — 10%. В этом случае также сохраняется паритет покупательной способности, и, следовательно, в соотношении курсов ВВ и доллара в течение планируемого периода не будет наблюдаться никаких изменений.

Для того чтобы получить полную картину влияния, оказываемого изменяющимися уровнями инфляции на деятельность компании, финансовые управляющие должны изучить результаты этих трех сценариев — высокой инфляции, основного случая и низкой инфляции. В соответствии с теорией, на потоки наличных средств компании можем быть оказано противоречивое воздействие. В случае если инфляция оказывала бы тождественное воздействие на все статьи баланса и отчета о прибылях и убытках изучаемой дочерней компании, то при условии сохранения паритета покупательной способности валют пересчет этих статей из валютных единиц ВВ в доллары США обладал бы нейтральным воздействием. Но фактически инфляция чаще всего не оказывает равнозначного воздействия на отчет о прибылях и убытках и статьи баланса. Это можно объяснить влиянием двух противоборствующих сил.

Одна из этих сил связана с постоянными издержками проекта, величина которых не увеличивается одновременно с повышением уровня инфляции. В примере АБВ — Хост в качестве таких фиксированных компонентов выступали затраты производст-

венного периода и амортизация. Когда все статьи отчета о прибылях и убытках, учитывающие показатели дохода, включая величины постоянных издержек, постепенно уменьшаются в соответствии с изменением курсов валют, результат этого процесса отражается в увеличении чистого дохода и чистых потоков наличных средств проекта, рассчитанных в долларах США.

Вторая сила, которую можно назвать компенсирующей, возникает по причине того, что повышающаяся инфляция делает необходимым более чем пропорциональное увеличение потребности проекта в оборотном капитале. Результатом этого увеличения, одновременно прямо и косвенно, становится рост потребностей в наличных средствах, а также рост затрат на выплату процентов. Этот результат необходимо учитывать в случае, если мы предполагаем, что оборотный капитал будет финансироваться через краткосрочные займы, например предоставляемые коммерческими банками.

Значение каждого из этих факторов не постоянно и зависит от изучаемого проекта. Чистая величина этих факторов покажет нам, каким в итоге будет влияние, оказываемое повышающейся инфляцией на проект, приведет ли эта инфляция к улучшению или ухудшению жизнеспособности изучаемого проекта.

Для изучаемого нами случая предлагаемых инвестиций в АБВ — Хост в табл. 17.5 представлены результаты оценки показателей ЧТС, ВнНП и ПОК с консолидированной точки зрения компании АБВ в США, рассчитанные в долларах США. Показатель ЧТС, представленный в табл. 17.5, был рассчитан на основе учетной ставки, равной средним затратам капитала в компании АБВ в США, не скорректированным в учетом регионального риска.

В результате проведенного анализа проекта АБВ, мы убедились, что при повышающемся уровне инфляции наблюдается преобладающее действие сил, увеличивающих расход наличных средств. Следовательно, при повышении уровня инфляции, как показатель ЧТС, так и показатель ВнНП прогрессивно понижаются. В отличие от этих показателей, при повышении уровня инфляции величина ПОК практически не изменяется. Критерии ЧТС и ВнНП показывают, что если уровень инфляции равен 6% и 20%, то при выбранной учетной ставке, составляющей 10%, проект является выгодным с точки зрения АБВ в США. И даже если учетная ставка повышается при включении в нее величины регионального риска, то проект остается выгодным, хотя и в меньшей степени.

Однако, если уровень инфляции повышается до 30%, то величина ЧТС становится отрицательной, а показатель ВнНП падает ниже выбранной учетной ставки, равной 10%. С учетом этого ухудшения результатов было сделано заключение о том, что предлагаемый АБВ проект теряет свою жизнеспособность, если инфляция достигает уровня 30%. Этот результат обусловлен тем фактом, что значительное повышение потребности в оборотном капитале приводит к повышению величины процентных выплат по инвестициям.

ТАБЛИЦА 17.5 АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ: ПОЗИЦИЯ АБВ
В США С УЧЕТОМ ИНФЛЯЦИИ

Инфляция в Хост	ЧТС	ВнНП в долларах США	ПОК
6%	9943000 долл.	45%	4 с небольшим года
20%	2449000 долл.	21%	4 с небольшим года
30%	(940000) долл.	5%	4 с небольшим года

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Пример составления смет капиталовложений и их окупаемости, который мы рассмотрели в этой главе, происходит в воображаемой стране, названной нами Хост. В этой стране практически нет различных рыночных недостатков и ее правительство не осуществляет арбитражных действий. Однако в реальном мире множество государств, особенно относящихся к категории развивающихся стран, не ориентированы на свободный рынок в такой степени. Например, многие страны применяют различные меры стимулирования для привлечения прямых зарубежных инвестиций и, соответственно, получения выгод от таких проектов (обеспечение своих граждан рабочими местами, повышение их профессиональной квалификации). Одним из способов привлечения инвестиций является предоставление многонациональным корпорациям налоговых стимулов в виде снижения уровня налогообложения или полного освобождения от налогов в течение оговоренных периодов времени. Другим способом является финансирование конкретных проектов по субсидированным процентным ставкам, т. е. по ставкам ниже рыночных. Одно из исследований, направленных на изучение этих подходов и выгод, получаемых от открытия производственных предприятий в принимающей стране, было предпринято Гордоном и Ли. Это исследование было основано на изучении основных инвестиций в штат Пенсильвании, осуществляемых Volkswagen в Америке. При осуществлении анализа смет капиталовложений и их окупаемости наиболее точно учесть субсидии можно в том случае, если прибавить величину этих субсидий к потокам наличных средств, рассчитанным для тех лет, в течение которых используются соответствующие субсидии. В соответствии с этим методом, сопоставимая учетная ставка для анализа в долларах США будет равна взвешенным средним затратам капитала материнской компании.

Если рассматривать менее благоприятную ситуацию, то известно, что правительства государств, особенно в случае возникновения серьезных проблем, связанных с платежным балансом, достаточно часто вводят меры, ограничивающие возможности зарубежных прямых инвесторов по выводу денежных средств из страны. В результате этого может быть запрещен перевод материнской компании дивидендов или других денежных фондов. Эта ситуация, известная как случай блокированных («замороженных») средств, была достаточно распространена среди государств Латинской Америки и Африки в 80-х годах, когда наступил международный долговой кризис. Но исторический опыт показывает, что ситуации, связанные с блокированными средствами, никогда не бывают долговременными. Все ограничения движения денежных средств чаще всего устраняются по мере улучшения позиций платежного баланса страны. Но тем не менее высшее руководство многонациональных корпораций почти всегда рассматривает препятствия, связанные с блокированием средств, как серьезную помеху на пути осуществления инвестиционных проектов. В случаях, когда существует вероятность блокирования средств при отдельных инвестициях многонациональных корпораций, воздействие, оказываемое такими обстоятельствами на жизнеспособность проекта, может быть определено и измерено в помощью введения соответствующих предположений и их учета при анализе проектов. В большинстве случаев блокированные средства означают возможные потери для многонациональных корпораций. Потоки наличных средств, связанные с изучаемым проектом, могут быть уменьшены на величину этих возможных потерь, с тем чтобы установить влияние блокированных средств на жизнеспособность проекта.

Еще одной сложностью, которую необходимо учитывать при анализе проектов, является определение и оценка ликвидационной стоимости проекта. Например, в примере АБВ — Хост, рассмотренном нами в этой главе, ликвидационная стоимость

проекта оказывала решающее влияние на его жизнеспособность. Если бы мы не принимали в расчет ликвидационную стоимость (т. е., приравнивали бы ее к нулю), то ЧТС проекта, рассчитанная как в долларах США, так и во внутренней валюте, была бы отрицательной.

Однако работу по оценке ликвидационной стоимости можно назвать, в лучшем случае, незавершенной и неполной. В настоящий момент практически не существует достаточно развитых рынков использованного (бывшего в употреблении) специализированного промышленного и конторского оборудования. Оценивать показатели фактической собственности немного легче, однако их оценки во многом основываются на часто противоречивых экспертных оценках. Одним из методов, используемых для решения этой задачи, является осуществление экономического анализа эффективности намечаемых капиталовложений с учетом высоких, средних и низких показателей ликвидационной стоимости. Эта форма анализа чувствительности покажет степень уязвимости и устойчивости изучаемого проекта к изменениям данных показателей.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Назовите черты различия между сметами международных капиталовложений и их окупаемости и сметами капиталовложений и их окупаемости, составляемых для проектов, осуществляемых на территории только одной страны.
2. Почему важнейшие капиталовложения должны в обязательном порядке получать одобрение руководства нескольких уровней многонациональной корпорации?
3. Почему потоки наличных средств, связанные с зарубежным проектом, могут отличаться от потоков наличных средств материнской компании?
4. Компания, расположенная в США, проводит оценку проекта инвестиций в Великобританию. Предполагается, что наиболее экономически эффективный срок использования инвестиций составит 10 лет, объем инвестиций составит 20 млн. долл., а ежегодные потоки наличных средств после уплаты налогов будут равны 5 млн. долл. (дивиденды, которые после предоставления в США скидки на уплаченный за рубежом налог не будут облагаться в США дополнительными налогами). Для данного проекта учетная ставка материнской компании составляет 18%. Рассчитайте чистую текущую стоимость. По истечении 10 лет ликвидационная стоимость проекта будет равна нулю.
5. Для ситуации, описанной в предыдущем вопросе, рассчитайте период окупаемости капиталовложений. Какова будет внутренняя норма прибыли?
6. Было выдвинуто предположение, что многонациональная корпорация может диверсифицировать свои международные инвестиции таким образом, что местные (региональные) риски не будут играть существенной роли. При каких условиях такую точку зрения можно назвать обоснованной или необоснованной?
7. Каким образом каждый из указанных ниже факторов может оказать влияние на оценку регионального риска:
 - а. Устойчивый высокий уровень инфляции.
 - б. Нестабильность экспорта.
 - в. Диверсифицированная промышленная база.
 - г. Правительство, подчиненное влиянию военных кругов.

8. Почему учетная ставка, применяемая для оценки потоков наличных средств во внутренней валюте проекта, может отличаться от учетной ставки, используемой для оценки потоков наличных средств материнской компании?

Случай 1. РАСЧЕТ ЧТС ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ В ОТЕЛЬ НА ФИЛИППИНАХ

Компания Пакрим (Pacrim), расположенная в Гонконге и занимающаяся развитием собственности и управлением отелями, рассматривает проект инвестиций в новый отель на Филиппинах. Объем первоначальных инвестиций, необходимых для осуществления проекта, составляет 80 млн. гонконгских долларов или 250 млн. филиппинских песо (текущий курс обмена равен 3 филиппинским песо на один гонконгский доллар). Прибыль, полученная в первые 5 лет, будет реинвестирована. По истечении пятилетнего периода Пакрим планирует продать отель за 700 млн. филиппинских песо. Ожидается, что к этому времени курс обмена составит 3,5 филиппинских песо за один гонконгский доллар.

1. Рассчитайте ЧТС в гонконгских долларах, предположив, что текущий курс обмена был указан правильно, и что учетная ставка, используемая Пакримом, равна 14 %.
2. Проведите анализ чувствительности, используя в качестве альтернативы обменные курсы, равные 3,2, 3,7 и 4,0 песо за гонконгский доллар.

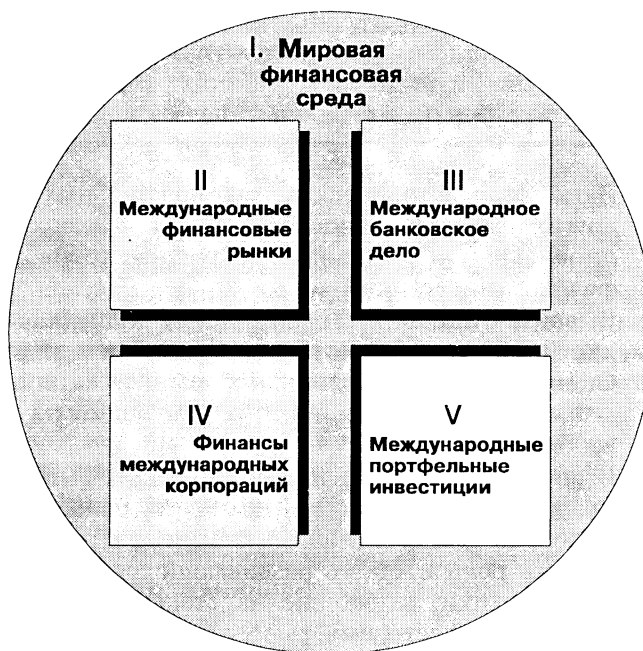
Краткая библиография

- Baker, James C. "Capital Budgeting in American and European Companies," *Mid-Atlantic Journal of Business*, Vol. 22, No. 2, Summer 1984, pp. 15-28.
- Baker, James C., and Laurence J. Beardsley. "Multinational Companies' Use of Risk Evaluation and Profit Measurement for Capital Budgeting Decisions," *Journal of Business Finance*, vol. 5, no. 1, Spring 1973, pp. 38-43.
- Bavishi, Vinod B. "Capital Budgeting Practices at Multinationals," *Management Accounting*, August 1981, pp. 32-35.
- Booth, Lawrence D. "Capital Budgeting Frameworks for the Multinational Corporation," *Journal of International Business Studies*, Fall 1982, pp. 113-123.
- Dotan, Amihud, and Arie Ovadia. "A Capital Budgeting Decision—The Case of a Multinational Corporation Operating in High-Inflation Countries," *Journal of Business Research*, October 1986, pp. 403-410.
- Freeman, Mark. "Capital Budgeting: Theory Versus Practice," *Australian Accountant*, Vol. 61, No. 8, September 1991, pp. 36-41.
- Goddard, Scott. "Political Risk in International Capital Budgeting," *Managerial Finance*, Vol. 16, No. 2, 1990, pp. 7-12.
- Gordon, Sara L., and Francis A. Lees. "Multinational Capital Budgeting: Foreign Investment under Subsidy," *California Management Review*, Fall 1982, pp. 22-32.
- Holland, John. "Capital Budgeting for International Business: A Framework for Analysis," *Managerial Finance*, Vol. 16, No. 2, 1990, pp. 1-6.
- Kelly, Mane E. Wicks, and George C. Philippatos. "Comparative Analysis of the Foreign Investment Evaluation Practices by U.S.-Based Manufacturing Multinational Corporations," *Journal of International Business Studies*, Winter 1982, pp. 19-42.

- Kim, Suk, Edward Farragher, and Trevor Crick. "Foreign Capital Budgeting Practice Used in the U.S. and Non-U.S. Multinational Companies," *The Engineering Economist*, Spring 1984, pp. 207-215.
- Lessard, Donald R. "Evaluating International Projects: An Adjusted Present Value Approach," in Donald R. Lessard, ed., *International Financial Management: Theory and Application*. New York: Wiley 1985, pp. 570-584.
- Oblak, David J., and Roy J. Helm, Jr. "Survey and Analysis of Capital Budgeting Methods Used by Multinationals," *Financial Management*, Winter 1980, pp. 37-41.
- Rugman, Alan M. "Strategic Capital Budgeting Decisions and the Theory of Internalization," *Managerial Finance*, Vol. 16, No. 2, 1990, pp. 17-24.
- Stanley, Marjorie, and Stanley Block. "An Empirical Study of Management and Financial Variables Influencing Capital Budgeting Decision for Multinational Corporations in the 1980s," *Management International Review*, vol. 23, no. 3, 1983, pp. 61-71.
- Stonehill, Arthur, and Leonard Nathanson. "Capital Budgeting and the Multinational Corporation," *California Management Review*, Summer 1968, pp. 38-54.
- Thomadakis, Stavros. "Foreign Project Financing in Segmented Capital Markets: Equity Versus Debt," *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, Winter 1991, pp. 42-53.
- Van Home, James C. *Financial Management and Policy*, 8th ed Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1988.
- Wilson, Mark. "Empirical Evidence of the Use of a Framework of Risk and Return in Capital Budgeting for Foreign Direct Investment," *Managerial Finance*, Vol. 16, No. 2, 1990, pp. 25-34.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

В части V анализируются возможности международных портфельных инвестиций на лидирующих рынках акций и облигаций, а также на развивающихся рынках акций (имеются в виду рынки: некоторых развитых стран, таких как Австралия, Греция, Португалия; рынки бывших социалистических стран; рынки развивающихся стран). Подробно обсуждаются побудительные мотивы и препятствия для осуществления портфельных инвестиций. Анализ ценообразования на международном рынке основных фондов осуществляется с учетом воздействия международных инвестиций на цены активов. Рассматривается значительный вклад теории в осуществление международной диверсификации активов. Управление портфелями ценных бумаг индивидуальных и институциональных¹ инвесторов описывается с точки зрения используемых инструментов и стратегических подходов.



¹ Учреждения-вкладчики: инвестиционные тресты, банки, страховые общества, кассы взаимопомощи, тред-юнионы.

Международные инвестиции и рынки долгосрочного ссудного капитала

ВВЕДЕНИЕ

В данной главе рассматриваются важнейшие сектора рынка долгосрочного ссудного капитала, которые могут быть использованы международными инвесторами. Основное внимание уделяется лидирующим рынкам акций и облигаций, а также развивающимся рынкам акций. Рассмотрение данного вопроса начинается с изучения устойчивого роста международных портфельных инвестиций (с середины 1970-х годов) и причин этого роста.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Дать обзор исторических, законодательных, экономических, политических и других факторов, способствующих и сдерживающих деятельность институциональных и индивидуальных инвесторов в области международных портфельных инвестиций.
2. Выявить отличия и сходства между лидирующими рынками акций, а также то, как эти условия влияют на возможности и затраты участников этих рынков.
3. Оценить динамику изменений рынков акций и облигаций в последние годы, а также степень влияния этих изменений на возможности и деятельность инвесторов.
4. Выявить роль и значение лидирующих рынков облигаций, основные отличия между валютными сегментами этих рынков и основные причины облигационного инвестирования.
5. Понять роль и статус развивающихся рынков акций, выявить основные характеристики, влияющие на степень использования этих рынков международными инвесторами.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

- | | |
|---|--|
| • бухгалтерские стандарты | • курсовой маклер |
| • акции на предъявителя | • ликвидность |
| • “большой шок” | • “сжатие портфеля” (давление на портфельные инвестиции) |
| • капитализация | • зарегистрированные акции |
| • развивающиеся рынки | • сегментированный рынок |
| • листинг ¹ иностранных ценных бумаг | • прозрачность |
| • международная фондовая биржа | • универсальные банки |

СОКРАЩЕНИЯ

- | | |
|--|---|
| ADR — американские депозитарные квитанции ² | IFC — международная финансовая корпорация (МФК) |
| CATS — компьютеризированная система торговли | SEAO — электронная система биржевых котировок |
| CONSOB — Национальная комиссия по ценным бумагам и биржам | SIB — управление ценных бумаг и инвестиций |
| FIRB — Управление регулирования иностранных инвестиций | SICAV — инвестиционные общества с переменным капиталом |
| GAAP — общепринятые принципы бухгалтерии | SRO — саморегулируемые организации |
| IASC — Международный комитет по бухгалтерским стандартам | TSE — Токийская фондовая биржа |

СЕГМЕНТИРОВАННЫЕ ИЛИ ИНТЕГРИРОВАННЫЕ РЫНКИ

Один из вопросов, возникающих в начале рассмотрения международных портфельных инвестиций — степень сегментированности или интегрированности мировых рынков долгосрочного ссудного капитала. Дать ответ на этот вопрос пытались многие исследователи, но, на наш взгляд, наиболее целесообразный подход к этому вопросу — рассмотрение рынков долгосрочного ссудного капитала следующим образом.

1. Между крупнейшими рынками акций (США, Великобритании и Японии) установились тесные связи, но, однако, это не обязательно означает, что эти рынки полностью интегрированы. Изменения обменных курсов между долларом, фунтом стерлингов и иеной могут быть весьма значительны, поэтому в лучшем случае, рынки акций этих трех стран только частично интегрированы.
2. Вследствие того что на национальных рынках капитала процентные ставки имеют тенденции изменяться в соответствии с тенденциями отечественной экономики и под воздействием внешних сил, лидирующие рынки облигаций демонстрируют устойчиво независимые характеристики и изменчивость. Значительное и продолжительное неравновесие платежных балансов потребовало от стран, испытывавших эту ситуацию, оказать противоположное давление на их денежные механизмы и механизм ставки процента с целью ее исправления (в 1986—1991 гг. было необходимо, чтобы ставки процента в США были значительно выше, чем в ФРГ и Японии, частично вследствие дефицита платежного баланса США и активного сальдо платежного баланса ФРГ и Японии).

¹ Допуск ценных бумаг на фондовую биржу.

² Обращающийся фондовый инструмент на иностранные акции, депонированные в банке США. (Прим. ред.)

3. На протяжении периода 1981—1990 гг. ведущие рынки облигаций переживали тенденцию к сближению. В результате выплаты по облигациям в лидирующих странах (США, Великобритания, Германия, Франция, Япония и Канада) начали демонстрировать более параллельную динамику. Силы, ведущие к интеграции рынков облигаций, включают:
 - а) увеличивающуюся роль новых выпусков еврооблигаций и вторичной торговли;
 - б) поощрение правительствами иностранных заемщиков;
 - в) международное финансирование кредитно-финансовыми учреждениями;
 - г) создание новых финансовых инструментов, таких как глобальные облигации (впервые выпущены Международным банком реконструкции и развития, а впоследствии фирмами типа Matsushita).
4. Периодические потрясения замедлили или даже повернули вспять объединительные тенденции. В число этих потрясений входят: объединение Германии; распад Советского Союза; сентябрьский, 1992 г., кризис европейского механизма валютных курсов, приведший к выходу отдельных валют (фунт стерлингов) из соглашения о фиксированном курсе; августовское, 1993 г., расширение до 15% разрешенного колебания курсов валют в европейской валютной системе.
5. Рынки акций некоторых промышленно развитых стран находятся только на начальной стадии интеграции в любой тип мирового рынка акций.
6. До тех пор пока основные страны мира в целях обеспечения регулирования состояния их платежных балансов полагаются на плавающие валюты, колебания курсов валют будут значительными и трудными для прогнозирования, а рынки долгосрочного ссудного капитала будут демонстрировать независимое поведение.
7. Для развивающихся рынков акций существует тенденция к более тесной интеграции в систему мирового рынка акций. Однако страны, в которых расположены эти рынки, по-прежнему ограничивают участие иностранных инвесторов.
8. Растущее значение многонациональных корпораций наталкивает на мысль, что они могут служить своего рода “объединительной силой” на мировых рынках долгосрочного ссудного капитала. Однако МНК не оказывают прямого воздействия на снижение уровня валютной нестабильности, торговых барьеров, помех иностранным инвестициям. Если МНК будут только “эксплуатировать различия в окружающей обстановке”, то эти различия останутся и могут оказаться помехами для растущей интеграции долгосрочного рынка ссудного капитала.

ИСТОРИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Краткая история

Международные портфельные инвестиции — не новое изобретение последних 25 лет. Они существовали на протяжении многих столетий. Если сравнивать XIX и XX века (до 1975 г.) по степени важности международных портфельных инвестиций, то можно отдать незначительное предпочтение веку XIX, для которого этот тип деятельности был наиболее важным.

В то время британские и европейские портфельные инвестиции доминировали в международных потоках капитала. Портфельные инвестиции преобладали над прямыми иностранными инвестициями отчасти из-за того, что МНК — это в основном детище XX века. В XIX веке Лондон являлся мировым центром выпуска международных облигаций, британские банки и инвестиционные компании доминировали в

мировых финансах так же, как расположенные в США финансовые рынки и кредитно-финансовые учреждения господствуют в мировых финансовых с начала второй мировой войны.

Международные портфельные инвестиции достигли своего зенита в последние дни всемирной британской финансовой гегемонии непосредственно перед первой мировой войной, когда исходящие из Великобритании потоки капитала были эквивалентны 7% национального дохода страны. США в 20-е годы сделали заявку на становление в качестве одной из важнейших финансовых сил мира: в период 1919—1929 гг. в Нью-Йорке было размещено 12,8 млрд. долл. иностранных займов¹. К сожалению, этот американский опыт был неполноценным: объем займов был недостаточным, зарубежное кредитование резко упало после 1929 г., а по многим займам были нарушены обязательства по платежам.

После второй мировой войны оздоровление зарубежного кредитования и выпуск иностранных облигаций были вялыми, частично из-за понесенных потерь. Однако в 1959 г. объем выпуска иностранных облигаций в Нью-Йорке достиг 4,3 млрд. долл.². Обновленный интерес к выпуску зарубежных облигаций в 1960—1963 гг. в Нью-Йорке совпал с незначительным ухудшением в платежном балансе США. Однако введение в 1964 г. налога, уравнивающего ставки процента, эффективно закрыло Нью-Йорк от сколько-нибудь значительных объемов международных портфельных инвестиций вплоть до 1974 г., когда нефtedолларовый кризис вынудил американское правительство вновь открыть рынки долгосрочного ссудного капитала США для выпуска иностранных ценных бумаг. Начиная с 1974 г. участие США в международных портфельных инвестициях значительно увеличилось.

Доказательства роста в последнее время

Десятилетие 80-х годов необходимо рассматривать как “новое пробуждение” в области международных портфельных инвестиций. Это десятилетие выделяется возрастанием активности в данной области как с точки зрения мировых перспектив, так и с точки зрения перспектив США.

Доказательств достаточно. Американские институциональные инвесторы значительно продвинулись в сторону международной диверсификации их портфелей обычных акций. Так, если иностранные ценные бумаги в 1979 г., составляли менее 1% стоимости портфелей американских пенсионных фондов, то к 1990 г. этот показатель вырос до 5—6%. Подобным же образом индивидуальные инвесторы резко переориентировали свою деятельность в пользу международных и глобальных инвестиционных фондов открытого типа. Неамериканские фирмы регистрировали свои ценные бумаги одновременно на Нью-йоркской и Американской фондовых биржах. К тому же в Нью-Йорке были выпущены американские депозитные инвестиции более чем для 750 выпусков иностранных акций. С 1983 г. на фондовых биржах США было зарегистрировано более 36 инвестиционных фондов закрытого типа (главным образом фонды, представляющие одну страну).

Вне США увеличение внимания к международным портфельным инвестициям было также впечатляющим. Фондовые биржи в Европе, Японии, Канаде и других странах активно модернизировали свои торговые системы. В рамках модернизации осуществлялись: переход к гибким комиссионным, введение производных торговых инструментов (свопы, фьючерсы, опционы), компьютеризация информации и торговых операций, увеличение числа часов торговли, расширение международных связей.

¹ Raymond F. Mikesell, U. S. Private and Government Investment Abroad (Eugene: University of Oregon, 1962): 40.

² Mikesell, op. cit., p. 56.

МНК добились регистрации их ценных бумаг на значительном числе национальных рынков акций. К тому же, МНК разместили среди местных инвесторов пакеты акций в своих зарубежных филиалах (это произошло в Бразилии, Сингапуре и других принимающих странах).

Причины роста

Быстрый рост международных портфельных инвестиций в 80-е годы был обусловлен значительным числом факторов.

Дерегуляция финансовых рынков

В 1979 г. Великобритания отменила валютный контроль, действовавший на протяжении нескольких десятилетий. До этого британские портфельные инвесторы были ограничены в своих зарубежных инвестиционных операциях необходимостью использования так называемого рынка “инвестиционного доллара”. Данный рынок являлся специальным окном на валютном рынке, где британские инвесторы продавали за наличные иностранные инвестиции, когда было необходимо продать инвестиционные доллары, и где британские инвесторы, желающие расширить зарубежные инвестиции, были вынуждены покупать инвестиционные доллары. С 1979 г. Лондон процветает в качестве европейского центра операций по портфельным инвестициям и британские инвесторы получили свободу осуществления зарубежных портфельных инвестиций через механизм неограниченного лондонского валютного рынка. Подобным же образом и Япония либерализовала исходящие потоки капитала институциональных инвесторов для рециклирования долларов, заработанных огромным активным сальдо платежного баланса.

Стремление институциональных инвесторов улучшить показатели деятельности

Институциональные инвесторы (пенсионные фонды и страховые компании) находятся на передовых позициях в деле возрождения международных портфельных инвестиций. Это обусловлено стремлением улучшить доходность портфельных инвестиций и диверсифицировать риски.

Переход к системе плавающих курсов для основных валют

С 1975 г. значительные колебания валютных курсов привлекли внимание портфельных инвесторов и руководителей инвестиционных фондов, искавших дополнительные возможности с точки зрения увеличения доходов и диверсификации рисков.

Увеличение объема издаваемой по портфельным инвестициям академической литературы

Одной из основ, на которой создается стратегия контроля и регулирования портфелей активов, является академическая литература по международной диверсификации и портфелям активов. Обзор этой литературы представлен в главах 19, 20, начиная с работы Гарри Марковица (Harry Markowitz), посвященной эффективным портфелям.

Дополнение 18.1 ИСПАНИЯ ГОТОВИТСЯ К “БОЛЬШОМУ ШОКУ”

28 июля 1989 г. было последним днем почти 160-летнего периода фактически неизменной практики торговли на фондовых биржах Испании. До этого дня учетные агентства фондовых бирж, имевших торговую монополию, осуществляли свою деятельность в операционных залах¹ фондовых бирж Мадрида, Барселоны, Валенсии и Бильбао, а также проводили индивидуальные сделки. Это был испанский “большой шок” который стал важнейшей реформой финансового рынка страны после смерти в 1975 г. генерала Франко.

После 28 июля 1989 г. учетные агентства фондовых бирж были преобразованы в 51 компанию с ограниченной ответственностью. Большинство из новых брокеров и агентств нашли себе мощных партнеров, как отечественных, так и зарубежных, для финансирования своих биржевых операций.

За шесть недель фондовые биржи претерпели полную трансформацию, как в плане оснащения новым электронным оборудованием операционных залов (оборудование рабочих мест и мест общего пользования, информационное оборудование и средства связи), так и в плане изменения правил работы.

Данные реформы, утвержденные испанским парламентом, имели две цели: сделать рынки более прозрачными и расширить их в качестве источника долгосрочного ссудного капитала для промышленности. После проведения реформ более половины объема операций на фондовом рынке осуществляют индивидуальные инвесторы, а большая часть институциональных инвесторов вынуждена конкурировать с банками-кредиторами, обеспечивая альтернативу финансирования путем предоставления займов. Почти 25% торговли ценными бумагами приходится на иностранных инвесторов. Однако большинство иностранных инвесторов не работают на испанских рынках вследствие недостаточной прозрачности и подозрений в манипулировании торговыми операциями.

Официальные представители Мадридской фондовой биржи утверждают, что методы торговли ценными бумагами необходимо изменить.

Первое: непрерывные компьютерные торги должны заменить десятиминутные сессии в операционном зале для облегчения эффективного проведения операций.

Второе: для гарантирования ликвидности инвесторам необходим рост оборота.

И последнее: необходимо пустить в эксплуатацию модернизированную систему расчетов. На объединение электронными средствами связи и передачи информации четырем испанским фондовым биржам было дано три месяца.

Модернизация и увеличение конкурентоспособности фондовых бирж

В 1975 г. Нью-йоркская фондовая биржа перешла с фиксированных на гибкие комиссионные по операциям с ценными бумагами. Это стало причиной устойчиво растущей конкуренции среди американских фондовых бирж, а также между американскими и зарубежными биржами за привлечение допускаемых на биржу ценных бумаг и увеличение торговли ими. В свою очередь, эта ситуация стала причиной “большого шока” в Лондоне, в течение которого Лондонская фондовая биржа была трансформирована в более современную Международную финансовую биржу. После “большого шока” (Big Band) европейские континентальные биржи подверглись модернизации в области торговли ценными бумагами, традиционно концентрировавшейся в Лондоне. Свой “большой шок” мадридская фондовая биржа пережила в июле 1989 г. (см. дополнение 18.1).

¹ В операционные залы допускаются только члены биржи.

Увеличение общего фонда ликвидности

Общий фонд международной ликвидности, доступный международным инвесторам, расширился благодаря росту международного рынка евровалют и национальных денежных рынков. Это позволило ускорить финансирование портфельных инвестиций, а также предоставить международным инвесторам, специализирующимся на акциях и облигациях, альтернативу денежного рынка.

Появление больших дефицитов и активных сальдо платежных балансов

Промышленно развитые страны испытали крупные активные сальдо и трудноизмеримые дефициты платежных балансов. Эти серьезные подвижки в финансовом состоянии развитых стран побудили их правительства разработать меры по рециклированию иностранной валюты с целью либо финансировать собственный дефицит, либо “переварить” активное сальдо. В результате страны с большим активным сальдо торгового баланса получили дефицит по счету движения капиталов в платежном балансе, а страны с торговым дефицитом — активное сальдо по счету движения капитала в платежном балансе.

Препятствия для иностранных инвестиций

Расширение международных портфельных инвестиций происходило несмотря на множество существующих помех. Существуют как минимум четыре основных фактора, препятствующих иностранным инвестициям. К ним относятся различия в рисках и их восприятии инвесторами; различия в рыночных механизмах; различия в доступности и качестве информации, относящейся к возможности иностранных инвестиций; различия в бухгалтерских стандартах.

Различия в рисках и восприятии рисков инвесторами

Действительно ли осуществление инвестиций на зарубежных рынках акций и облигаций более рискованно, чем на отечественных рынках?

Для ответа на этот вопрос необходимо рассмотреть все дополнительные риски в международных инвестициях, связанные со степенью риска, качественными факторами и/или восприятием рисков инвесторами. Восприятие инвестора часто основывается на нечетком понимании природы риска инвестора и недостатке информации относительно условий, на которых осуществляется зарубежное инвестирование.

Кроме того, международные портфельные инвесторы могут подвергаться политическим рискам, отсутствующим при отечественном инвестировании. Чистым примером политического риска может служить резкий спад на Гонконгской фондовой бирже в мае—июне 1989 г., вызванный событиями вокруг студенческих демонстраций в Пекине. Тогда китайское правительство устроило побоище на площади Тяньаньмынь и развернуло репрессии против участников демонстраций (дополнение 18.2.)

Также инвесторы могут подвергаться валютному риску. Спад фунта стерлингов в начале 1989 г. — иллюстрация валютного риска. Спаду фунта стерлингов сопутствовал почти равный рост лондонского фондового рынка. Международные инвесторы всегда подвергаются рискам соответственно неблагоприятному движению валют.

Еще одним препятствием для международных инвестиций может служить беспокойство инвесторов относительно делового и экономического рисков. Для инвесторов, специализирующихся на рынках Гонконга и Сингапура к комплексу вопросов по анализу инвестиционных рынков добавляется вопрос о циклах развития права собственности в этих странах. Спад деловой активности и медленный экономический рост в развивающихся странах-должниках после долгового кризиса 1982 г. сделали инвестиции на этих рынках долгосрочного ссудного капитала предметом возросшего риска.

Дополнение 18.2 ЭМОЦИОНАЛЬНАЯ РЕАКЦИЯ ГОНКОНГА
(*Financial Times*, 6 июня 1989 г.)

Вчера, сразу после открытия для деловых операций, на Гонконгской фондовой бирже был зафиксирован резкий спад. Так инвесторы отреагировали на “уик-энд насилия” в Пекине, где власти подавили студенческое движение протеста.

Вскоре после открытия индекс Ханг Сенга (Hang Seng) упал на 400 пунктов, а к ланчу это падение составило 590 пунктов. В полдень он упал до нижней точки — 2028 пунктов, после чего начался подъем благодаря интервенции на фондовый рынок Банка Гонконга. Это была его первая, после краха 1987 г., интервенция. В ее рамках осуществлялось покрытие краткосрочных обязательств и покупки акций наиболее известных, крупных компаний, имеющих высокий курс и стабильно выплачивающих дивиденды.

К концу дня падение индекса Ханг Сенга составило 21,74%, или 581,77 пункта, — до уровня 2093,61 пункта при дневном обороте в 2,25 млрд. гонконгских долларов. Руководитель исследовательского отдела фирмы Citicorp Serimgemour Vickers Ник Пикок (Nick Peacock) так прокомментировал ситуацию: “Это был очень эмоциональный ответ. Трудно говорить с фундаменталистами, когда они на что-то решились. Однако реальный ключ — рынок недвижимости, и во всяком случае производство в Китае будет затронуто прошедшими событиями”.

Особенно плохая котировка на вчерашней “всеобщей распродаже” была отмечена по акциям на недвижимость. Этим иллюстрируются ожидания падения цен на местную недвижимость — доверие к ней падает по мере приближения передачи Гонконга под суверенитет КНР в 1997 г. К тому же репутация Гонконга “подмочена” 4-дневным закрытием биржи в 1987 г. во время краха мировых рынков ценных бумаг. Поэтому официальные лица крайне чувствительны к любой идее закрытия биржи. Директор-распорядитель Гонконгской биржи г-н Френсис Юин (Francis Yuen) заявил: “Мы очень сочувствуем тому, что произошло, но важно сохранить спокойствие и организованность рынков, а также нашу международную репутацию”.

В среду персонал фирмы будет одет в черное с наруканными траурными повязками, а в 10:00, перед началом торгов, состоится минута молчания, флаги перед биржей будут приспущены.

И наконец, проблемой на отдельных рынках акций и облигаций может быть риск ликвидности. Некоторые рынки обладают малым оборотом, и инвесторы могут столкнуться с “истощением” рынка, что может сделать продажу их пакетов акций при неблагоприятном состоянии рынка более трудным и дорогим делом.

Различия в рыночных механизмах

Механизм национальных рынков акций во многом отличается друг от друга. Эти различия могут служить препятствием для международных инвесторов.

В предыдущем разделе мы отметили, что некоторые рынки испытывают недостаток ликвидности. Обостряет эту проблему тот факт, что на многих рынках акций дневная торговая активность сконцентрирована на акциях нескольких крупных фирм. Например в Италии, на Миланской фондовой бирже зарегистрированы акции приблизительно 150 фирм, но только по двум дюжинам из них идет активная ежедневная торговля. Одна из таких фирм — Fiat может занимать пятое место по объему торговых сделок на данный день. Подобная концентрация торговли на одной или нескольких выпусках акций имеет место в Брюсселе, Амстердаме и Осло. Такая концентрация объема торговли является причиной незаинтересованности иностранных инвесторов в этих рынках. Частично недостаток интереса обусловлен беспокойством по поводу недостатка ликвидности, а также убеждением в том, что в случае вялой торговли акциями механизм цен может быть несовершенен.

Подобная проблем существует и там, где фондовые биржи не обладают монополией на торговлю ценными бумагами. В подобных случаях внебиржевая торговля сужает базу биржевой торговли. Такая ситуация существует в Италии и Германии, где банки играют важную роль в торговле ценными бумагами.

Отличаются одни рынки от других и обеспечением расчетов по операциям. В некоторых случаях расчеты могут происходить много дней спустя после дня торговли, что имеет отношение к аномалии “сезонной” структуры цен, позволяющей извлекать доход из разрыва по времени дня торговли и дня расчета (на Лондонской и Хельсинкской биржах)¹.

Еще одно препятствие для международных инвестиций — транзакционные издержки (на совершение сделки). Это препятствие существует главным образом в тех случаях, когда преобладают фиксированные комиссионные, а торговля ценными бумагами облагается налогом на денежные переводы за границу и другими налогами. И наконец, еще одним препятствием для международных инвестиций может служить государственное регулирование. В некоторых странах ограничивается размер иностранных инвестиций в пакетах акций отечественных фирм (Таиланд, Малайзия) или устанавливают реструктивные нормы или ограничения (Южная Корея, Тайвань).

Различия в доступности и качестве информации

Чтобы заключать сделки в соответствии со сложностью и динамичностью международных инвестиций, инвестор должен иметь доступ к необходимой информации на постоянной основе. Для отслеживания динамики зарубежных рынков акций, инвестор нуждается в обширной базе данных, содержащей информацию по экономическим факторам, рынкам и отдельным ценным бумагам. Вероятно, самое важное требование — регулярное обновление информации, желательно на ежедневной основе.

Национальные финансовые рынки отличаются друг от друга объемом и степенью распространения информации. По объему и многосторонности информации, относящейся к возможностям портфельных инвесторов, все существующие рынки опережают три крупнейших центра — Нью-Йорк, Лондон и Токио. Другие рынки сильно отличаются от них и друг от друга по объему, достоверности и скорости, с которой предоставляется информация относительно возможностей портфельных инвестиций.

Различия в зарубежных и американских бухгалтерских стандартах

Бухгалтерские стандарты и правила в различных странах существенно отличаются друг от друга. Некоторые страны, например Италия, требуют от фирм соответствия местному закону о подоходном налоге при подготовке финансовых отчетов. Другие страны, такие как Бразилия и Голландия, требуют от фирмы большего использования поправки на изменение цен и текущих издержек, чем предусматривается американскими общепринятыми принципами бухгалтерии (GAAP).

Недостаток информации о бухгалтерских стандартах может быть вызван многими причинами. К ним относятся:

- 1) отсутствие соглашения по задачам финансовых отчетов;
- 2) различные требования законов, регулирующих деятельность акционерных компаний, принятых в разных странах;
- 3) воздействие законов о налогообложении и дифференциальных систем налогов;
- 4) различия в силах и степени развития местных профессиональных организаций в различных странах.

¹ G. Hawawoini. *European Equity Markets, Price Behavior and Efficiency* (New York, NYV Salomon Center, 1984) 137-143.

Американские фирмы при составлении сводных финансовых отчетов, в соответствии с американскими GAAP, включают в них результаты деятельности своих зарубежных подразделений. Это создает для американских фирм необходимость приведения оригинальной отчетности своих зарубежных филиалов в соответствие с требованиями GAAP.

Отсутствие унифицированных международных стандартов бухгалтерского учета ставит перед международными инвесторами серьезнейшие проблемы. В дополнении 18.3 приводятся некоторые из основных проблем в области бухгалтерского учета, с которыми сталкиваются международные инвесторы. Бухгалтеры надеются, что в конце концов Международный комитет по бухгалтерским стандартам (IASB) сможет решить эти проблемы. Указанный комитет, членами которого являются профессиональные бухгалтерские организации более чем из 40 стран, стремится разработать единые международные бухгалтерские стандарты. Достижение конечной цели IASB — создание международной системы бухгалтерских стандартов — могло бы внести значительный вклад в дело эффективного размещения ограниченных ресурсов по всему миру.

С целью изучения финансовой отчетности многонациональных компаний (термин “транснациональная корпорация” эквивалентен термину “многонациональная корпорация”) исследовательская фирма Price Waterhouse провела соответствующее исследование по заказу Центра ООН по транснациональным корпорациям, результаты которого были опубликованы в 1991 г. (см. дополнение 18.4). В ходе исследования изучались финансовые отчеты 194 ТНК и других предприятий из 23 стран мира за 1987 г. и 1988 г. Некоторые результаты этого исследования наряду с выводами другого подобного исследования были включены в “Мировой обзор опубликованных финансовых отчетов”¹.

Результаты обоих исследований схожи. Большинство корпораций публикуют сводные финансовые отчеты², но при этом часто не выделяют свои основные дочерние фирмы. Последние часто не включают в свои сводные отчеты данные по зарубежным филиалам. Так, немецкие фирмы дают данные только по своим филиалам, расположенным в Германии. Подобные предприятия также неохотно дают деловую информацию по производственным линиям и подразделениям. Половина из изученных бельгийских и японских предприятий не раскрывает данные по подразделениям. Предприятия развивающихся стран также редко представляют сегментированные отчеты.

Оба исследования подтверждают недостаток заинтересованности в инфляционном бухгалтерском учете. По общей оценке исследований, в период с 1980 по 1988 г. совершенствования практики составления отчетов практически не произошло.

ВЕДУЩИЕ РЫНКИ АКЦИЙ

Обзор

В 80-е годы произошло увеличение внимания к ведущим рынкам акций мира. Много сил и внимания было уделено вопросам изменения, анализа и интерпретации этих рынков. На рис. 18.1 представлены данные международной финансовой корпорации относительно структуры капитализации мировых рынков акций. Для измерения этого показателя, помимо системы МФК, используют альтернативные системы исследовательской организации Morgan Stanley Capital International (информационная база схожа с базой МФК, но собирается по меньшему числу национальных рынков акций), фирм Strategies Research International и World-Vest-Base. Последние на регулярной основе представляют данные по 21 национальному рынку акций.

¹ World Survey of Published Account, Tonkin.

² Совместные для материнской и дочерних фирм, в которых элиминированы взаиморасчеты.

Дополнение 18.3 ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ В ОБЛАСТИ БУХГАЛТЕРСКОГО УЧЕТА, ВСТРЕЧАЮЩИЕСЯ МЕЖДУНАРОДНЫМ ИНВЕСТОРАМ

Категория	Описание проблемы
I. Международные бухгалтерские стандарты	1. Отсутствие унифицированных международных стандартов бухгалтерского учета значительно уменьшает пригодность финансовых отчетов фирм одних стран для потребителей из других стран, где приняты иные бухгалтерские стандарты
I A. Практика составления сводных финансовых отчетов	1. Практика составления сводных финансовых отчетов группами фирм, ведущими международную деятельность, значительно отличается от одной группы к другой. Некоторые группы, имеющие свои штаб-квартиры в отдельных странах, не включают в свои сводные финансовые отчеты данные по результатам деятельности зарубежных филиалов
I B. Публикация сведений по фирмам	1. Финансовая отчетность и стандарты на публикацию данных о деятельности фирм не унифицированы и неадекватны в различных странах. Данные о деятельности фирм включают: определение прибыли, отчетность по подразделениям фирмы, объединение компаний, деятельность в области НИОКР и влияние изменения цен
II. Бухгалтерский учет операций и обменного курса	1. В мире существует слишком много толкований этого вопроса 2. В мире смещающихся обменных курсов трудно измерить экономический эффект от изменений обменного курса по отдельной фирме, ведущей операции с дочерними компаниями в других странах или иные зарубежные операции; а также чистый эффект от изменений курса на систему взаимосвязанных фирм, расположенных в разных странах мира 3. В некоторых случаях резкие колебания в паритете валют не связаны с операциями дочерних фирм в странах, переживающих изменения обменного курса
III. Международное ревизование	1. Отчет ревизора на базе стандартов проведения ревизии и бухгалтерской терминологии одной страны может оказаться трудным для восприятия или быть неправильно интерпретированным читателями другой страны 2. Из-за различий в практике установленных к ревизорам требований трудно оценить степень и правильность проведения ревизии в другой стране
IV. Бухгалтерский учет для инфляции	1. Сопоставимость финансового состояния и результатов деятельности фирм различных стран для внешней финансовой отчетности труднодостижима из-за различий в уровне и структурных характеристиках инфляции в разных странах 2. Отсутствие унифицированных подходов к инфляционному бухгалтерскому учету препятствует сопоставимости не связанных друг с другом фирм

Источник: С. Н. Smith & H. Shalchi, "Multinational Accounting: Some Methodological Consideration", in F. Choi, ed. Multinational Accounting: Research Framework (Ann Arbor: UMI Research Press, 1981).

Дополнение 18.4 ДАННЫЕ ПО СТРУКТУРЕ РАСКРЫВАЕМОЙ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ИНФОРМАЦИИ, %

Позиция бухгалтерского учета	Данные исследования центра ООН по ТНК (194 ТНК = 100%)	Данные “Мирового обзора опубликованных финансовых отчетов” (200 ТНК = 100%)
1. Сводный балансовый отчет	95	91
и отчет о результатах хозяйственной деятельности	95	91
2. Источники и цели отчета	88	90
3. Ревизионный отчет	94	97
4. Основные дочерние компании	79	78
5. Географическая структура основной деятельности	50	62
6. Объем продаж по направлениям экономической деятельности	67	76
7. Географическая структура продаж	62	54
8. Издержки на занятых	50	53
9. Число занятых	73	90
10. Учетная политика	97	98
11. Оценки товарно-материальных запасов	90	94
12. Методы начисления износа	89	83
13. Норма амортизации	13	48 ¹
14. Бухгалтерский учет для инфляции	12	10
15. Пересчет иностранной валюты	87	71 ²
		85 ³

¹ Норма и/или срок полезной службы (годы).

² Отчет о результатах хозяйственной деятельности.

³ Балансовый отчет.

Источник: United Nations Center on Transnational Corporations, International Accounting and Reporting Issues: 1990 Review (New York: United Nations, 1991): 52.

В табл. 18.1 приводятся данные по капитализации 23 ведущих национальных рынков акций (рассчитано в долларах США) в динамике их развития за 1982—1991 гг.

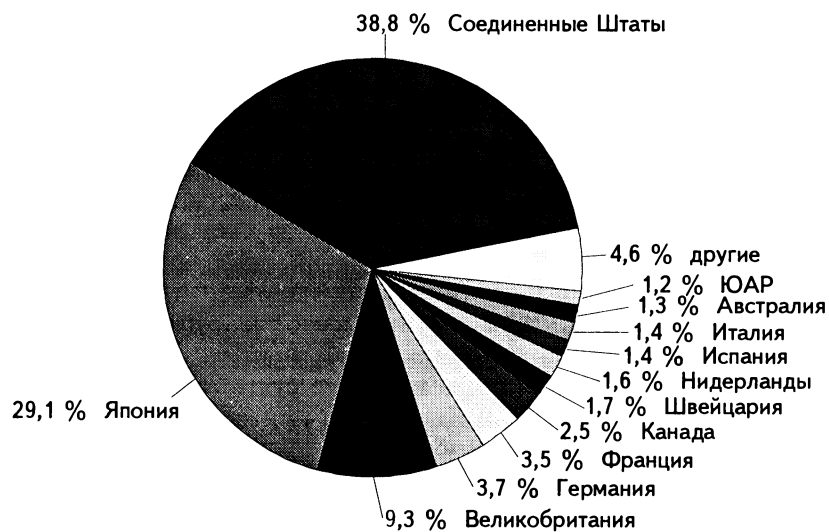
На рис. 18.1 приводятся диаграммы структуры капитализации мирового рынка (рассчитано на основе доллара США) с разбиением по 23 лидирующим национальным рынкам акций.

Крупнейшим показателем капитализации обладает рынок США. Второе место в 1991 г. приходилось на рынок Японии, а три крупнейших рынка (США, Япония и Великобритания) демонстрировали совокупный показатель капитализации, равный 77% от мирового рынка акций. На шесть других рынков (Германия, Франция, Канада, Швейцария, Испания и Нидерланды) приходилось 13,4% мировой капитализации, а оставшиеся 9% распределялись среди 15 прочих национальных рынков.

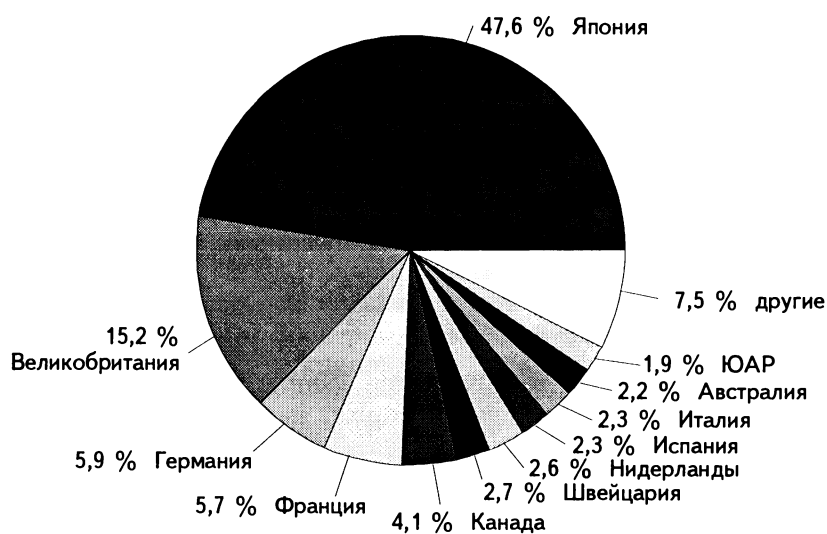
ТАБЛИЦА 18.1 КАПИТАЛИЗАЦИЯ РЫНКА 1982—1991 гг. ПО 23 ВЕДУЩИМ РЫНКАМ (МЛН. ДОЛЛ. США)

Рынки	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<u>Развитые рынки</u>										
Австралия	41 500	59 600	49 900	59 877	94 035	171 783	183 483	136 626	106 915	144 867
Австрия	1 500	1 500	1 500	4 602	6 656	7 411	8 862	22 261	26 320	25 575
Бельгия	8 500	10 800	12 200	20 871	37 337	41 377	58 920	74 596	65 449	71 319
Канада	103 500	140 700	134 600	147 000	166 300	218 817	241 880	291 328	241 920	266 874
Дания	5 500	10 600	7 600	15 096	16 284	20 181	30 178	40 152	39 063	53 573
Финляндия	2 759	4 134	4 167	5 855	11 692	19 698	30 179	30 652	22 721	14 234
Франция	28 000	38 100	41 100	79 000	149 500	172 048	244 833	364 841	341 695	374 093
Германия	68 900	82 600	78 400	183 765	257 677	213 166	251 777	365 176	379 399	393 453
Гонконг	18 784	17 095	23 602	34 504	53 789	54 088	74 377	77 496	83 397	121 986
Израиль	15 894	5 083	6 120	7 626	9 884	12 001	5 458	8 227	10 560	12 089
Италия	19 900	20 900	25 700	58 502	140 249	119 559	135 428	169 417	148 766	154 126
Япония	430 817	565 164	667 049	978 663	1 841 785	2 802 952	3 906 680	4 392 597	2 917 679	3 130 863
Люксембург	4 686	5 799	6 648	12 658	26 163	38 277	44 808	10 348	10 456	11 308
Нидерланды	25 700	33 700	31 100	59 363	83 714	86 240	113 565	157 789	148 521	169 314
Новая Зеландия	—	—	6 161	8 761	22 215	15 713	13 163	13 487	8 835	14 336
Норвегия	2 396	4 597	5 793	10 063	10 122	11 818	14 332	25 285	26 130	22 043
ЮАР	77 800	82 800	53 400	55 439	102 652	128 663	126 094	131 059	137 540	123 981
Сингапур	31 235	15 525	12 247	11 069	16 620	17 931	24 049	35 925	34 308	47 637
Испания	11 100	10 900	13 200	19 000	48 922	71 188	91 118	122 652	111 404	147 928
Швеция	18 600	30 200	25 700	37 296	63 354	70 564	100 083	119 285	92 102	97 495
Швейцария	36 800	42 500	38 700	90 000	132 400	128 527	140 527	170 936	165 913	179 540
Великобритания	196 200	225 800	242 700	328 000	439 500	680 721	771 206	826 598	867 599	1 003 184
США	1 520 167	1 898 063	1 862 945	2 324 646	2 636 598	2 588 890	2 793 816	3 505 686	3 089 651	4 180 210
Развитые рынки, всего	2 670 238	3 306 060	3 350 632	4 551 656	6 367 448	7 691 613	9 404 816	11 092 419	10 760 028	10 761 028

Источник: Международная финансовая корпорация.



**Структура капитализации мирового фондового рынка,
на основе данных МФК по международным рынкам
на конец 1991 г.**



**Капитализация мирового фондового рынка
без учета США на конец 1991 г.**

Капитализация рынка

Структура капитализации рынка акций по национальным рынкам акций развивается довольно динамично, о чем свидетельствует табл. 18.1, в которой представлены показатели капитализации 23 лидирующих рынков за 1982—1991 гг. Изменения доли в капитализации мирового рынка являются результатом:

- изменения соотношений валютных курсов;
- расширения отдельных рынков за счет допуска на фондовые биржи ценных бумаг новых фирм;
- приватизации и листинга акций приватизированных фирм;
- повышения курса местных валют как следствие благоприятных тенденций в национальной экономике.

Из табл. 18.1 видно, что наиболее существенные изменения доли капитализации рынка затронули США и Японию. В приводимой ниже таблице отражены эти изменения: увеличение доли Японии с 16,1% в 1982 г. до 29,1% в 1991 г. и снижение доли США с 56,9% в 1982 г. до 38,8% в 1991 г. Значительная часть этого “перераспределения” может быть объяснена обесцениванием доллара по отношению к иене. В 1988 г. доля японского рынка в общей капитализации 23 лидирующих рынков акций составила 41,6% (США — 29,7%), однако с данного года доля японского рынка начала снижаться, и американский рынок вновь вышел на первое место по этому показателю, причем в период с 1984 по 1994 г. прирост рынка США в общем стоимостном объеме капитализации составил 125%.

Страна	1982 г.	1991 г.
Япония	16,1%	29,1%
Великобритания	7,3%	9,3%
США	56,9%	38,8%
Итого	80,3%	77,2%

Двумя другими странами, продемонстрировавшими рост доли своих рынков в капитализации мирового рынка, стали Испания и Франция. В случае Франции роль в возрастании рыночной капитализации сыграли ряд приватизаций и благоприятные тенденции в экономике страны. Испанский рынок акций “сыграл” на входе в “Общий рынок” и устойчивых темпах роста экономики страны. В 1982—1991 гг. рынки акций Германии и Швейцарии демонстрировали увеличение капитализации, однако рост их доли в общей капитализации мирового рынка акций был скромным.

Организация и членство

Гававини (Hawawini) различает три формы организации фондовых бирж¹. Первая форма — саморегулирующиеся биржи, находящиеся в частном владении. К этому типу бирж относятся Нью-йоркская, Лондонская и Амстердамская фондовые биржи. Лондон и Амстердам свободны от государственного регулирования. В Лондоне, в частности, во время “большого шока” была разработана всесторонняя система саморегуляции. Вторая форма — контролируемые государством учреждения. По этой модели построено значительное число европейских фондовых бирж (Франция, Италия, Бельгия). Эти институты контролируются специально созданными государственными органами наподобие американской Комиссии по ценным бумагам и биржам. И на-

¹ Hawawini, op. cit., p. 25.

конец, существуют полунезависимые биржи, такие как в Германии. Там биржи сравнительно свободны для того, чтобы принимать собственные правила и инструкции, которые, однако, утверждаются государством и могут им пересматриваться.

Национальные фондовые биржи отличаются друг от друга в отношении роли брокеров и дилеров. Функция брокеров как агентов и партнеров — продавать и покупать ценные бумаги по приказам клиентов, получая за это комиссионные. Брокеры не покупают и не продают ценные бумаги за свой счет. Дилеры действуют за свой счет как юридические и физические лица. Они “делают рынки”¹, владея запасами акций, которые они покупают и продают, удовлетворяя спрос. Дилер корректирует цены покупки и продажи (и разрыв между ними), регулируя таким образом размер своего запаса ценных бумаг. Прибыль дилера извлекается из разницы цен покупки и продажи ценных бумаг, а также из изменения стоимости держащихся в запасе ценных бумаг.

На некоторые фондовых биржах фирмам-членам бирж разрешается действовать только в качестве брокеров. Типичные примеры подобной практики — биржи Парижа, Брюсселя, Милана. На других биржах их членам разрешается выполнять функции и брокеров, и дилеров. Члены бирж, действующие в таком “двойном качестве”, работают на рынках Германии и Нидерландов, а также на Нью-Йоркской фондовой бирже (так называемые специалисты²). Члены Лондонской фондовой биржи до “большого шока” могли действовать только в каком либо одном качестве. После “большого шока” это правило было изменено, что позволило брокерам поддерживать непрерывность рыночных операций посредством их деятельности по покупке и продаже ценных бумаг.

На большинстве бирж банкам не позволяется быть их членами. К исключениям относятся Германия и Австрия, где крупные банки играют центральную роль в торговле ценными бумагами. Итальянские банки также активно ведут торговлю ценными бумагами, но они торгуют ими вне операционных залов фондовых бирж (куда допускаются только члены биржи). Эта практика возможна потому, что итальянские фондовые биржи не обладают монопольными позициями в торговле ценными бумагами.

Установление уровня цен

В основном существует три системы установления уровня цен на фондовых биржах. Первая действует на большом числе рынков, где участие дилеров исключается, а цены устанавливаются через систему аукционов (Париж, Брюссель, Милан). Брокеры выравнивают общий объем приказов о покупке или продаже по каждой ценной бумаге, и цена устанавливается на том уровне, который позволит обменять наибольшее количество акций. Процесс выравнивания может осуществляться служащими биржи, агрегирующими приказы всех брокеров по каждой ценной бумаге, или посредством периодического “голосового”³ аукциона.

Другая крайность предусматривает использование джобберов⁴ (дилеров) для обеспечения непрерывности рыночных операций по переданным им акциям, как в Лондоне. И наконец, существуют биржи (такие как в Германии и Нидерландах), где некоторым их членам разрешается действовать в роли и брокера, и дилера. Началь-

¹ То есть постоянно котируют цены с готовностью вступить в сделку.

² Брокеры, действующие за собственный счет и по поручению клиентов и специализирующиеся на определенном виде ценных бумаг.

³ Заключение биржевых сделок в торговом зале биржи голосом или жестом.

⁴ Спекулянт на фондовой бирже, профессиональный биржевик (закрывающий сделки за свой счет).

ные цены устанавливаются “голосовым” аукционом, подобным действующему на Парижской фондовой бирже. После первоначального установления цен по акциям, являющимся объектом ежедневных сделок (и по которым публикуются ежедневные котировки), осуществляется непрерывная торговля посредством комбинации аукционов и деятельности дилеров.

Обзор некоторых рынков акций

Ниже дается обсуждение, краткое описание и анализ десяти крупнейших рынков акций в промышленно развитых странах. Далее приводятся результаты изучения нескольких зарождающихся фондовых рынков.

В начале нашего обзора мы приводим в виде табл. 18.2 статистические данные и их сравнительных анализ по десяти крупнейшим рынкам акций. По показателям капитализации рынка первые три крупнейших рынка оказывают тормозящее влияние на развитие остальных семи рынков. Капитализация рынка США в 10 раз превышает тот же показатель рынка Германии, а капитализация рынка Японии более чем в 30 раз больше, чем это характерно для рынка Италии. Если мы сравним капитализацию рынка с размером валового внутреннего продукта (ВВП), то обнаружим, что Япония и Великобритания имеют наивысшие показатели капитализации рынка, которые в каждом случае составляют более чем 100% от ВВП. Капитализация рынка США составляет только 42% от ВВП, что очень близко к аналогичному показателю, вычисляемому для Канады, Австралии и Швейцарии. На рынках таких трех стран, как Италия, Германия и Франция, наблюдаются низкие показатели капитализации рынка относительно ВВП.

Ежегодный оборот большинства рынков акций ниже капитализации тех же рынков (табл. 18.2, столбец 3). Только ежегодный оборот швейцарского рынка акций в 2,67 раза превосходит капитализацию этого рынка. Начиная с 1982 г., на большинстве рынков акций наблюдается рост отношения ежегодного оборота к показателю их капитализации. Так, например, на рынке Нидерландов ежегодный оборот утроился в середине 1980-х годов, а в Великобритании он более чем удвоился.

Такой показатель, как листинг иностранных акций, на рынках некоторых стран является крайне важным (например, рынки Швейцарии, Нидерландов), достаточно значимым (ФРГ), существенным только в некоторых случаях (для довольно небольшого числа рынков: Австралия, Япония) и несущественным в одном случае (табл. 18.2, столбцы 5—6). Великобритания имеет наибольшее число иностранных листингов (512). В 1980-е годы почти все рынки акций конкурировали между собой за обладание листингами иностранных акций и за получение оборота от их соответствующего обмена.

Институциональные инвесторы играют важную роль на многих из этих фондовых бирж. В столбце 7 отражена та степень, до которой пенсионные фонды отважились на иностранные портфельные инвестиции. В большинстве случаев активность по иностранному инвестированию оказывается умеренной или большой, и при этом растет высокими темпами. Лидируют пенсионные фонды Великобритании, совсем немного отстают от лидера пенсионные фонды Австралии, Нидерландов и Японии. Активность в области иностранных капиталовложений является важным показателем той степени, в какой рынок ценных бумаг группы пенсионных фондов может быть интегрирован в глобальную систему рынков обыкновенных акций.

ТАБЛИЦА 18.2 СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДЕСЯТИ ВЕДУЩИХ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ

Страна	Капитализация рынка акций, млрд. долл. США	Капитализация, % от ВВП	Оборот, % от капитализации	Листинг акций	Доля дис- тинга ино- странных акций в об- щем количе- стве, %		Доля иностран- ных инвестиций в общем объеме инвестиций ча- стных пенсион- ных фондов, %	Оборот, % от ВВП	Доля капитализа- ции рынка, прихо- дящаяся на акции 10 крупнейших рынков
					отечест- венных	иностран- ных			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
США	1956,2	42,5	62	2263	108	4,5 ¹	4	26,4	15,4
Великобритания	564,5	109,6	46	2101	512	19,6	20	50,4	25,4
Япония	2964,6	137,9	56	1499	52	3,4	10	77,2	18,7
Канада	130,9	36,7	34	1034	51	4,7 ³	9	12,5	31,1
Германия	200,4	20,2	65	492	181	26,9	4	13,1	39,4
Франция	150,6	18,8	46	874	226	20,5	2	8,6	26,6
Австралия	93,5	46,3	22	1162	31	2,6	15	10,2	-
Швейцария	66,1	44,6	267	145	194	54,3 ⁴	5	119,1	50,4
Нидерланды	75,9	39,5	81	267	242	47,7	10	32,0	-
Италия	96,2	14,6	35	184	0	0 ²	-	5,1	-

Столбцы 1, 2, 3 включают данные 1988 г. Столбцы 3, 4, 5, 6, 7 получены на основе данных 1986 г. В столбец 9 включены данные 1991 г.

1 Объединены данные Нью-йоркской фондовой биржи (NYSE) и Американской фондовой биржи (AMEX).

2 Данные Миланской фондовой биржи.

3 Данные фондовой биржи в Торонто.

4 Данные Цюрихской фондовой биржи.

Источники: Goldman Sachs, World Markets Monthly (March 1989):11.

Securities Exchange Commission, Internationalisation of the Securities Markets: II-66, II-77, и II-97.

International Finance Corporation, Emerging Stock Markets Factbook (1992): 60.

И наконец, рынки ценных бумаг отличаются концентрацией курсовой стоимости. В табл. 18.2 (столбец 9) Швейцария демонстрирует максимальную концентрацию, при которой около половины капитализации приходится на акции 10 крупнейших рынков. Наименьшая концентрация наблюдается в США.

Рынок акций США

До 1986 г. рынок акций США считался первым в области капитализации рынка. С тех пор его обогнал рынок Японии, однако за этим последовал реванш (в 1990 г.) Рынок США служил для других стран моделью, на которую стоило равняться. Во многих случаях официальные представители рынков акций из стран Западной Европы, стран Тихоокеанского региона и Латинской Америки посещали США для изучения того, как структурирована рыночная система США и как она функционирует.

Рынок США, вероятно, невозможно обогнать по показателям прозрачности и ликвидности. Высокой степенью доступности отличаются рыночные сделки и лежащая в их основе информационная база, которая и дает толчок к этим операциям. О таких сделках сообщается потенциальным инвесторам через сложную сеть каналов, как относящихся к рынку (линии связи рынков акций), так и по не зависящим от рынка каналам (средства информации). Высокая степень ликвидности облегчает осуществление крупных блоков соглашений и розничных сделок.

В течение 1980-х годов стоимостное выражение ежегодных погашений акций, выпущенных в обращение, в среднем превышало 100 млрд. долл. Несмотря на это, капитализация рынка возросла с 2324 млрд. долл. в 1985 г. до 4180 млрд. долл. в 1991 г. Эти погашения происходили в результате повторной покупки ранее проданных акций, поглощений и слияний компаний и других корпоративных реструктуризаций.

Рынок акций Великобритании

Традиционно рынку акций Великобритании был присущ некоторый интернациональный дух. Эта международная ориентация усилилась после снятия валютного контроля в 1979 г. К осени 1986 г. на бирже были зарегистрированы ценные бумаги компаний и государственных агентств по крайней мере из 37 стран мира. В это время для торговли было зарегистрировано 512 выпусков иностранных акций (см. табл. 18.2). Лондонская международная фондовая биржа занимала третье место в мире по капитализации рынка (1003 млрд. долл. в декабре 1991 г.). Требования к предоставлению сведений достаточно детализированы и в общих чертах сравнимы с требованиями, действующими в США. Лондонская международная фондовая биржа требует, чтобы счета компаний, зарегистрированных за пределами Великобритании, были составлены в соответствии с международными стандартами по ведению счетов, сформулированными Международным комитетом по бухгалтерским стандартам.

Лондонский рынок претерпел изменения в связи с “большим шоком” — проведением реорганизации Лондонской фондовой биржи в ноябре 1986 г. В это время был принят закон о финансовых услугах, который почти полностью изменил метод проведения операций на фондовой бирже. Закон установил новые правила для защиты инвестора, переименовал биржу (в Международную фондовую биржу), для того чтобы подчеркнуть возросшее стремление сделать лондонский рынок действительно международным механизмом торговли акциями, а также произвел ряд организационных изменений.

Одним из важнейших организационных изменений было снятие различий между брокерами и джобберами. С внесением этого изменения пришла и ответственность за то, чтобы фирмы, осуществляющие финансовое обслуживание, были уполномочены продавать и обменивать продукты инвестирования, и раскрывать требуемую для инвесторов информацию для предоставления возможности оценить эти продукты.

Закон о финансовых услугах учредил Управление ценных бумаг и инвестиций (SIB). Это Управление находится в ведении Министерства торговли и промышленности. SIB координирует деятельность пяти саморегулирующихся организаций (SRO), которые выдают разрешения фирмам на проведение операций с ценными бумагами, управление инвестициями, осуществление фьючерсных сделок и опционов, а также на выполнение роли финансовых посредников, т. е. разрешают заниматься инвестиционной деятельностью в Лондоне. SIB также должно санкционировать работу рынков инвестиций в Лондоне (Международной фондовой биржи и Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов). Одобрение SRO деятельности фирмы в области инвестиций базируется на индивидуальной активности. Поэтому, возможно, фирма должна быть членом более чем одной SRO. Например, после "большого шока", Клейнворт Бенсону (Kleinwort Benson) потребовалось быть членом всех пяти SRO, при этом сумма годовых взносов за членство в этих организациях составляла 200 000 фунтов стерлингов.

Вместе с "большим шоком" была введена электронная система биржевых котировок экранного типа, для того чтобы более мелкие брокерские фирмы смогли пользоваться преимуществами объявленных распродаж в более крупных фирмах с целью понизить своей собственный риск.

Большой толчок для роста лондонского рынка связан с осуществлением программы крупномасштабной приватизации правительства Тетчер. В результате нее количество индивидуальных акционеров достигло нескольких миллионов новых инвесторов, и была значительно расширена база котируемых на лондонском рынке акций.

Рынок акций Японии

Токийская фондовая биржа (TSE) является одним из восьми рынков в Японии. Она обрабатывает более 80% объема всех торговых операций в Японии. TSE состоит из трех секторов, при этом первый сектор, образованный раньше всех, является основным, на него приходится 96% капитализации рынка. Второй сектор обрабатывает новые выпуски ценных бумаг и проводит операции с ценными бумагами, не продаваемыми в розницу. В третьем секторе происходит обращение ценных бумаг, продаваемых в розницу. TSE характеризуется самым высоким объемом товарооборота в мире, и в 1986 г. объем продаж составлял 56% капитализации рынка (см. табл. 18.2, столбец 3). Количество отечественных компаний, зарегистрированных на рынке, составляет 1499.

Изменчивость рынка Токийской фондовой биржи объясняется несколькими причинами. Между компаниями очень часто наблюдается перекрестное владение ценными бумагами. В некоторой степени такое перекрестное владение связано с существованием бизнес-групп (Кейрецу). Такая организация работы ограничивает возможность корпоративных слияний компаний, характерное для США.

На четыре крупнейшие торговые фирмы по ценным бумагам в Японии приходится более половины всей деловой активности на фондовом рынке. Эти четыре торговых фирмы обладают значительным влиянием на токийском рынке. В Японии мониторинг рыночных операций не применяется так активно, как это принято в США. Доходы от прироста капитала обычно освобождены от налогообложения.

Существует бесчисленное количество отличий между японским и американским рынками ценных бумаг. Во-первых, в Японии отношение рыночной цены к чистой прибыли значительно выше. В некоторой степени это связано с различиями в ведении официальной отчетности (не сводный финансовый отчет) и с наличием скрытых основных капиталов. Во-вторых, движение процентной ставки и другие экономические показатели, по-видимому, не имеют такого влияния на рынок, как это наблюдается в США. И наконец, инвесторы, которые торгуют ради спекулятивных доходов, доминируют на фондовом рынке Японии. После того как в 1980-е годы цены на японские акции поднялись, доход по ценным бумагам стал более весомым.

Рынок акций Германии

Рынок акций Германии занимает четвертое место по капитализации среди ведущих рынков акций. Западногерманский рынок ценных бумаг сравнительно слабо регулируется в сравнении с рынками большинства других развитых стран. Наряду с федеральной законодательной системой, правительствам соответствующих земель даны соответствующие юридические полномочия по организации и надзору за фондовыми биржами в их штатах. Поэтому федеральное правительство осуществляет минимальный контроль, и фондовые биржи являются саморегулирующимися. Закон о фондовых биржах предоставляет биржам юридические права по назначению цен, регистрации ценных бумаг, членству и предотвращению мошеннических операций.

В отличие от практики в США, в Германии не существует ограничений на банковскую деятельность в области ценных бумаг. Банки свободно принимают участие в операциях с ценными бумагами без всякого различия между инвестиционными и коммерческими банками. Поэтому большим немецким банкам присвоено название универсальных банков. Немецкие банки функционируют как поручители-гаранты по ценным бумагам, посредники на рынке, включая выполнение брокерских поручений населения. Публичных брокеров, подобных тем, которые общеприняты на фондовом рынке США, в Германии не существует.

Требования к представлению сведений в биржевых проспектах основаны на положениях Закона о фондовых биржах и на Положении об уведомлении о допуске ценных бумаг к регистрации. Положение представляет собой применяемый федеральными властями порядок, устанавливающий обязанности комитетов по регистрации на фондовой бирже, а также формирует те стандарты, которые эти комитеты должны применять. Эти стандарты охватывают сферу официальной торговой деятельности на фондовой бирже. Торговые сделки, осуществляемые вне фондовых бирж, подвергаются минимальному регулированию. В результате этого на рынке действует сравнительно меньше регулирующих правил, чем на отдельной бирже.

В Германии существует восемь региональных фондовых бирж, самой крупной из которых является Франкфуртская, на долю которой приходится более 50% общего оборота на всех биржах. Дюссельдорфская фондовая биржа занимает второе место, на ее долю приходится 30% всего оборота. На фондовых биржах выполняются следующие операции: 1) официальные сделки; 2) регулируемые неофициальные рыночные операции; 3) свободные рыночные операции (см. дополнение 18.5). Для официально зарегистрированных ценных бумаг требуется наличие биржевого проспекта (для более крупных фирм). Официальные цены назначают курсовые маклеры, которые устраивают сделки между членами биржи. Совершение регулируемых сделок происходит на фондовом рынке между банками и/или "свободными" маклерами. "Свободные" маклеры (неофициальные брокеры) участвуют в основном в неофици-

альных сделках между членами биржи. Банки, также являясь членами биржи, осуществляют связь между торговым залом фондовой биржи и публикой.

Сделки могут быть внебиржевыми (банки обменивают предъявительские ценные бумаги на наличные деньги). Цены публикуются "свободными" маклерами и в частных информационных бюллетенях. Требование о том, чтобы сделки с зарегистрированными акциями проводились только по биржевой котировке, отсутствует, и такие ценные бумаги могут быть приобретены на нерегулируемом, неофициальном рынке. Регулируемый "свободный" рынок, или просто регулируемый рынок, был создан в 1987 г. При этом правительство рассчитывает поощрять выход на данный рынок средних компаний.

Дополнение 18.5 СФЕРЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ АКЦИЙ ФРГ

1. *Официальные сделки.* В Законе о фондовых биржах и в Положении об уведомлении о допуске ценных бумаг к регистрации собрана законодательная база для допуска ценных бумаг к официальной торговле. Основными условиями допуска являются следующие.
 - A. Общий объем выпуска ценных бумаг, предлагаемых к регистрации, не должен быть меньше 2,5 млн. марок ФРГ по ожидаемой курсовой стоимости.
 - B. Эмитент ценных бумаг должен существовать как компания, по крайней мере, в течение последних 3 лет.
 - C. Акции, предлагаемые к регистрации, должны находиться в собственности широкого круга лиц. По крайней мере, 25% общего годового объема акций должны находиться в свободном обращении.
 - D. Заявка на регистрацию должна относиться ко всем акциям одного и того же класса.
 - E. Проспект должен содержать соответствующие детали.
 - F. Эмитент должен опубликовать промежуточный отчет.
2. *Регулируемые неофициальные рыночные операции.* Законодательная база для выпуска ценных бумаг на регулируемый рынок установлена в Законе о фондовых биржах и в Правилах фондовой биржи. Основные условия при этом таковы.
 - A. На рынке должен быть представлен минимальный капитал с номинальной стоимостью 0,5 млн. марок ФРГ.
 - B. Отчет компании должен быть опубликован перед тем, как будут представлены ценные бумаги. Он может быть не таким подробным, как проспект, но должен распространяться бесплатно.
3. *Свободные рыночные операции.* Свободный рынок призван просто обслуживать совершаемые сделки с ценными бумагами. На свободном рынке действуют специфические правила, одобренные Ассоциацией дилеров Франкфурта по ценным бумагам. Для свободного рынка существует очень мало формальных требований к регистрации. Допуск к регистрации может быть не предоставлен в случае получения возражений эмитента.

До некоторой степени, германский рынок акций еще не достиг своего полного развития. Это может быть объяснено несколькими причинами. Во-первых, не все потенциальные отечественные корпоративные клиенты пользуются германским рынком акций, так как, по их мнению, банковские ссуды с фиксированными процентами предоставляют для капитала достаточно выгодные процентные ставки. Во-вторых, традиции в области сбережений в Германии сложились так, что предпочтение отдается неликвидным активам, включая банковские депозиты, и банковским облигациям. Эти типы активов сводят к минимуму влияние, оказываемое участием индивидуального инвестора. В-третьих, большая часть германского капитала направлялась в интересах обеспечения пенсионных сберегательных счетов через всеобъемлющую систему социального обеспечения. В течение 1980-х годов возрастающее внимание было уделено развитию специальных инвестиционных фондов, которые привлекали к себе фонды банков, страховых компаний и пенсионных фондов. В 1983–1987 гг. объем фондов, направленных этими организациями на новые инвестиции в активы промышленных предприятий, возрос с 4 млрд. марок ФРГ. И наконец, большая часть акций компаний находится в руках универсальных банков, что сужает сферу возможной инвестиционной и торговой деятельности для небанковских участников.

Рынок акций Франции

В течение 1980-х годов на рынке акций Франции наблюдался благоприятный период развития. Этот рост деловой активности, возможно, был обусловлен приходом к власти консервативного правительства и введением им программы приватизации, слиянием компаний и установлением позитивного экономического климата в стране. В 1978 г. правительство ввело позитивные изменения в систему налогообложения, позволив получать вычет из облагаемого налогом дохода для средств, инвестируемых во вновь выпускаемые акции и в инвестиционные общества с переменным капиталом (SICAV). Последние представляют собой инвестиционные компании открытого типа, занимающиеся инвестированием ценных бумаг.

Находящийся на пятом месте в мире по уровню капитализации французский рынок акций также может гордиться вторым местом после США по количеству индивидуальных акционеров (9,5 млн. индивидуальных инвесторов на рынке акций и рынке облигаций с фиксированной ставкой).

Во Франции функционирует семь фондовых бирж, однако доминирующее положение занимает Парижская фондовая биржа, на долю которой приходится 98% всех торговых операций с зарегистрированными ценными бумагами, выполняемых на рынке акций этой страны в целом. Региональные фондовые биржи торгуют ценными бумагами местного значения. На каждой фондовой бирже существует три различных рынка: официальная котировка ценных бумаг, второй рынок (т. е. рынок с ослабленными требованиями) и вторичный рынок (внебиржевой рынок ценных бумаг). Согласно законодательству, любая ценная бумага может быть представлена к продаже только на одном рынке.

Торговля на биржах ограничена деятельностью биржевых брокеров, которые могут совершать сделки купли-продажи только для клиентов, а не на свой собственный счет. Деятельность биржевых брокеров лицензируется министром финансов после сдачи экзаменов по профессии. Не существует прямой координации деятельности биржевых брокеров со стороны правительства, хотя правительство инспектирует работу ревизоров, консультантов по капиталовложениям и брокеров-посредников.

В течение 1980-х годов рост объемов продаж приводил к росту напряженности в работе Французской фондовой биржи, в результате чего приходилось передавать обработку некоторых сделок в Лондон или в другие центры. В 1989 г. на парижском

рынке наблюдался свой собственный "большой шок". До этого времени большие банки лоббировали доступ к бирже, потому что им изначально принадлежала большая часть заказов по торговым сделкам с ценными бумагами. Реформа Парижской фондовой биржи открыла для внешних инвесторов возможности по владению собственностью брокеров и предусмотрела для биржевых брокеров гибкую систему комиссионных.

Рынок акций Канады

По уровню капитализации рынок акций Канады занимает шестое место в мире (см. табл. 18.2), при этом в конце 1991 г. капитализация достигала 266 млрд. долл. Анализируя этот показатель, следует помнить, что абсолютный размер канадского рынка акций искусственно ограничен тем, что иностранные инвестиционные компании владеют огромной долей контрольных пакетов акций. По приблизительной оценке, на долю американских компаний приходится объем инвестиций в канадскую промышленность, эквивалентный 40—50% общего объема инвестиций. Если бы эти акции были зарегистрированы и свободно продавались на различных канадских фондовых биржах, объем капитализации рынка канадских ценных бумаг мог бы быть значительно выше.

Центр деловой активности канадского фондового рынка переместился в Торонто. Двадцать лет назад финансовой столицей Канады был Монреаль, но в 1970-х годах правительство провинции объявило, что все деловые операции должны осуществляться на французском языке, официальном языке провинции Квебек. Учитывая прочные узы, связывающие канадские финансовые рынки с Нью-Йорком и Лондоном, это распоряжение вести дела на языке, отличном от английского, встретило жесткое сопротивление. В результате этот декрет правительства вызвал массовый уход бизнесменов из Монреаля в англоязычный город Торонто, расположенный в провинции Онтарио. В настоящее время на Торонтской фондовой бирже осуществляется 80% всех операций канадского фондового рынка.

Торговля на канадских фондовых биржах происходит одним из двух способов: методом прямого контакта продавца и покупателя или с помощью компьютерной торговой системы. Эта система была разработана в конце 1970-х годов для электронной обработки запросов ее фирм-участниц.

Незадолго до биржевого краха в октябре 1987 г. были ослаблены законы, управляющие структурой индустрии ценных бумаг в Канаде. Изменения в законодательстве разрешили иностранное владение брокеров/дилеров, а также допускало для банков владение ценными бумагами. Канадские банки скупили большинство брокерских и дилерских фирм, при этом некоторые брокеры/дилеры частично находились в иностранном владении.

Два фактора выделяются при рассмотрении состояния канадского рынка акций. Во-первых, канадская экономика, а также многие компании, акции которых на нем продаются, в сильной степени зависят от деятельности отраслей природного комплекса (нефтяная промышленность, добыча полезных ископаемых, сельское хозяйство). Во-вторых, существует тенденция к тесной корреляции в прибыли на вложенный капитал между канадским и американским рынками акций. Трудно найти пример еще более тесной взаимосвязи. В результате американские инвесторы, пытаясь снизить риск для своих портфелей ценных бумаг, могут считать канадский рынок менее привлекательным в сравнении с другими рынками, для которых характерна меньшая взаимозависимость прибыли на вложенный капитал с рынком США.

Рынок акций Нидерландов

В конце 1991 г. Амстердамская фондовая биржа имела показатель капитализации рынка, превышающий 169 млрд. долл., что позволяло ей занимать восьмое место в мире среди ведущих рынков акций (см. табл. 18.2). На амстердамском рынке зарегистрировано 242 иностранные компании, что составляет 47,7% их общего числа. Это один из самых высоких показателей в мире. Амстердамская фондовая биржа известна как одна из самых интернациональных бирж в мире, на ней не существует ограничений на иностранное владение акциями. В то время как по объему сделок на бирже в процентах к капитализации рынка она уступает только Швейцарии (81% капитализации в 1986 г.), этот анализ может оказаться обманчивым. Большой процент оборота рынка и капитализации сосредоточен в руках у малого числа компаний. Почти 70% капитализации рынка сконцентрировано в акциях только десяти компаний. Более трети капитализации рынка принадлежит одной компании — Royal Dutch Petroleum.

Деятельность Амстердамской фондовой биржи высокоэффективна. Это стало очевидным спустя неделю после биржевого краха в октябре 1987 г. В период беспрецедентных объемов торгов Амстердамская фондовая биржа функционировала спокойно. Не было никаких перебоев в торгах, не было и никакого кризиса в оформлении конверсионных и депозитных операций или отсрочек при выполнении клиринга или платежей. Инвесторы, ищущие ликвидность путем продажи иностранных акций, могут убедиться, что амстердамский рынок способен поглотить их поставки.

На Амстердамской фондовой бирже не существует явления поглощения компаний вопреки желанию ее директоров. Большинство голландских компаний защищены против этого наличием в их корпоративном законе соответствующих механизмов, препятствующих поглощению. В настоящее время в Нидерландах идет активное обсуждение, касающееся пересмотра закона о корпорации, который будет направлен на облегчение процесса поглощения компаний. Некоторые члены сообщества фондовых бирж поддерживают такую либерализацию, аргументируя это тем, что акционеры таким образом будут защищены от слишком консервативного управления, что приведет к росту привлекательности акций и их ценности.

Рынок акций Австралии

В Австралии существует девять фондовых бирж. Самыми крупными из них являются Сиднейская и Мельбурнская фондовые биржи, на долю которых приходится 95% общего оборота. В терминах капитализации рынка, Сиднейская фондовая биржа является одиннадцатой в мире. В 1991 г. капитализация Сиднейской фондовой биржи превышала 144 млрд. долл. (см. табл. 18.2). Капитализация рынка составляла примерно 46% от ВВП страны, а в процентах капитализации это представляет собой третье по величине соотношение среди ведущих фондовых рынков мира. Оборот в процентах от капитализации был самым низким из всех десяти ведущих рынков.

Иностранные инвестиции играют ведущую роль на австралийском рынке акций, на их долю приходится около 10% всех инвестиций. Управление регулирования иностранных инвестиций (FIBR), консультативный орган Австралийского Союза, отслеживает иностранное инвестирование в стране. Предметом интереса для FIBR являются такие сделки, как приобретение фондов австралийских компаний иностранными фирмами, приобретение значительной доли в капитале австралийских корпораций; предложения по инвестированию, превышающему 5 млн. долл.; прямые инвестиции правительствами иностранных государств или другими агентствами. На фондовых биржах отсутствуют ограничения, вводящие валютный контроль по сделкам, совершаемым лицами, постоянно не проживающими в стране.

Экономические факторы оказывают наиболее заметное влияние на австралийский рынок долгосрочного ссудного капитала. Иностранные инвесторы обычно взвешивают перспективы австралийского доллара. И, в свою очередь, позиции австралийского доллара могут быть укреплены за счет изменений в платежном балансе по текущим операциям, а также за счет изменений ставки процента. В связи с тем что Австралия зависит от иностранного капитала, наблюдается тенденция к установлению более высоких, относительно финансовых рынков других стран, процентных ставок для того, чтобы закрывать многолетний дефицит текущих статей платежного баланса. Текущие статьи платежного баланса являются предметом давления, исходящего от положения Австралии как страны-экспортера. Будучи экспортером природных ресурсов (уголь, зерно, шерсть, железная руда, мясо), Австралия способна влиять на положение в этих секторах мирового рынка. Слабое положение данных товарных рынков ведет к возрастанию текущего дефицита платежного баланса, что вынуждает поднимать ставки процента и приводит к нестабильности на рынке акций, а также на валютном рынке.

Рынок акций Швейцарии

В то время как рынок акций Швейцарии занимает лишь седьмое место по капитализации рынка, его значение для глобальной финансовой системы значительно выше. Важность данного рынка проявляется: 1) в высоком обороте рынка (267% в 1988 г., табл. 18.2); 2) в большом представительстве зарегистрированных иностранных компаний (194, или 54% от общего числа).

Один фактор роднит швейцарский и германский рынки акций: ведущие коммерческие банки играют важную роль при инициировании сделок на рынке. Швейцарские банки являются держателями и управляющими большими блоками акций, зарегистрированными на цюрихском и других рынках в пользу портфелей ценных бумаг клиентов, тогда как банки Германии являются держателями больших блоков акций в германских компаниях на основе оказания им финансовой поддержки и представления своих интересов в этих компаниях.

В Швейцарии не существует федеральных законов, запрещающих или ограничивающих участие иностранных фирм или юридических лиц в сделках с ценными бумагами на коммерческой основе. В Цюрихе и Базеле требуется наличие лицензии кантона для участия в коммерческой активности с ценными бумагами.

На швейцарских фондовых биржах проводится торговля несколькими типами акций. Держателями зарегистрированных акций обычно являются швейцарские инвесторы (и только они имеют на это право). Акции на предъявителя обычно могут приобретать иностранные инвесторы. В некоторой степени эти ограничения защищают швейцарские компании от попыток нежелательного поглощения.

Основные фондовые биржи в Швейцарии расположены в Женеве, Базеле и Цюрихе. Значительный объем торговли акциями производится вне фондовых бирж, в основном банками и финансовыми учреждениями. В стране не существует официального рынка незарегистрированных ценных бумаг или системы котировки. Рынок Ворборс (Vorborse) является неофициальным рынком, предназначенным для проведения торговли акциями перед их официальной регистрацией на Цюрихской фондовой бирже, а рынок Аусерборс (Ausserborse) является неофициальным рынком, на котором доминирует корпорация Swiss Bank и Люцернское отделение фирмы Volksbank Willisan.

Как любая другая швейцарская фирма, компания Nestle делала различие между зарегистрированными акциями (доступными только для отечественных инвесторов) и акциями на предъявителя (доступными для иностранных инвесторов). До 1989 г.

Nestle делила свои акции таким образом, что две трети из них приходилось на зарегистрированные акции, держателями которых были только швейцарские инвесторы, а одна треть приходилась на акции на предъявителя или на свободно обращающиеся ценные бумаги, держателями которых имели право быть иностранные инвесторы. Владельцы акций обоого типа имели равное право голоса. С течением времени ценность акций на предъявителя возрастала быстрее, чем ценность зарегистрированных акций. Незадолго до биржевого краха в октябре 1987 г. одна акция на предъявителя для иностранных инвесторов обходилась в 11450 швейцарских франков (7230 долл.), т. е. приносила компании 21-кратную чистую прибыль после уплаты налогов. Для сравнения: зарегистрированная акция стоила 5500 швейцарских франков (3450 долл.), т. е. приносила компании 10-кратную чистую прибыль после уплаты налогов.

В ноябре 1988 г. фирма Nestle решила "либерализировать" рынок своих акций путем предоставления права покупки своих зарегистрированных акций иностранцам. В результате акции на предъявителя упали в цене, а зарегистрированные акции поднялись в цене (табл. 18.3). Многие иностранные инвесторы погорели на акциях на предъявителя. Изменения в ценах на акции в период с октября 1987 г. по март 1989 г. отражены ниже в табл. 18.3. Отечественные акционеры, держатели зарегистрированных акций радовались росту их цены, тогда как иностранные инвесторы, владевшие акциями на предъявителя, переживали падение их цены.

Рынок акций Италии

На рынке акций Италии лидирующее положение занимает Миланская фондовая биржа, на долю которой приходится 90% всех торговых операций. В 1988 г. капитализация рынка составляла только 14% от ВВП, что являлось самым низким показателем среди десяти ведущих рынков акций (см. табл. 18.2). Тем не менее в течение 1980-х годов рынок акций этой страны значительно вырос, отчасти за счет введения взаимных фондов.

Членство на фондовой бирже ограничено биржевыми брокерами, которые назначаются Государственным казначейством после сдачи соответствующего экзамена. Контролирующим органом является Commissione Nazionale per la Societa e la Borsa (Национальная комиссия по ценным бумагам и биржам, CONSOB), итальянский эквивалент американской Комиссии по ценным бумагам и биржам. CONSOB был организован в 1974 г.

В функционировании итальянского рынка акций существует множество проблем. Во-первых, неэффективное правительственное регулирование. Эта проблема связана с тем, что большое количество фондовых операций происходит вне официальной биржи. Использование фондовой биржи является необязательным. Во-вторых, банки и дилеры торгуют ценными бумагами из своих собственных портфелей, и обычно привлекают брокеров с официальной биржи только тогда, когда заказы превышают их возможности по их выполнению. Существование такого двойного рынка представляет серьезную проблему, так как Италия борется за обновление и модернизацию своей системы торговли. В-третьих, некоторые итальянские фондовые биржи теряют свои торговые обороты в пользу Лондонской биржи, особенно после введения улучшений в 1989 г. в систему компьютерной обработки сделок на Лондонской бирже. И наконец, постоянно запаздывает информация, касающаяся итальянских компаний. Обычно годовые отчеты выпускаются спустя 9—10 месяцев после окончания финансового года.

На итальянском рынке акций происходит сравнительно мало торговых сделок. Это положение отражено в столбце 8 табл. 18.2, где видно, что товарооборот лишь незначи-

тельно превышает 8% от ВВП. Только треть из зарегистрированных компаний торгуют там на сколько-нибудь постоянной основе. И в то время как уровень отечественных сбережений высок и составляет 24% от доходов, которыми располагает население после уплаты налогов, итальянские семьи помещают большую часть этих накоплений в покупку государственных ценных бумаг, дающих доход в виде двузначных процентных ставок. Высокие уровни дефицита правительственного бюджета и потребность государства в заимствованиях имеют эффект вытеснения спроса инвесторов на акционерный капитал в виде ценных бумаг. Например, Институт реконструкции промышленности (IRI), государственная промышленная холдинг-компания, приобрела большой пакет акций в целях финансирования и выдачи поручительства на предприятия в промышленном секторе экономики. Аналогичным образом действует Институт финансирования промышленности (IFI), холдинг-компания семьи Агнелли (Agnelli). По сообщениям, инвестиции компании IFI составляют около 20% от капитализации Миланской фондовой биржи. В эти инвестиции входит 37,8% участия в акционерном капитале компании Fiat, ведущей автомобильной компании в Италии.

ВЕДУЩИЕ РЫНКИ ОБЛИГАЦИЙ

В течение 80-х годов инвесторы с фиксированным доходом вышли на более всеобъемлющие перспективы.

Как показывается далее в главе 19, в создании международно диверсифицированных портфелей активов облигации могут играть роль, равную по значению роли акций. В данном разделе представляется информация о размере международного рынка облигаций и возможные масштабы международной диверсификации посредством облигаций. Также описываются основные причины включения облигаций в процесс международной диверсификации портфелей активов.

Какова величина рынка облигаций?

На основе имеющейся информации можно утверждать, что объем мирового рынка облигаций превышает объем мирового рынка акций. На конец 1991 г. общая капитализация ведущих рынков акций соответствовала примерно 76% объединенной стоимости ведущих рынков облигаций.

Отделы ведущих инвестиционных банков¹ по изучению рынка облигаций регулярно публикуют информацию о состоянии мирового рынка облигаций. В табл. 18.4 отражены данные, основанные на исследовании фирмы Salomon Brothers, озаглавленном “Какова величина мирового рынка облигаций?”

ТАБЛИЦА 18.3 ИЗМЕНЕНИЕ РЫНОЧНЫХ ЦЕН НА ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ АКЦИИ И АКЦИИ НА ПРЕДЪЯВИТЕЛЯ ФИРМЫ NESTLE

	Зарегистрированные акции	Акции на предъявителя	Премия на акции на предъявителя
Октябрь 1987 г.	5500 швейц. фр.	11450	108%
Март 1989 г.	6740 швейц. фр.	7325	9%
Изменение, %	23%	-36%	

¹ В США — фирма, специализирующаяся на эмиссии и торговле ценными бумагами; в Великобритании — банк долгосрочного кредита для мелких и средних компаний.

ТАБЛИЦА 18.4 СОПОСТАВЛЕНИЕ РАЗМЕРОВ МИРОВЫХ РЫНКОВ ОБЛИГАЦИЙ И АКЦИЙ

	Мировой рынок облигаций	Мировой рынок акций	Мировой рынок акций как доля мирового рынка облигаций, %
1985	5 933	4 551	76,7%
1988	9 763	9 404	96,3%
1991	14 028	10 760	76,7%

Объем в млрд. долл. США.

Источники: Исследовательская организация Salomon Brothers и МФК. В мировых объемах рынков учитываются: данные по ведущим рынкам акций; ведущим рынкам облигаций плюс объем международных облигаций.

На конец 1991 г. номинальная стоимость выпущенных в обращение, а также непогашенных в срок облигаций на 21 ведущем рынке, с учетом рынка международных облигаций, составила 14,028 трлн. долл. Более 39% этого объема приходилось на ценные бумаги центральных правительств, 15,4% — на гарантированные государством облигации правительственных органов (министерств и ведомств) и 12,4% — на промышленные облигации (табл. 18.5).

В табл. 18.5 приведена валютная структура важнейших составляющих мирового рынка облигаций. Неудивительно, что в 1991 г. составляющая доллара США была равна более 44% общего объема мирового рынка облигаций. Второе и третье места занимали соответственно японская иена (17,8%) и немецкая марка (9%). Четвертое и пятое места приходились на итальянскую лиру и французский франк, при этом лира составляла 2/3, а франк — 1/2 от показателя немецкой марки. Доля фунта стерлингов соответствовала 2,7% общего мирового рынка облигаций, или 375 млрд. долл. Большая часть этой доли была реализована на рынке первоклассных ценных бумаг Великобритании (государственные ценные бумаги), сконцентрированном в Лондоне, весьма активном и ликвидном рынке. В 80-е годы бюджетный избыток¹ в Великобритании (а также в Швеции, Швейцарии и Австралии) привел в целом к снижению объема заимствований центрального правительства и правительственных ведомств на мировом рынке облигаций. Однако в 90-е годы ситуация изменилась.

Сектор международных облигаций продолжает оставаться самым быстрорастущим. Первые выпуски еврооблигаций и зарубежных облигаций достигли высоких объемов после 1985 г. Так, объем выпущенных в обращение международных облигаций вырос с 499 млрд. долл. в 1985 г. до 1486 млрд. долл. в 1991 г. При этом доля международных облигаций в 1991 г. увеличилась до 10,6% общего объема мирового рынка облигаций, выпущенных в обращение.

Структуры 21 национального валютного сектора отчасти отличаются друг от друга. В Италии, Великобритании, Франции и Бельгии преобладают ценные бумаги центральных правительств, на долю которых приходится соответственно 82, 60, 79, и 77% объема национальных рынков облигаций (табл. 18.6). В секторе доллара США большую важность представляют промышленные ценные бумаги, доля которых превышает 18% объема выпущенных в обращение облигаций.

В Германии, напротив, фактически не существует выпущенных в обращение промышленных облигаций, что обусловлено практикой банков представлять прямые кредиты. На швейцарском рынке почти половину занимают зарубежные облигации, что отражает высокую степень использования этого рынка находящимися в хорошем состоянии международными заемщиками. В секторе канадского доллара на заемщиков в лице правительств провинций и органов местного самоуправления приходится более 30% выпущенных в обращение ценных бумаг, а на промышленный сектор — 15% облигаций.

¹ Превышение доходов над расходами в бюджете.

ТАБЛИЦА 18.5 РАЗМЕР ВАЖНЕЙШИХ РЫНКОВ ОБЛИГАЦИЙ НА КОНЕЦ 1991 г. (НОМИНАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ В ДОЛ- ЛАРОВОМ ЭКВИВАLENTE ВЫПУЩЕННЫХ В ОБРАЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ, МЛРД. ДОЛЛ. США)

Облигации, Структура выпуска мирового облигаций, предназначенных для продажи всем желающим, %	Центральное правительство	Ведомства	Местные власти	Промышленность (включая конвертируемые облигации)	Прочие отечественные облигации, выпущенные для продажи всем желающим	Иностранные облигации	Международные облигации	Еврооблигации	Неклассифицированное частное размещение облигаций (без объявления в печати и без участия широких групп подписчиков)
Рынок облигаций	6 238,1	1 881,3	1 563,4	893,7	1 168,3	117,2	87,3	526,9	538,9
Доллар США	2 502,5	1 286,9	160,1	58,9	236,4	588,1	49,4	122,6	382,7
Японская иена	1 257,0	325,7	49,5	31,5	2,1	686,3	—	161,9	381,3 ³
Немецкая марка	867,5	685,8	27,7	—	3,7	126,1	2,7	21,5	—
Итальянская лира	653,5	256,4	241,7	4,8	102,8	—	6,0	41,8	—
Французский франк	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Английский фунт	375,8	225,0	—	0,2	25,8	—	7,7	117,1	—
Стерлингов	360,6	136,1	—	110,3	54,0	0,9	0,8	58,5	—
Канадский доллар	301,2	151,3	79,8	—	6,0	46,5	17,0	0,5	—
Бельгийский франк	270,2	116,4	—	0,8	11,6	137,9	—	3,5	—
Шведская крона	218,6	69,8	—	—	—	144,3	—	4,5	—
Датская крона	200,5	133,5	—	3,2	43,3	—	7,2	13,3	106,0 ³
Голландский гульден	191,1	8,7	—	11,8	30,2	53,6	86,8	—	58,7
Швейцарский франк	160,3	51,9	—	—	—	—	—	108,5	—
ЭКЮ	119,4	71,0	3,8	—	24,2	12,2	8,3	—	—
Испанская песета	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Австралийский доллар	87,7	27,9	22,0	—	14,3	—	—	23,6	—
Австрийский шиллинг	77,9	24,8	1,9	0,5	2,8	46,0	1,9	—	10,0
Норвежская крона	43,7	11,5	3,1	5,7	2,7	20,1	0,4	0,2	—
Финская марка	36,3	8,5	—	0,7	6,0	18,8	—	2,3	—
Португальское эскудо	29,7	20,9	—	0,7	3,6	3,2	1,3	—	—
Ирландский фунт	25,1	23,9	0,7	—	—	—	0,2	0,3	—
Новозеландский доллар	11,4	0,1	1,8	—	—	—	0,1	2,7	—
Всего	14 028,2	5 524,0	2 155,4	122,8	1 738,0	2 001,2	1 486,8	—	1 477,5 ³
Доля сектора в выпуске облигаций, предназначенных для продажи всем желающим, на всех рынках, %	100,0	39,4	15,4	8,0	12,4	14,3	10,6	—	—

¹ Превалярующие обменные курсы на 31 декабря 1991 г.: 1 доллар США = 125,2 иены = 1,516 немецкой марки = 151,1 итальянской лиры = 5,18 французского франка = 0,5346 английского фунта стерлингов = 1,1556 канадского доллара = 31,27 бельгийского франка = 5,5295 шведской кроны = 5,914 датской кроны = 1,7104 голландского гульдена = 1,3555 швейцарского франка = 0,7448 ЭКЮ = 96,69 испанской песеты = 1,3161 австралийского доллара = 10,689 австрийского шиллинга = 5,973 норвежской кроны = 4,133 финской марки = 134,18 португальского эскудо = 0,5715 ирландского фунта = 1,8481 новозеландского доллара.

² Включая обычные и конвертируемые обязательства, а также обязательства с плавающей ставкой.

³ К тому же существует неопределенный объем частного размещения облигаций частного сектора.

Примечание. Данные в таблице могут не соответствовать итоговым показателям из-за округления.

ТАБЛИЦА 18.6 ВАЖНЕЙШИЕ МИРОВЫЕ РЫНКИ ОБЛИГАЦИЙ: ДОЛЯ ВЫПУЩЕННЫХ В ОБРАЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ ЦЕНТРАЛЬНОГО ПРАВИТЕЛЬСТВА И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ¹ В ПЕРИОД 1980–1991 ГГ., %

Рынок облигаций	Облигации центрального правительства							Международные облигации						
	1980	1987	1988	1989	1990	1991	1980	1987	1988	1989	1990	1991	1980	1991
Доллар США	46,7	55,5	55,0	54,3	55,2	55,2	4,4	10,3	10,3	10,7	10,6	9,8		
Японская иена	65,4	65,3	63,7	62,1	59,3	57,8	1,6	5,1	5,0	5,4	6,3	6,9		
Немецкая марка	18,8	27,9	30,2	30,0	30,1	29,8	12,6	12,8	14,2	14,3	13,6	12,9		
Итальянская лира	61,1	81,4	81,7	81,8	82,2	82,2	0,3	0,6	0,9	1,4	2,1	2,8		
Французский франк	72,4	79,4	79,3	79,5	79,2	76,2	2,5	2,9	3,2	3,9	5,0	7,3		
Английский фунт стерлингов	92,0	77,7	72,0	65,1	60,8	59,9	0,9	16,4	21,4	26,5	31,4	33,2		
Канадский доллар	32,8	39,3	38,0	36,8	37,8	37,7	3,1	9,5	13,5	15,6	15,2	16,4		
Бельгийский франк	80,9	79,9	80,6	80,3	77,8	76,7	2,4	4,6	4,3	4,7	5,4	5,8		
Шведская крона	41,9	45,3	41,4	35,7	36,0	43,1	–	0,1	0,1	1,0	1,0	1,3		
Датская крона	20,2	32,0	30,7	31,5	31,2	31,9	0,0	2,0	2,4	2,4	2,3	2,1		
Голландский гульден	33,1	60,3	59,9	61,9	65,1	66,6	9,8	13,5	13,0	11,7	10,2	10,2		
Швейцарский франк	11,9	5,3	4,4	3,9	4,6	4,6	27,3	46,9	49,2	46,8	47,7	45,4		
ЭКЮ	–	23,9	30,1	33,7	37,6	32,4	–	0,4	1,4	4,4	6,2	6,9		
Испанская песета	14,1	48,3	54,1	56,3	58,9	62,7	–	76,1	69,9	66,3	62,4	67,6		
Австралийский доллар	99,4	69,7	59,8	52,6	54,9	56,8	0,6	30,3	36,2	39,9	31,2	26,9		
Австрийский шиллинг	24,3	27,0	26,9	29,0	30,5	34,3	1,2	1,5	1,0	1,4	2,0	2,4		
Норвежская крона	57,5	51,9	46,2	37,7	34,3	33,3	0,7	1,7	1,5	0,9	0,8	1,4		
Финская марка	40,4	34,4	30,9	28,4	24,3	23,4	–	1,1	3,0	2,7	5,3	6,2		
Португальское эскудо	94,3	61,3	63,0	65,0	62,6	70,5	–	–	0,5	1,7	3,0	4,4		
Ирландский фунт	100,0	100,0	99,2	99,2	98,5	97,9	–	0,0	0,8	0,8	1,5	2,1		
Новозеландский доллар	100,0	63,2	67,5	68,4	71,2	74,8	–	36,8	32,5	31,6	28,8	25,2		

¹ Доля обязательств, выпущенных для продажи желающим, %.

Дополнение 18.6 ЛОНДОНСКИЙ ИНВЕСТОР УПРАВЛЯЕТ ОБОРОТОМ ОБЛИГАЦИЙ В НЬЮ-ЙОРКЕ

Г-н Альберт Хардвик (Albert Hardwick) завершил телефонные переговоры с клиентом, чьим счетом для инвестиционных операций он управляет. С этим работодателем, одним из Лондонских банковских учреждений, г-н Хардвик работает уже 15 лет. Представитель клиента выразил желание осуществить инвестиции на рынке долгосрочных казначейских обязательств США, отметив, что процентный доход по облигациям достиг наивысшего за последние 6 лет показателя. Инвестор обратил внимание на то, что курс доллара в последние несколько недель был высоким, и это, по его мнению, могло бы увеличить общий доход по инвестициям. Были отмечены следующие биржевые котировки:

14 апреля 1989 г.	Наступление срока платежа по купону	Цена	Процентный доход по облигациям
Долгосрочные казначейские обязательства США	8 ⁷ / ₈ 1 февраля 2019 г.	97,00—97,10	9,14%
Нью-йоркский рынок иностранных валют	наличный курс фунт стерлингов	1,6985 долл.	
	3-месячный курс фунт стерлингов	1,6862 долл.	
Операции			
Покупка на валютной бирже	973125,00 тыс. долл. по 1,6985 долл. за фунт		572930,00 тыс. ф. ст.
Покупка 1 тыс. облигаций по 97,10 (973125 долл. за облигацию)			973125,00 тыс. долл.
14 июля 1989 г. были отмечены следующие биржевые котировки:			
Долгосрочные казначейские обязательства США	109,06—109,10 (процентный доход по облигациям — 8,04%)		
Наличный курс ф. ст.	1,6200 долл.		
Операции			
Продажа 1,0 тыс. акций по 109,06 (1091,875 долл. за облигацию)			1091875,00 тыс. долл.
Плюс счет накопленных процентов, 8 ⁷ / ₈ % за 3 месяца			
88,75 долл. X 1000 = 8875 тыс. долл.			
88750 тыс. долл. : 4 = 22187,50 тыс. долл.			22187,50 тыс. долл.
Всего долларовых поступлений			1114062,50 тыс. долл.
Продажа долларовых поступлений по курсу 1 ф. ст. = 1,6200 долл.			687690,00 тыс. ф. ст.
Расход первоначальных стерлинговых инвестиций			572930,00 ф. ст.
Прибыль в ф. ст.			114760,00 ф. ст.
Норма прибыли			20,03%
Норма прибыли в перерасчете на год			80,12%

Основные причины капиталовложений в облигации

В этом коротком разделе представлены основные аргументы за включение облигаций в перспективу международных инвесторов.

1. Мировой рынок облигаций по объему превосходит мировой рынок акций, что предоставляет “большим игрокам” (крупным учреждениям-вкладчикам) возможности ведения операций на довольно ликвидном рынке.
2. Группа факторов, оказывающих влияние на развитие рынка облигаций, несколько отличается от группы факторов, воздействующих на развитие рынка акций. Поэтому, вероятно возможности получения прибыли на рынке облигаций отличаются от подобных возможностей на рынке акций в плане порядка их получения. В прибыль облигационного инвестора могут входить повышение стоимости

при одновременном снижении ставки процента, номинальный процентный доход по облигациям, курсовая прибыль при обмене валют (дополнение 18.6). Эти прибыли могут предоставить инвестору благоприятные альтернативы, в то время как основные рынки акций предлагают менее благоприятные возможности.

3. Рынки облигаций предоставляют возможности селективного снижения риска (валютный риск, секторный риск), а также широчайшее снижение портфельного риска.
4. Подобно инвестициям в акции, инвестиции в облигации могут быть совмещены с проведением программ, нацеленных на нейтрализацию валютного риска посредством хеджирования¹ валютных фьючерсов, сделок на срок со срочными документами² и опционов.
5. Вследствие большого объема операций на рынке облигаций этот рынок может предложить инвесторам благоприятную ликвидность. Для неамериканских инвесторов рынок долгосрочных казначейских обязательств США предлагает ликвидность на круглосуточной (24 часа) основе (дополнение 18.7).

Дополнение 18.7 ОДНОДНЕВНЫЕ ТРЕЙДЕРЫ ОСВАИВАЮТ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

Облигации 20 лет назад предпочитали только “джентльмены”. В наши дни рынок облигаций приобрел огромные размеры, стал всемирным, краткосрочным и спекулятивным.

Характер изменений рынка долгосрочных казначейских обязательств США, произошедших с начала этого десятилетия, можно определить по шутке торговцев этим видом ценных бумаг: “Кто такой долгосрочный инвестор? Это очень просто! Это тот, кто держит свою позицию до начала следующего рабочего дня”.

Клиенты, покупающие и хранящие долгосрочные казначейские обязательства, перенесли свою основную деятельность с уравновешенного и медленно развивающегося рынка на пенсионные фонды и страховые компании. Таким образом, рынок долгосрочных казначейских обязательств стал рынком однодневных трейдеров, спекулянтов и иностранных инвесторов. Соответственно, объем дневных продаж облигаций может достигать 100 млрд. долл., что делает рынок 30-летних казначейских обязательств наиболее активным во всем мире.

Более не существует “сонного уклада” наследуемого богатства, существовавшего 20 лет назад, когда “джентльмены предпочитали облигации”. По мнению Альберта Т. Соммерса (Albert T. Sommers), экономического советника Нью-Йоркской фондовой биржи, рынок долгосрочных казначейских обязательств в настоящее время обладает огромным размером, всемирным масштабом, спекулятивным краткосрочным характером и легко реагирует на изменения.

Этот рынок привлекает инвесторов по многим причинам. Долгосрочные казначейские обязательства обеспечиваются правительством США, и поэтому являются, по существу, ценными бумагами, свободными от нарушения обязательств по платежам. Так как любой инвестор постоянно подвергается возрастающим рискам, то в этих условиях долгосрочные казначейские обязательства предлагают ему более высокий доход, чем краткосрочные ценные бумаги. Для трейдеров наиболее привлекательным фактором является ликвидность этого рынка: “Вы можете войти на рынок долгосрочных казначейских обязательств США и выйти с него, по вашему желанию, в любое время суток”.

США являются крупнейшим в мире рынком долговых обязательств по государственным ценным бумагам. Его дополнительная привлекательность в том, что к продаже предлагаются только свободные от нарушения обязательств по платежам ценные бумаги с 30-летним сроком погашения. Трейдеров также привлекает однородность рынка и регулярность доходов.

¹ Страхование от потерь.

² Возможность банков получать средства на срок свыше 5 календарных лет.

Дополнение 18.7 ОДНОДНЕВНЫЕ ТРЕЙДЕРЫ ОСВАИВАЮТ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Состоянием рынка долгосрочных казначейских обязательств США интересуются не только трейдеры и инвесторы. По мнению одного нью-йоркского трейдера, положение с долгосрочными обязательствами является барометром финансового благополучия страны. “Если растут ставки, то цены на долгосрочные обязательства могут возрасти в большей степени, чем на облигации с меньшим сроком погашения. Это фактически “голос с рынка”, заявляющий, что власти плохо справляются со своей работой по обеспечению нормального функционирования экономики”.

Цены почти на все другие ценные бумаги с фиксированным доходом (такие как ценные бумаги, обеспеченные залогом, и промышленные облигации) назначаются исходя из цены долгосрочных (30-летних) казначейских обязательств или реагируют на их изменение.

Изменчивый характер рынка облигаций, привлекая на него значительное число трейдеров и инвесторов, возник в 70-х годах, когда Федеральная резервная система США перешла от регулирования ставок процента к регулированию объема денежной массы. В то же время у США образовался первый в мирное время дефицит торгового баланса, а трейдеры и спекулянты увидели в неминуемых колебаниях ставок процента и цен шанс получения больших прибылей. К тому же благодаря широкому распространению информации, возросла ликвидность этого рынка.

Потенциал для получения прибылей оценили страны всего мира. Так, если еще совсем недавно, в 1984 г., не существовало японского розничного рынка и ночного¹ рынка в Лондоне, то сейчас любая из основных американских инвестиционных компаний имеет хотя бы одно зарубежное подразделение по торговле облигациями, укомплектованное трейдерами, владеющими иностранными языками, а все важнейшие неамериканские игроки открыли торговые подразделения в США, причем некоторые из них являются также дилерами.

Даже несмотря на то что основной объем сделок на данном рынке происходит в течение торговых часов в США, в настоящее время обязательным требованием стало поддержание портфелей активов в течение 24 часов. Один лондонский трейдер сказал по этому поводу: “Моя основная работа — заполнить временной интервал между закрытием Токийской фондовой биржи и открытием Нью-Йоркской фондовой биржи для избежания риска потенциальных убытков. Я обслуживаю японских и европейских розничных покупателей раньше моих нью-йоркских коллег”.

Одним из крупнейших игроков стала, в частности, Япония. Как считает Энтони Карданис (Antony Karydakakis), экономист Mitsubishi Bank по рынку краткосрочного капитала, разговор о времени торгов всегда сводился к тому, сколько японцев (физических и юридических лиц) осуществляет закупки. “У японских компаний по страхованию жизни и трастовых банков хороший аппетит на ценные бумаги с длительным сроком платежа и к тому же свободные от нарушений обязательств по платежам”. Закупки японцами казначейских билетов и долгосрочных обязательств в 1986 г. удвоились.

Несомненно, трейдеры преуспевают за счет изменчивости рынка и его ликвидности, а также разнообразия игроков. Однако в этих рыночных характеристиках неотъемлемо заложен потенциал как для вознаграждения, так и для риска. Поэтому в 1977 г. Чикагская торговая палата выпустила свой первый фьючерсный контракт по долгосрочным казначейским обязательствам. Первоначально в углу Палаты, на площади менее 1 м² торговала дюжина игроков (контракт был выпущен на базе 8% облигаций).

Картина прошлого года имела значительные отличия: ежедневно около 600 трейдеров осуществляли торговлю по 66,8 млн. фьючерсных контрактов по долгосрочным казначейским обязательствам.

¹ Рынок по сделкам на срок до начала следующего рабочего дня или с пятницы до понедельника.

Дополнение 18.7 ОДНОДНЕВНЫЕ ТРЕЙДЕРЫ ОСВАИВАЮТ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Возможности фьючерсных контрактов как хеджирующих инструментов были опробованы в США в 1979 г. В этом году фирма Salomon Brothers привлекла внимание Уолл-Стрита использованием фьючерса для эффективного хеджирования облигаций фирмы IBM с гарантированным размещением на сумму 500 млн. долл. Фьючерсы по долгосрочным казначейским обязательствам добились почти немедленного признания. "Это внесло разнообразие в то, чем мы можем торговать", — отмечает один из трейдеров. — "Если я сталкиваюсь с трудностями, то знаю, что могу перейти на фьючерсный рынок и работать на разницу цен. По существу, в наши дни любой торговец облигациями является в какой-то степени спекулянтом на разнице между ценой по сделке за наличный товар и сделке на срок."

Хотя никто не отрицает важность контрактов Чикагской торговой палаты, существует устойчивая точка зрения на их роль в установлении цен. Согласно статье в мартовском, 1989 г., номере New York Times Magazine, "цены, "открытые" здесь, являются наиболее убедительными в мире. Люди, желающие знать, где будут возрастать существующие цены, присматриваются, как и в прошедшие годы, к Чикаго".

Однако по этому поводу один трейдер рынка наличного товара заметил: "Это полная чепуха. Чикаго управляется специалистами и экономистами-аналитиками¹, и цены, обнаруженные здесь, исходят из схем. Я фундаменталист, и не верю в схемы. Куда идет рынок, правдиво определяют основные экономические принципы и долларовые потоки".

Тем не менее некоторые аналитики и трейдеры полагают, что фьючерсный рынок действительно "руководит" рынком наличного товара. Как считает Рой Паскаль (Roy Paskal), аналитик рынка долговых обязательств Market-Generated Intelligence Network (электронная информационная система по ценным бумагам), вспомогательной службы фирмы Telerate, рынок наличного товара является смесью различных инструментов, каждый из которых имеет свою особенность и номинальный процентный доход по облигациям. Фьючерсный рынок имеет тенденции быть общим знаменателем и привлекает законченную цену по всем различным купонам на этом рынке.

Несмотря на то, что "руководит" ценообразованием — наличность или фьючерс, ожидается значительное число перемен, которые будут оказывать воздействие на рынок долгосрочных казначейских обязательств. Одним из наиболее важных изменений является переход Чикагской торговой палаты к работе в ночное время. В соответствии с возрастающей очевидностью в круглосуточной торговле фирма Telerate объединила свои усилия по разработке круглосуточных, полностью автоматизированных глобальных торговых систем с фирмой Index Holding Ltd. Эти системы будут функционировать на любой фондовой бирже, заинтересованной в увеличении длительности своего рабочего дня.

Другой вопрос, имеющий потенциальное значение, — доступность цен. Главное бюджетно-контрольное управление США дало рекомендации, согласно которым цены Казначейства для межбиржевых брокеров должны быть более доступными широкой аудитории. Хотя участники рынка и ожидают, что случится, они чувствуют, что это будет, видимо, нечто много большее, чем увеличение объема доступной информации, позволяющей изменить способ торговли на рынке.

Ситуация с иностранными инвестициями в долгосрочные казначейские обязательства также снова изменилась. Многие страны не увеличивают суммы контрактов по сделкам на срок по казначейским векселям США, как они это делали ранее.

В целом этот рынок будет продолжать развиваться. Мария Фьорини Рамирес, директор-распорядитель и экономист рынка краткосрочного капитала фирмы Drexel Burnham Lambert, предсказывает сокращение числа игроков на рынке при одновременном усилении остающихся. "В наступающие годы основные игроки будут обладать более значительными собственными средствами. Времена работы на рынке только потому, что это престижно, прошли. Игроки с глубокими карманами, вырезавшие себе ниши — единственные, кто будет всем заправлять".

"Действительно, некоторые трейдеры полагают, что наступит кризис, который вынудит США к эмиссии национального долга, а это приведет к уменьшению объема выпуска государственных ценных бумаг. Количество игроков на этом рынке уже начало уменьшаться, так как коэффициент доходности достиг точки нулевой прибыли".

¹ Специалисты по прогнозу рыночной конъюнктуры.

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ АКЦИЙ

К развивающимся рынкам акций относятся рынки, возникающие в странах третьего мира. Филиалом Международного банка реконструкции и развития, Международной финансовой корпорацией (МФК) была собрана и проанализирована информация о функционировании данных рынков акций начиная с 80-х годов. Цель этой работы — мониторинг и содействие развитию рынков акций в качестве средства, способствующего финансированию экономики развивающихся стран. МФК издает ежегодник, содержащий статистическую информацию о развивающихся рынках акций.

С 1987 г. число анализируемых МФК рынков акций увеличилось с 10 до 17. При анализе показатели приводятся в долларах США и рассчитываются исходя из базы данных МФК по развивающимся рынкам акций. Информация по капитализации развивающихся рынков акций за период с 1981 по 1991 г. приведена в табл. 18.7.

При расчете показателей по развивающимся рынкам акций в период с 1981 по 1987 г. МФК использовала метод равновзвешенных индексов на среднее изменение стоимости акций на каждом рынке¹. Этот метод использовался вместо метода взвешивания капитализации рынка, потому что он дает равный вес на оборот как от малых, так и от больших фондов акционерного капитала. Данные индексы рассчитывались с целью учета огромной разницы между пользующимися наибольшим спросом акциями на некоторых развивающихся рынках. Начиная с 1987 г. МФК применяет систему индексов взвешенной капитализации рынка. Эта система сопоставима с методом расчета индексов, применяемым для важнейших рынков акций. Она также имеет то преимущество, что позволяет осуществлять полный пассивный (беспроцентный) контроль и регулирование инвестированного портфеля активов.

Объем и рост

Термин “развивающиеся рынки” охватывает три типа рынков акций: 1) старые, давно созданные рынки (Греция, Испания, Аргентина, Бразилия, Индия, Зимбабве); 2) рынки, развившиеся частично вследствие специфических ситуаций и обстоятельств (Гонконг и Сингапур — благодаря их роли региональных финансовых центров на Дальнем Востоке; Иордания — благодаря притоку денег ОПЕК); 3) новейшие рынки, возникшие на базе быстрого экономического роста и нуждающиеся, в целях обеспечения дальнейшего расширения, в финансовом развитии и модернизации (Южная Корея, Тайвань, Филиппины, Индонезия)².

Совокупный показатель капитализации развивающихся рынков акций, по состоянию на конец 1991 г., был равен 642 млрд. долл. (см. табл. 18.7), что составляет приблизительно 5,65% от общемирового объема, включающего еще и 23 рынка акций промышленно развитых стран. Самый высокий показатель капитализации рынка в 1991 г. был отмечен на о. Тайвань (свыше 124 млрд. долл.). Второе и третье места соответственно занимали Мексика (98 млрд. долл.) и Южная Корея (96 млрд. долл.).

¹ International Finance Corp. Emerging Markets Factbook (1992): 6.

² Это деление на три группы частично основано на работе В. Эррунзы (V. Errunza), “Emerging Markets: A New Opportunity for Improving Global Portfolio Performance”, Financial Analysts Journal (September–October, 1985): 51–52.

ТАБЛИЦА 18.7 КАПИТАЛИЗАЦИЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ АКЦИЙ В ПЕРИОД 1981–1991 ГГ., МЛН. ДОЛЛ. США

Рынок	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Аргентина	974	1 386	1 171	2 037	1 591	1 591	2 025	4 225	3 268	18 509
Бангладеш	34	48	87	113	186	405	430	476	321	269
Бразилия (Сан-Паулу)*	10 249	15 102	28 995	42 768	42 096	16 900	32 149	44 368	16 354	42 759
Чили*	4 395	2 599	2 106	2 012	4 062	5 341	6 849	9 587	13 645	27 984
Колумбия*	1 322	857	762	416	822	1 255	1 145	1 136	1 416	4 036
Коста-Рика	—	118	156	195	246	—	—	—	—	311
Кот д'Ивуар	321	248	237	302	332	458	437	531	1 549	567
Египет (Каир)	654	1 106	1 691	1 382	1 716	2 150	1 760	1 713	1 835	—
Греция*	1 923	964	766	765	1 129	4 464	4 285	6 376	15 228	13 118
Индия (Бомбей)*	7 058	7 178	6 370	14 364	13 588	17 057	23 623	27 316	38 567	47 730
Индонезия*	144	101	85	117	81	68	253	2 254	8 081	6 823
Ямайка	177	113	142	266	536	631	796	957	911	1 034
Иордания*	2 845	2 713	2 188	2 454	2 839	2 643	2 233	2 162	2 001	2 512
Кения	—	—	—	—	—	—	474	499	453	638
Южная Корея*	4 408	4 387	6 223	7 381	13 924	32 905	94 238	140 946	110 594	96 373
Кувейт	—	—	—	—	10 108	14 196	11 836	9 932	—	—
Малайзия*	13 903	22 798	19 401	16 229	15 065	18 531	23 318	39 842	48 611	58 627
Мексика*	1 719	3 004	2 197	3 815	5 952	8 371	13 784	22 550	32 725	98 178
Марокко	292	253	236	255	279	357	446	621	966	1 528
Нигерия*	1 458	2 970	3 191	2 743	1 112	974	960	1 005	1 372	1 882
Пакистан*	877	1 126	1 226	1 370	1 710	1 960	2 460	2 457	2 850	7 326
Перу	658	546	397	760	2 322	831	—	930	848	1 135
Филиппины*	1 981	1 389	834	669	2 008	2 948	4 280	11 965	5 927	10 197
Португалия*	92	84	73	192	1 530	8 857	7 172	10 618	9 201	9 613
Шри Ланка	—	—	—	365	421	608	471	427	917	1 998
Тайвань, Китай*	5 086	7 599	9 889	10 432	15 367	48 634	120 017	237 012	100 710	124 864
Таиланд*	1 260	1 488	1 720	1 856	2 878	5 485	8 811	25 648	23 896	35 815
Тринидад и Тобаго	1 357	1 011	843	463	374	388	268	411	696	671
Турция*	952	968	956	—	935	3 221	1 135	6 783	19 065	15 703
Уругвай	24	9	9	15	35	40	24	—	—	44
Венесуэла*	2 415	2 792	—	1 128	1 510	2 278	1 816	1 472	8 361	11 214
Зимбабве*	355	265	176	360	410	718	774	1 067	2 395	1 394
Сложный индекс МФК	63 416	79 770	88 329	111 108	128 609	184 129	351 327	598 789	464 267	634 657
Развивающиеся рынки	66 960	83 22	92 127	115 224	145 164	204 193	368 269	615 286	471 763	642 852
Всего (мировой рынок акций)	2 737 198	3 389 282	3 442 759	4 666 880	6 512 612	7 895 806	9 773 085	11 707 705	9 548 106	11 402 880

* Развивающиеся рынки, включенные в сложный индекс МФК.

— Нет данных

Источник. Международная финансовая корпорация.

Сегментация и сжатие рынков

Исходя из перспектив деятельности международных инвесторов, развивающиеся рынки акций имеют тенденцию функционировать в качестве сегментированных рынков долгосрочного ссудного капитала. На этих рынках для иностранных портфельных инвестиций существует большое число препятствий. К ним относятся: недостаток необходимой информации, различия в методах бухгалтерского учета и контроля капиталов.

По данным Эррунзы (Errunza), “созданию существующего положения на рынках долгосрочного ссудного капитала в развивающихся странах способствовал комплекс уникальных условий, характеризующих их экономику”¹. Эти условия, которые он определяет как “сжатие портфеля активов”, включают в себя религиозные и социальные факторы, оказывающие негативное воздействие на расширение деятельности кредитно-финансовых учреждений; политическую и экономическую нестабильность; неблагоприятную денежно-кредитную и финансово-бюджетную политику (часто ведущую к инфляции); максимальный уровень процентных ставок по займам и банковским депозитам; преференциальный режим, установленный правительствам на эмиссию на рынке ценных бумаг, и недостаток институтов рынка долгосрочного ссудного капитала, а также высокая стоимость размещения займов и операций с ценными бумагами². Результатам этого “сжатия портфеля активов” (давления на портфельные инвестиции) являются:

- 1) недостаток спроса и предложения на выпуск новых акций на первичных рынках;
- 2) неэффективные рынки, на которых курс ценных бумаг не отражает всей доступной информации;
- 3) недостаточная ликвидность рынка акций, за исключением ценных бумаг крупных корпораций;
- 4) неадекватность регулирования рынка, регистрации ценных бумаг и публикации сведений о хозяйственной деятельности фирм.

Исходя из этих условий рынка в развивающихся странах, горизонты прогнозирования для инвесторов оказываются весьма сжатыми. Держатели акций предпочитают получать более высокую премию по текущим доходам от дивидендов, чем от будущих доходов от прироста капитала³. В некоторых случаях акции в развивающихся странах дают более высокий доход, особенно в сравнении с акциями в развитых странах, где сохраняется и реинвестируется существенная доля прибыли. Эррунза, и Розенберг (Rosenberg) обнаружили, что доходы за счет дивидендов на рынках акций отдельных развивающихся стран были выше, чем на рынках акций развитых стран. Однако разница в размере дохода в 80-е годы уменьшилась.

Эррунза и Розенберг, проведя анализ делового и финансового рисков в развивающихся странах, пришли к выводу, что деловой риск в этих странах может быть меньшим, чем в промышленно развитых странах. Финансовый риск, осознанный инвесторами, также может быть меньше⁴. Они объясняют, что меньший уровень делового риска обусловлен менее интенсивной конкуренцией, ролью правительства в содействии финансированию промышленности (субсидии), групповой формой организации и меньшими темпами изменения культуры. Часто группы компаний функционируют во многих отраслях промышленности. Эти объединения фирм могут быть неформальными, основанными на семейных, родственных, дружеских и других связях. Они могут быть и более формальными, когда структура холдинговой компании связывает в одно целое фирмы по производству различных комплектующих изделий. Результатами такой деятельности являются вертикальная и горизонтальная интегра-

¹ V. F. Errunza. “Gains From Portfolio Diversification into Less Developed Countries Securities”, *Journal of International Business Studies* (Fall/Winter, 1977): 94.

² Errunza, pp. 94–95.

³ V. B. Errunza and Barr Resenberg. “Investment in Developed and Less Developed Countries”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (December 1982). 753–755.

⁴ Ibid., 753.

ция, оживление диверсификации и уменьшение риска. Усиление экономической активности ведет к разделению рынков между группами фирм, приводит к созданию монополий и захвату рынков промышленными фирмами других отраслей. В этих условиях инвесторы могут определить степень финансового риска, который под воздействием системы соответствующих рычагов может быть низким.

Основные показатели

Развивающиеся рынки акций предоставляют международным инвесторам большие возможности, но в то же время ставят перед ними проблемы. В табл. 18.8 приведена информация по основным показателям, характеризующим развитие рынков акций в отдельных странах. Страны, предоставляющие прибыль выше среднего уровня (особенно Чили, Южная Корея, Филиппины и Тайвань, обеспечивают хорошие условия для инвестиций (см. табл. 18.8, колонка 2). При этом слабая корреляция с рынком акций США (колонка 4) означает возможность значительного уменьшения риска. В шести случаях корреляция превышает 0,25 и только в двух (Мексика и Таиланд) этот показатель составляет 0,54.

Эти рынки продолжают создавать проблемы для крупных учреждений-вкладчиков. Как видно из графы 5, ликвидность рынков низкая, то же самое относится и к обороту (графа 6). С точки зрения крупных учреждений — вкладчиков достаточный оборот имеют менее половины стран, указанных в табл. 18.8. В одном случае (Индия) малый оборот распределяется среди 6000 зарегистрированных компаний (см. дополнение 18.8). Во многих случаях эти рынки создают проблемы также в связи со значительными налогами при уплате процентов и выплате дивидендов. В большинстве стран, перечисленных в табл. 18.8, налоги на выплаты по процентным ставкам и дивидендам колеблются в пределах от 10 до 35%.

Усилия по совершенствованию развивающихся рынков акций

На протяжении прошедшего десятилетия предпринимались усилия по совершенствованию развивающихся рынков акций. Центральную роль в этом процессе играла МФК. Сильным стимулом для усиления совершенствования развивающихся акций стало начало кризиса международной задолженности, когда стало ясно, что развивающимся странам требуются большие объемы вложений капитала с риском, чем они получали по среднесрочным ссудам международных банков.

Усилия МФК были в основном направлены на следующее: а) содействие в обеспечении более полной информацией о состоянии и тенденциях развивающихся рынков акций; б) учреждение инвестиционных фондов, направляющих иностранный капитал для инвестирования развивающихся рынков. В результате были созданы Фонд развивающихся рынков и другие региональные фонды. Оба направления деятельности МФК были нацелены на интеграцию развивающихся рынков акций в мировой рынок акций.

Отдельные страны оказали влияние на развитие своих собственных рынков акций. В целом они ввели в действие законодательство, обеспечивающее более эффективное регулирование рынков акций и торговли на них. Кроме того, они способствовали развитию учреждений-вкладчиков (пенсионных фондов и взаимных фондов акций), обеспечивающих институциональную основу этого рынка. Некоторые страны поощряли иностранные портфельные инвестиции с помощью специальных механизмов (иностраннные инвестиционные фонды). В конце концов некоторые страны стимулировали преобразование своего внешнего долга (владельцами которого являются международные банки) в долларовом исчислении в акции местных компаний. Это ведет к увеличению спроса на акции, что обеспечивает дополнительные финансовые ресурсы корпорациям за счет выпуска новых акций.

Дополнение 18.8 РЫНКИ ДОЛГОСРОЧНОГО ССУДНОГО КАПИТАЛА В ИНДИИ

В 50-е годы индийские рынки долгосрочного ссудного капитала помогли мобилизовать финансовые ресурсы для корпоративного сектора. Затем важность этих рынков уменьшилась из-за того, что стали более доступны субсидируемые кредиты коммерческих банков и банков развития. К тому же обыкновенные акции выпускались по ценам значительно более низким, чем их рыночная стоимость, рынок долгосрочного ссудного капитала испытывал недостаток ликвидности, а предпринимаемые инвесторами меры безопасности были неадекватными.

Реформа Закона о правилах финансовых операций с иностранной валютой в начале 70-х годов ограничила экспансию компаний, находящихся в иностранной собственности или под иностранным контролем. В ответ на это многие из упомянутых фирм приняли решение о перерегистрации в качестве индийских компаний. Эта тенденция привела к выпуску значительного объема акций подобных фирм по низким ценам. Выздоровление рынка продолжалось в 80-е годы благодаря введению различных мер по стимулированию спроса и предложения. К побудительным мотивам для выпуска новых акций и эмиссии долговых обязательств относились: снижение ставки налога на прибыль корпораций для компаний, акции которых были зарегистрированы на фондовой бирже; фиксирование разрешенной ставки процентов по долговым обязательствам на уровне более высоком, чем по срочным депозитам, но более низком, чем по банковским займам. Правительство также разрешило использование кумулятивных, конвертируемых привилегированных акций и связанных с простыми акциями долговых обязательств. Кроме того, инвесторам были предоставлены значительные налоговые стимулы.

Рост индийских рынков долгосрочного ссудного капитала в 80-е годы производит сильное впечатление. Капитализация рынка акций на Бомбейской фондовой бирже возросла с 11,8 млрд. долл. в конце 1980 г. до 19,4 млрд. долл. в 1987 г.; средние показатели капитализации сохранялись на уровне приблизительно эквивалентом 6,5% ВВП. Общее число фирм, акции которых были зарегистрированы на всех индийских фондовых биржах, вместе взятых, увеличилось с 2114 в 1981 г. до 6017 в 1987 г. Также увеличился объем выпуска долговых обязательств. Однако были зафиксированы различные злоупотребления, такие как, например, использование вводящих в заблуждение биржевых проспектов¹ и незаконные сделки с ценными бумагами с использованием конфиденциальной информации. К тому же обработка новых выпусков была сопряжена с неприятными задержками с размещением акций. Причина этого — значительное превышение объема привлеченных средств над объявленной суммой подписки на ценные бумаги из-за их низких цен.

Для надзора и регулирования рынков ценных бумаг в Индии в апреле 1988 г. был создано Управление по ценным бумагам и биржам. В августе 1988 г. для классификации эмиссии ценных бумаг было основано кредитное бюро, предоставляющее за плату сведения о фирмах и определяющее кредитоспособность заемщика или качество ценных бумаг. В январе 1989 г. были опубликованы для рассмотрения предложения относительно: назначения финансовых учреждений или физических лиц, осуществляющих котировки ценных бумаг на вторичном рынке, предлагающих курс покупателей и курс продавцов; ответственности биржевых брокеров за вложение капитала в компании до их регистрации на фондовой бирже; разрешения банкам и другим кредитно-финансовым учреждениям вести операции с фондовыми ценностями; создания вторичного рынка ценных бумаг для малых предприятий с менее обременительными условиями регистрации ценных бумаг на бирже.

Эти меры предлагались для улучшения ликвидности рынка, прозрачности, а также обеспечения адекватной защиты инвесторам.

Источник. Международный банк реконструкции и развития.

¹ Издаются при выпуске акций или облигационного займа.

ТАБЛИЦА 18.8 ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ АКЦИЙ

Страна	Рыночная капитализация ¹	Кумулятивная общая прибыль, долл. США ²	Среднеарифметическое отклонение от прибыли ³	Корреляция с рынком США ⁴	Оборот, млрд. долл. США	Процент капитализации	Процент допустимой ошибки в 1987 г.	Число компаний с капиталом 50 млн. долл. США и более	Доля рыночной капитализации, приходящихся на акции 10 крупнейших фирм	Налог с процентного дохода, распределяемого среди держателей акций, %	Налог с сумм дивидендов, распределяемых среди держателей акций, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	11
Аргентина	18,5	125	22,5	0,09	0,3	20	38,0	—	70,7	20,0%	17,5%
Бразилия	42,7	99	17,2	0,12	9,6	56	7,0	—	31,9	15	15
Чили	27,9	546	10,3	0,40	0,5	8	17,0	—	49,3	35	35
Мексика	98,1	366	24,1	0,54	16,7	130	14,0	25	55,0	0	0
Индия	47,7	148	7,1	-0,03	2,8	18	26,0	21	21,2	10	10
Южная Корея	96,3	482	6,9	0,27	24,9	76	17,0	—	31,2	25	25
Малайзия	58,6	103	10,6	0,71	3,8	26	24,0	27	36,0	20	0
Филиппины	10,1	1074	11,5	0,43	1,5	52	18,0	—	62,6	15	15
Тайвань	124,8	452	15,2	0,17	84,1	175	23,0	24	35,5	20	20
Таиланд	35,8	341	8,7	0,54	4,6	85	17,0	—	32,2	15	10
Греция	13,1	273	10,0	0,19	0,4	9	11,0	—	47,3	10	42
Иордания	2,5	135	4,1	0,16	0,4	15	10,0	—	54,9	нет	нет
Нигерия	1,9	39	23,0	0,09	0,0	—	9,0	—	52,7	15	15

¹ Данные относятся к 1987 г., кроме 1, 4, 7, 9, 10 и 11 колонок, где приводятся данные за 1991 г.

² 1984 г. = 100, данные приводятся за период по март 1988 г.

³ Отклонение от общей прибыли рассчитано за пятилетний период (1983—1987 гг.).

⁴ Данные приводятся за тот же самый период, что и в сноске 3.

Для американских учреждений-вкладчиков.

Источник. Emerging Markets DataBase, International Finance Corporation.

Дополнение 18.9 РЫНКИ АКЦИЙ ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ — ГОРЯЧИЙ 1991 ГОД

За период в 12 месяцев, с августа 1990 г. по август 1991 г., рынки акций в Латинской Америке сделали резкий рывок вперед (см. таблицу). Реформы, освобождающие рынки от ограничений, проведенные во всех странах Латинской Америки, повысили эффективность их рынков и привлекли иностранный инвестиционный капитал.

В Мексику инвесторов привлекли проводимые президентом Карлосом Салинасом де Гортари (Carlos Salinas de Gortari) реформы (приватизация, снижение тарифов, уменьшение бюджетного дефицита). В течение 12 месяцев, к августу 1995 г., объем мексиканского рынка акций вырос более чем вдвое. Чили гордится самой современной рыночной экономикой во всей Латинской Америке: экономические реформы, проведенные в 80-е годы, полностью себя оправдывают. Более всего успех реформ отражается в снижении внешнего долга и диверсификации сектора внешней торговли. Кроме этого, за предшествующий августу 1995 г. пятилетний срок объем рынка акций Чили вырос более чем на 500%.

В Аргентине необходимые реформы проводились медленнее. Ожидается, что вводимая в действие новая налоговая система будет способствовать взятию бюджета под контроль. Экономические проблемы Бразилии мешают некоторым из соседних стран. Тем не менее президент Фернандо Коллор де Мелло (Fernando Collor de Mello) проявил готовность решить проблемы путем конституционных реформ. В августе 1991 г. объем продаж на рынке акций Бразилии был на том же уровне, что и 7 лет назад.

ОСНОВНЫЕ ДАННЫЕ ПО ЧЕТЫРЕМ ЛАТИНОАМЕРИКАНСКИМ РЫНКАМ АКЦИЙ

	Рост рынка акций	Капитализация рынка, млрд. долл.	Валовой внутрен- ний продукт в 1990 г., млрд. долл.	Капитализация как доля ВВП, %
Чили	136%	27,5	28	99
Мексика	107	81,4	227	36
Аргентина	237	11,6	111	11
Бразилия	38	35,1	522	7

За период с августа 1990 г. по август 1991 г.

Источник. Fortune, Oct. 7, 1991.

Примером страны, стимулировавшей рост своего рынка акций частично за счет обмена внешнего долга на паевые вложения в акции, является Чили (см. дополнение 18.9). Подобным же образом значительно расширился, по сравнению с 1989 г., рынок акций Мексики, в результате проведения более позитивных экономических реформ, обмена долга и более открытой экономической политики по отношению к остальному миру, а также подготовки к заключению соглашения о создании Северо-американской зоны свободной торговли с США и Канадой (НАФТА),.

Содействие совершенствованию развивающихся рынков акций с помощью индексов фондовых бирж

Группа Barings, штаб-квартира которой находится в Лондоне, является холдинговой компанией, состоящей из торгового банка Baring Brothers & Company Limited, а также фирм Baring Securities Limited и Baring Asset Management Limited. Данная группа имеет свои отделения по всему миру, и почти половина ее директоров и сотрудников находится за пределами Великобритании. Мировая сеть контор группы Barings показана на карте на следующей странице.

Baring Securities — одна из ведущих биржевых брокерских компаний, работающих на развивающихся рынках акций, а ее региональные группы охватывают все важнейшие развивающиеся страны. Дополнительно Barings предоставляет услуги в торговле, на производных и первичных рынках акций, по обеспечению (исключая инвестиционные фонды закрытого типа).

Индекс развивающихся рынков фирмы Baring Securities начал исчисляться с октября 1992 г. методом взвешивания капитализации рынка на основе 264 акций 14 стран. Он действует как критерий качества работы международных инвесторов на развивающихся рынках.

Индекс фирмы Baring Securities позволяет инвесторам сопоставлять характеристики рынка. Эти характеристики приводятся на рис. 18.2, где данный индекс сопоставляется с индексом EAFE (неамериканские рынки) и индексом курсов ценных бумаг (по 500 компаниям) фирмы Standard and Poor's (США) за 1987—1993 гг.

В табл. 18.9 показаны значения индекса развивающихся рынков фирмы Baring Securities по странам по состоянию на апрель 1994 г. Покрывтие ограничено в странах, куда имеют доступ не местные инвесторы. Этот вес отражается в колонке, показывающей относительное (в %) значение наличной капитализации рынка и в колонке, где приводится наличный потенциальный доход (в долларах США). Другие индексы развивающихся рынков имеют более широкий охват, но при этом они учитывают страны, где участие иностранных инвесторов сдерживается в узких границах.

Кроме того, индекс фирмы Baring Securities имеет строгие критерии ликвидности, как на уровне акций, так и на уровне страны. На уровне страны критерий подразумевает минимальный годовой объем торговли в 2 млрд. долл., а на уровне акций — минимальное свободное колебание в 10% и минимальный дневной объем торговли в 10 тыс. долл.

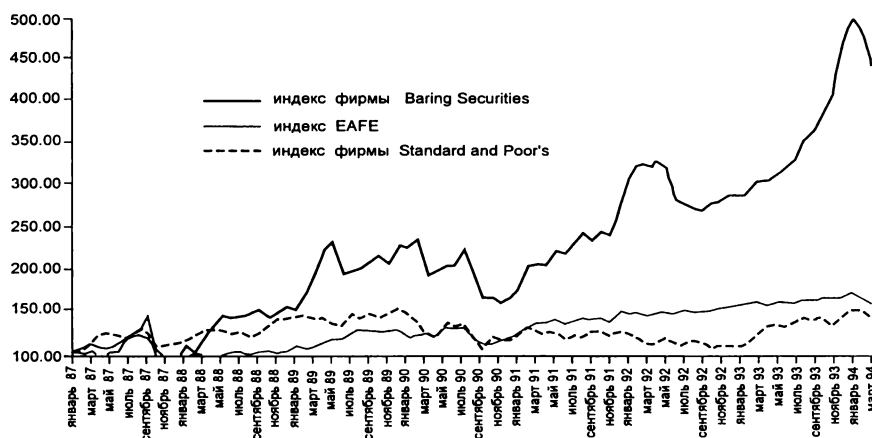


РИС. 18.2. СОПОСТАВЛЕНИЕ ЗНАЧЕНИЙ ИНДЕКСОВ ФИРМ BARING SECURITIES, STANDARD AND POOR'S, EAFE ЗА ПЕРИОД С ЯНВАРЯ 1987 Г. ПО ДЕКАБРЬ 1993 Г.

Источник. Baring Securities, Inc.

ТАБЛИЦА 18.9 ВЕСА ИНДЕКСА ФИРМЫ BARING SECURITIES ПО РАЗВИВАЮЩИМСЯ РЫНКАМ, ПО СОСТОЯНИЮ НА 30 АПРЕЛЯ 1994 Г.

Страна	Число ценных бумаг	Вес индекса, %	Наличный индекс потенциального дохода, долл. США	Общий индекс потенциального дохода, млн. долл. США	Наличная капитализация рынка, %
Аргентина	19	7,80	11 878	33 270	35,7
Бразилия	21	14,68	22 073	44 575	49,5
Чили	12	6,34	9 539	25 280	37,7
Греция	14	1,85	2 783	5 788	48,1
Индонезия	20	2,15	3 240	19 787	16,4
Корея	23	3,99	8 004	65 740	12,2
Малайзия	22	15,79	23 736	81 588	29,1
Мексика	24	25,45	38 273	83 000	46,1
Пакистан	10	0,74	1 106	3 276	33,8
Филиппины	11	3,32	4 998	13 627	36,7
Португалия	14	3,08	4 625	9 724	47,6
Тайвань	30	6,70	10 075	101 806	9,9
Таиланд	22	7,43	11 177	56 370	19,8
Турция	22	0,57	858	3 529	24,3
Азия	138	40,23	60 338	342 193	17,7
Европа	50	5,50	8 265	19 008	43,5
Латинская Америка	76	54,27	81 762	186 125	43,9
Общая емкость рынка	264	100,0	150 647	547 326	27,5
Китай	26		2 593	3 106	83,5
Индия	24		8 327	35 315	23,6

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Между крупнейшими рынками акций установились устойчивые связи, но это необязательно означает, что эти рынки полностью интегрированы. В лучшем случае рынки акций интегрированы частично. К тому же, лидирующие рынки облигаций могут демонстрировать весьма независимые показатели деятельности.

Десятилетие 80-х годов стало свидетелем “нового пробуждения” в области международных портфельных инвестиций. Рост международных портфельных инвестиций стал результатом: дерегулирования¹ финансовых рынков; стремления институциональных инвесторов повысить степень эффективности своей деятельности; перехода к плавающим курсам; увеличения объема знаний и литературы, касающихся возможностей международных инвестиций; модернизации национальных фондовых бирж; возросшей ликвидности мирового рынка; возникновения значительных дефицитов и активных сальдо платежных балансов в различных странах.

Удельный вес национальных рынков в капитализации мирового рынка изменялся вследствие: взаимных колебаний обменных курсов национальных валют; допуска

¹ Сокращения объема вмешательства государства в экономику.

ценных бумаг новых фирм на фондовые биржи; приватизации; различий в тенденциях развития национальных экономик. Национальные рынки акций отличаются друг от друга по следующим параметрам:

- роль брокеров и дилеров;
- форма собственности фондовых бирж и регулирование их деятельности;
- членство в фондовых биржах и методы установления уровня цен.

В глобальном масштабе агрегированная курсовая стоимость рынков облигаций несколько больше, чем совокупная стоимость рынков акций. Сектор мирового рынка облигаций отличается наибольшими темпами роста. Основные причины для осуществления капиталовложений на рынке облигаций связаны с его большим, по сравнению с рынком акций, объемом, уникальными возможностями получения прибыли и снижения рисков ликвидности.

Под развивающимися рынками акций в основном подразумеваются рынки стран третьего мира. Информацию о состоянии данных рынков собирает и публикует Международная финансовая корпорация. Некоторые из развивающихся рынков страдают от «сжатия» портфелей активов, что обусловлено более низким спросом и предложением выпусков новых акций, недостаточной ликвидностью, неадекватными методами регулирования и объемами публикуемых сведений о деятельности фирм. Тем не менее эти рынки могут предоставить прибыль выше среднего уровня, а также возможности по снижению рисков.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Сравните и сопоставьте опыт и структуру международных инвестиций в XIX и XX веке.
2. Что является лучшим доказательством того, что международные портфельные инвестиции пережили сильный рост с конца 70-х годов?
3. Какие факторы или тенденции объясняют рост международных портфельных инвестиций?
4. Почему объем международных портфельных инвестиций не столь велик, как объем внутренних капиталовложений?
5. Объясните, как инвесторы используют индексы ведущих рынков акций.
6. Почему индивидуальные и институциональные инвесторы могут осуществлять международные инвестиции различными способами (используя разные каналы или инструменты)?
7. Один американский инвестор купил в Нью-Йорке американские депозитные квитанции европейской фирмы по 35 долл. за акцию. Торговля акциями этой фирмы осуществляется во Франкфурте. Обменный курс — 0,5 долл. за 1 немецкую марку. Какова будет цена основных акций в марках? Какой должна быть цена в марках, если обменный курс достигнет уровня 0,7 долл. за марку, а цена американской депозитной квитанции в Нью-Йорке — 42 долл.?
8. Почему важно регулирование рынка акций? Является ли это фактором для международных инвесторов?
9. Как вы думаете, почему капитализация швейцарского рынка акций меньше, чем американского (в долларовом выражении), но больше, как доля ВВП (в %)?
10. Почему иностранные фирмы регистрируют свои акции в Нью-Йорке? Почему фирмы США регистрируют свои акции во Франкфурте?

11. Выберите один из десяти лидирующих рынков акций и опишите, сколько найдете, параллели между развитием и структурой рынка, с одной стороны, и социально-экономическими условиями этой страны, с другой.
12. Французский инвестор может купить долгосрочные казначейские обязательства США. Исходя из условий на рынке облигаций и валютных рынках США и Франции в настоящее время определите, выгодна ли это покупка?
13. Как вы думаете, почему объем мирового рынка акций остается меньше объема мирового рынка облигаций?
14. Могут ли глобальные рынки облигаций предложить международным инвесторам важные преимущества? Объясните.
15. Что подразумевается под развивающимся рынком? Подобные рынки по отношению к лидирующим рынкам являются более или менее рискованными?
16. Что такое “сжатие портфеля”? Как оно воздействует на международного инвестора?
17. Нижеприведенная таблица отражает процентный доход по долгосрочным государственным облигациям на рынках облигаций в отдельных странах.

Страна	Доход, получаемый до срока погашения облигаций
США	8,1
Германия	9,2
Великобритания	10,5
Франция	8,9
Нидерланды	7,7

- А. Следует ли американским инвесторам отбирать главным образом облигации с более высоким доходом (например, английские и немецкие)? Да или нет, и почему?
 - Б. Существуют ли какие-нибудь теоретические или практические причины, которые могут объяснять, почему доход по государственным облигациям в разных странах отличается по величине?
 - В. Могли бы вы, отвечая на предыдущий вопрос, предложить какую-нибудь инвестиционную стратегию? Объясните.
18. Г-н Смит купил немецкие государственные облигации номинальной стоимостью 10 млн. немецких марок по цене 96. На момент покупки обменный курс доллар/марка был на уровне 0,6 долл. за 1 марку. Годом позднее г-н Смит дал распоряжение своему нью-йоркскому брокеру продать эти облигации. Они продаются по 98, при обменном курсе 0,36 долл. = 1 марка. Проценты были получены несколько недель назад (номинальный процентный доход по облигациям — 7%), при этом полученные средства были конвертированы в доллары по курсу 0,57 долл. за 1 марку.
- А. Каковы общие долларовые прибыль/потери от этой операции?
 - Б. Какая часть связана с доходом в виде процентов, прибылью/потерями за счет колебаний валютного курса, доходами от прироста капитала¹ или потерями от понижения рыночной ценности активов?

¹ Как результат роста рыночной стоимости активов.

Случай 1. "ИНВЕСТИРОВАНИЕ В НОВОЙ ЕВРОПЕ"*(Investor's Magazine 1989, июль)***Новая Европа в 1992 г.**

К 1992 г. двенадцать стран, входящих в Европейское Сообщество (Бельгия, Дания, Франция, Греция, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Испания, Великобритания и Германия), объединятся, создав единую интегрированную экономику. Их цель — создание одного из мощнейших в мире экономического блока. Благодаря удалению множества барьеров, по-прежнему затрудняющих обмен товарами, услугами и ресурсами, деловые и финансовые операции в любом месте Европы можно будет рассматривать как "местное дело". В 1992 г. не будет неприятных задержек на таможне, пограничных проверок или других препятствий перемещению людей, товаров и денег.

Создание единого рынка приведет к увеличению конкуренции и экономической эффективности. Экономисты ЕС утверждают, что благодаря либерализации годовые объем производства и доход увеличатся на 240 млрд. долл. Объем производства ЕС станет почти эквивалентным аналогичному показателю США, и, может быть, перегонит его после 1992 г. в достаточно сжатые сроки. Население ЕС будет больше, чем США, что делает Европу наиболее "желанной" рыночной экономикой в мире.

Возможности и риски инвесторов

Изменения, сопровождающие быстрое превращения Европы в единый рынок, смогут предоставить инвесторам много возможностей. Многие обозреватели считают, что введение в 1988 г. европейского биржевого курса отвечает эйфории, связанной с созданием единого рынка. За двенадцать месяцев, предшествующих июлю 1989 г., объем отдельных европейских рынков акций вырос на 25—50% (Бельгия, Нидерланды, Франция и Германия). Имело место значительное число слияний фирм из различных европейских стран, что демонстрирует существующие для инвесторов возможности в этой области.

Одновременно с ясно обозначенными возможностями существуют и риски. Один из рисков — рост доллара США по отношению к европейским валютам. Другой — возможность того, что экономический спад в США может "потянуть" за собой экономики европейских стран. При этом европейский рынок акций может пострадать в той же мере, как и североамериканский рынок акций.

Альтернативные стратегии

Североамериканским инвесторам, желающим извлечь прибыль из движения к единому рынку, доступно несколько стратегий. К их числу относятся:

1. Покупка наиболее популярных акций, имеющих высокий курс¹.

Крупные европейские компании будут обладать хорошими позициями на едином рынке по извлечению прибыли.

Многие из них являются лидерами в своих странах, и на расширенном рынке смогут занять широкие лидирующие позиции.

2. Диверсифицированные инвестиционные фонды открытого типа.

Инвестиции в крупные инвестиционные фонды открытого типа, владеющие диверсифицированными портфелями ценных бумаг фирм, чьи акции наиболее популярны и имеют высокий курс. На этом пути профессиональные управляющие в области денежно-кредитной политики смогут обеспечить постоянно управляемые и хорошо диверсифицированные портфели подобных акций.

3. Фонды, специализирующиеся на одной стране.

Инвестиции в инвестиционные фонды закрытого типа, специализирующиеся на отдельных европейских странах. Операции, проводимые этими фондами, часто, как минимум, безубыточны. На этом пути возможно создание диверсифицированных портфелей акций с ориентацией на одну страну.

¹ Обычно ведущих компаний (blue chips).

Случай 1. "ИНВЕСТИРОВАНИЕ В НОВОЙ ЕВРОПЕ" (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

ТАБЛИЦА 1 СОПОСТАВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ США И ЕС

	США	ЕС
Население, млн. человек	242,7	322,8
Валовой внутренний продукт, млрд. долл.	4839	4549
Уровень безработицы, %	5,5	11,2
Инфляция (годовые темпы), %	4,4	4,4
Рост ВВП (1984—1988 гг.), %	4,3	2,8
Количество телевизоров на 100 человек	63,5	30,5

ТАБЛИЦА 2 ЕС: АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ПУТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Секция I: Обычные акции				
Фирма	Место торговли	Последняя цена, долл.	Отношение рыночной цены акции к чистой прибыли компании ¹	Отрасль промышленности
Akzo	внебиржевая торговля (ADR) ²	33,00 \$	7,0	Химическая
Banko Bilbao Vizcaya KLM Royal Dutch Airlines	NYSE ³ (ADR)	30,50	13,1	Банковское дело
MAN	NYSE (ADR)	21,75	6,9	Авиакомпания
Nestle	Франкфурт	151,00	15,8	Капитальное оборудование
Philips N. V.	внебиржевая торговля (ADR)	94,75	11,0	Пищевые продукты
Unilever N. V.	NYSE (ADR)	16,75	9,6	Электронная
British Telecom	NYSE (ADR)	62,00	12,5	Потребительские товары
Telefonica	NYSE (ADR)			Средства связи

Секция II: Диверсифицированные инвестиционные фонды открытого типа

Фонд	Предварительная премия, взимаемая инвестиционными компаниями	Последняя цена	12-месячная прибыль	Трехлетняя прибыль
G. T. Europe Growth	4,75	\$17,50	21,7	65,7%
T. Rowe Price International	нет	9,62	17,5	70,2
Scuder International	нет	36,00	15,3	59,0

Секция III: Фонды, специализирующиеся на одной стране

Фонд	Место торговли	Последняя цена, долл.	12 месячная прибыль	Дисконт с чистой добавленной стоимостью
France Fund	NYSE	\$ 10,50	13,8%	8%
Germany Fund	NYSE	7,50	8,5	13
Helvetia Fund	NYSE	9,12	-10,8	15
Spain Fund	NYSE	12,50	-	
UK Fund	NYSE			

¹ В расчете на одну акцию.² Американские депозитные квитанции (обращающийся финансовый инструмент на иностранные акции, депонированные в банке США).³ Нью-йоркская фондовая биржа.⁴ Заносимое на баланс предприятия.

Случай 2. УЛУЧШЕННЫЕ ПОРТФЕЛИ, РАЗРАБОТАННЫЕ УПРАВЛЯЮЩИМИ В ОБЛАСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Ниже вашему вниманию представляются сводки по 13 странам — инвестиционный обзор, составленный экономистами-прогнозистами и управляющими в области денежно-кредитной политики по состоянию на сентябрь 1993 г. Между ними нет полного согласия относительно того, как создавать улучшенный портфель. Однако они согласны в том, что рынки акций, функционирующие наилучшим образом, имеют тенденции располагаться в странах с высокими темпами роста.

У вас также имеется информация относительно подвижек на рынках акций, облигаций и краткосрочного капитала, цен на товары, состояния торговых балансов и обменных курсов за месяцы, вплоть до сентября 1995 г.

Прогноз — реальный рост ВВП, потребительские цены и текущий счет платежного баланса.

1. Какие из стран охваченных прогнозом, демонстрируют возможности для того, чтобы предположить инвестирование в акции? Дайте объяснение вашему ответу.
2. Какие из стран, охваченных прогнозом, демонстрируют возможности для того, чтобы предложить инвестирование в облигации? Дайте объяснение вашему ответу.
3. Выберите одну из 13 стран, предлагающую наименее благоприятные возможности для любого типа инвестиций (в акции или облигации) и дайте объяснение относительно проблем, существующих в этой стране для управляющих портфелями активов.

ТАБЛИЦА 3 ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ТРИНАДЦАТИ СТРАН ПО СОСТОЯНИЮ НА СЕНТЯБРЬ 1993 Г.

Страна	Темпы роста ВВП, %	Прирост объема промышленного производства, %	Индекс цен на потребительские товары	Ставка процента		Торговый баланс, млрд. долл.	Обменный курс национальной валюты по отношению к доллару		Изменение емкости рынка акций, %
				трехмесячная	процентный доход по государственным облигациям		сейчас	год назад	
Австралия	4,7	3,3	1,5	4,8	6,6	+0,2	1,48	1,45	+24
Канада	3,6	4,3	2,0	3,9	7,5	+8,4	1,31	1,27	+22
Франция	2,7	2,8	1,7	6,5	6,2	+10,2	5,70	5,45	+23
Германия	1,4	1,5	3,0	6,1	5,6	25,8	1,65	1,58	+36
Гонконг	5,3	5,9	5,8	—	—	—	7,72	7,70	+71
Италия	0,9	4,9	3,8	8,7	7,8	-9,5	1620	1440	+35
Япония	-0,2	-1,1	0,7	2,0	3,3	+136,2	111	123	-2
Сингапур	4,6	4,9	1,9	—	—	-8,5	1,51	1,52	+46
Южная Африка	3,8	4,4	9,1	—	—	+3,1	4,50	4,32	+12
Испания	0,7	6,5	4,8	8,9	8,2	-16,8	137	114	+36
Швейцария	1,2	6,2	0,4	4,1	4,1	+1,9	1,46	1,41	+31
Великобритания	2,2	2,7	2,6	5,3	6,6	-18,3	0,66	0,64	+13
США	3,1	4,3	2,5	3,3	6,3	-112,1	—	—	+9
Мир в целом									+14

Примечание. Вся информация относится к периоду последних 12 месяцев. Ставки процента — текущие (сентябрь 1993 г.). Информация по рынку акций — изменение за последний год, %. Обменный курс Южной Африки относится к финансовому рэнду.

Источники. Международный валютный фонд и Международный банк реконструкции и развития.

Случай 2. УЛУЧШЕННЫЕ ПОРТФЕЛИ, РАЗРАБОТАННЫЕ УПРАВЛЯЮЩИМИ В ОБЛАСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)**ТАБЛИЦА 4 СОГЛАСОВАННЫЕ ПРОГНОЗЫ ПО ТРИНАДЦАТИ СТРАНАМ (СЕНТЯБРЬ 1993 Г. — СЕНТЯБРЬ 1994 Г.)**

	Темпы роста ВВП, %	Индекс цен на по- требительские товары, %	Торговый ба- ланс (за год)	Изменения в офи- циальных резер- вах за 12 месяцев
Австралия	4,1	3	-1	—
Канада	4,4	1	7	—
Франция	3,5	2	12	+2
Германия	1,7	5	22	—
Гонконг	5,5	7	—	—
Италия	1,3	9	-10	-1
Япония	1,5	1	130	+10
Сингапур	4,9	2	-6	+1
Южная Африка	3,9	8	3	—
Испания	2,5	9	-18	-3
Швейцария	1,6	0	2	+3
Великобритания	2,4	3	-15	+3
США	3,2	6	-120	-15

Краткая библиография

- Black, F. "Universal Hedging: Optimizing Currency Risk and Reward in International Equity Portfolios", *Financial Analysts Journal*, July-August 1989.
- Bruce, Brian R., Heydon D. Traub, and Larry L. Martin. "Global Passive Management", in R. Aliber & B. Bruce eds. *Global Portfolios*. Homewood, IL: Irwin, 1991.
- Errunza, V.F. "Gains From Portfolio Diversification into Less Developed Countries Securities", *Journal of International Business Studies*, Fall-Winter 1977.
- Errunza, V.F. "Emerging Markets: A New Opportunity for Improving Global Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, September-October 1985.
- Errunza, V. and Barr Rosenberg. "Investment in Developed and Less Developed Countries", *Journal of Financial & Qualitative Analysis*, December 1982.
- Fabozzi, Frank J. ed. *Managing Institutional Assets*. New York: Harper & Row, 1990.
- Grossman, Sanford J. and Joseph E. Stiglitz, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, June 1980.

- Hawawini, G. *European Equity Markets: Price Behavior and Efficiency*. New York: New York University, Salomon Center, 1984.
- Ibbotson, Roger G. and Gary P. Brinson. *Global Investing*. New York: McGraw-Hill, 1993.
- Ibbotson, Roger G. and Laurence B. Siegel. "The World Bond Market: Market Values, Yields, and Returns", *Journal of Fixed Income*, June 1991.
- International Finance Corp. *Emerging Markets Factbook*, Annual (1991-1993).
- Levy, H. and M. Sarnat. *Portfolio Investment Selection*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1984.
- Mikesell, Raymond F. *U.S. Private and Government Investment Abroad*. Eugene: University of Oregon, 1962.
- Peat Marwick. *Worldwide Financial Reporting and Audit Requirements*, January 1986.
- Perold, Andre F. and Evan C. Schulman. "The Free Lunch in Currency Hedging: Implications for Investment Policy and Performance Standards," *Financial Analysts Journal*, May-June 1988.
- Roll, Richard. "The International Crash of 1987", *Financial Analysts Journal*, September-October 1988.
- Salomon Brothers. *How Big is the World Bond Market* New York, 1989.
- Sinquefeld, Rex A. "The Gains From International Small Company Diversification," in R. Aliber B. Bruce eds., *Global Portfolios*, Irwin, 1991.
- Solnik, Bruno. *International Investments*. Reading, MA: Addison Wesley, 1991.
- Solnik, Bruno. "An Equilibrium Model of the International Capital Market", *Journal of Economic Theory*, July-August 1974.
- Stulz, R. "The Pricing of Capital Assets in an International Setting: An Introduction," *Journal of International Business Studies*, Summer 1984.
- The Economist, "Economic and Financial Indicators", Sept. II, 1993 p. 103-104.
- Thompson, P., J. Thompson, B. Allworthy and D. Roden. *BZW Equity-Gilt Study*. London: Barclays de Zoete Wedd, 1989.
- United National Center on Transnational Corporations. *International Accounting and Reporting Issues: 1990 Review*, New York, 1991.

Международная диверсификация портфелей

ВВЕДЕНИЕ

В этой главе мы обратимся к теории и практическому применению диверсификации портфелей в глобальном масштабе. Вначале мы рассмотрим упрощенную модель, в которой на примере двух стран мы изучим концепцию диверсификации портфелей. Затем мы обобщим нашу модель и рассмотрим пример, затрагивающий несколько стран. После этого мы изучим понятие рыночной эффективности. И наконец, мы проанализируем результаты нескольких основных исследований всех этих концепций, которые наиболее часто используются в международной деятельности. Мы надеемся, что изучение концептуальных работ поможет нашим читателям лучше понять необходимость международной диверсификации портфелей. Мы рассмотрим диверсификацию не только в общем смысле, но и обратим внимание на несколько важнейших показателей, используемых в работе многих компаний.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Выделить роль и необходимость применения концепций и теории при разработке подходов к осуществлению международных портфельных инвестиций.
2. Получить понимание того, как происходит разработка международных портфелей на основе ключевой информации, касающейся соответствующих доходов, рисков и взаимосвязей доходов по различным ценным бумагам, которые являются компонентами этих портфелей.
3. Оценить влияние международных инвестиций на оценки капитальных активов.
4. Получить понимание и уметь объяснить различия в оценках акций и процентного дохода по облигациям на международном уровне, используя теоретические концепции, такие как рациональные ожидания¹, неприятие риска и теория рынка долгосрочного ссудного капитала.

¹ Основываются на всей информации о текущем и будущем развитии экономической конъюнктуры.

5. Изучить и понять цели и результаты эмпирических исследований, доказывающих необходимость международной диверсификации портфелей акций и других ценных бумаг.
6. Осознать роль облигаций в повышении эффективности международной диверсификации как для портфелей акций, так и для портфелей облигаций.
7. Развить способность проводить самостоятельный анализ стратегий портфельных инвестиций на основании нескольких активов в международном масштабе.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> • теория арбитражного ценообразования • коэффициент "бета" • модель оценки капитальных активов (CAPM) • линия рынка капиталов (CML) • непрерывная торговля • взаимосвязь (корреляция) доходов • ковариация • доминирующий портфель • предельный уровень эффективности • Размещение инвестиционных возможностей (IOL) 	<ul style="list-style-type: none"> • рыночный портфель • стратегия на основе нескольких активов • многострановая модель • оптимальный портфель • длительный период завышенности валютных курсов • отношение рыночной цены акции к чистой прибыли • теория случайных блужданий¹ • рациональные ожидания • безрисковая ставка • органический риск²

МЕЖДУНАРОДНАЯ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ И СТОИМОСТЬ ОСНОВНЫХ ФОНДОВ

В этом разделе мы обратим особое внимание на то, как международная диверсификация оказывает влияние на стоимость основных фондов. Для упрощения нашего изучения мы будем использовать некоторые допущения: а именно: мы предположим, что валютный фактор имеет минимальное значение (система фиксированных валютных курсов в условиях равновесия на рынках зарубежных валют), межгосударственные операции с ценными бумагами не регулируются, и национальные рынки капиталов информационно эффективны.

Двухстрановая модель

Мы рассмотрим модель, разработанную для четырех ценных бумаг и двух стран. Для построения портфеля по этой модели мы располагаем всей необходимой информацией. Эта информация представлена в табл. 19.1. Инвесторам в США доступны ценные бумаги 1 и 2, по которым указаны доходность, риск и взаимосвязи. Инвесторам в Великобритании доступны ценные бумаги 3 и 4. Также представлена ценовая информация об этих бумагах, рыночных ценах, значениях отношения рыночной цены к чистой прибыли, прибыль в расчете на акцию, и по стоимостям этих ценных бумаг. Матрица, показывающая корреляцию и ковариацию этих показателей, также включена в табл. 19.1.

¹ Для определения индекса движения курса акций.

² Риск, свойственный данной системе.

Качество этих двух портфелей ценных бумаг показано в табл. 19.2. В эту таблицу включены как “внутренние” портфели (А и Б), так и международные портфели (В, Г, Д и Е). Соотношение весов ценных бумаг внутри каждого из портфелей — 50×50. Доминирующими оказываются два портфеля, а именно В и Б. Мы можем это утверждать на основании рис. 19.1.

ТАБЛИЦА 19.1 ДОХОДНОСТЬ, РИСК И ВЗАИМОСВЯЗИ В МОДЕЛИ, РАЗРАБОТАННОЙ ДЛЯ ДВУХ СТРАН И ЧЕТЫРЕХ ЦЕННЫХ БУМАГ

	Данные о доходности ценных бумаг, входящих в портфели	Риск	Основные фонды		
			Данные о ценах Отношение рыночной цены к чистой прибыли	Цена	Прибыль на одну акцию
США					
Ценная бумага 1	20	6	10	\$ 200	\$ 20
Ценная бумага 2	10	4	10	\$ 100	\$ 10
Великобритания					
Ценная бумага 3	20	6	5	£ 200	£ 40
Ценная бумага 4				£ 50	£ 10
Матрица корреляции и ковариации					
	1	2	3	4	
1	—	0,70	0,60	0,20	
2	16,8	—	0,30	0,80	
3	21,6	7,2	—	0	
4	6,0	16,0	0	—	

ТАБЛИЦА 19.2 ДОХОДНОСТЬ И РИСК ПО ВСЕВОЗМОЖНЫМ ПОРТФЕЛЯМ, СОСТАВЛЕННЫМ ИЗ ДВУХ ВИДОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Портфель	Состав	Доход	Риск	Отношение рыночной цены к чистой прибыли
А	1 & 2	15	4,62	10
Б	3 & 4	15	3,9	5
В	1 & 3	20	5,37	7,5
Г	1 & 4	15	4,27	7,5
Д	2 & 3	15	4,1	7,5
Е	2 & 4	10	4,27	7,5

Примечание: Метод оценки портфельного риска (стандартного отклонения) описан в приложении к этой главе. Студенты должны постоянно обращаться к материалу приложения при изучении этого раздела и последующих разделов этой главы, в которых упоминается портфельный риск.

Стоимость основных фондов

Перед проведением международных инвестиционных операций стоимости основных фондов объединяются в таблицы, подобные приведенной в табл. 19.1. Отношение рыночной цены к чистой прибыли обычно составляют 10 для США и 5 для Великобритании. Если мы допускаем возможность международных портфелей, то необходимо указать международные инвестиционные потоки. Из всех шести возможных

портфелей, составленных из двух ценных бумаг и показанных в таблице 19.2, доминирующими являются портфели В и Б.

Доминирование (преимущество) портфелей В и Б оказывает влияние на относительную “силу” спроса на ценные бумаги, включенные или не включенные в эти два портфеля. Ценные бумаги 1 и 2 включены в портфель В, а ценные бумаги 3 и 4 включены в портфель Б. Ценные бумаги 2 не входят ни в один из этих портфелей.

На основании всего вышесказанного можно сделать несколько обобщающих выводов. На ценные бумаги 3 будет наблюдаться значительный растущий спрос, так как они включены в портфели В и Б. Это повышение спроса должно привести к повышению цен на ценные бумаги 3, а также к повышению показателей отношения рыночной цены к чистой прибыли.

На ценные бумаги 1 и 4 будет наблюдаться умеренно растущий спрос, так как каждая из них включена в один из так называемых доминирующих портфелей. Этот спрос может привести к умеренному повышению цен на ценные бумаги 1 и 4 и взаимосвязанных с ними показателей отношения рыночной цены к чистой прибыли.

По ценным бумагам 2 будет наблюдаться некоторый спад спроса, так как инвесторы будут стремиться перевести свои денежные средства в портфели, которые не включают ценные бумаги 2. Этот спад приведет к снижению стоимости ценных бумаг 2, а также к понижению показателей отношения рыночной цены к чистой прибыли.

Все изменения в ценах на эти четыре группы ценных бумаг, о которых мы говорили выше, приведут к дальнейшим корректировкам ожидаемой доходности по этим ценным бумагам. Будет наблюдаться понижение ожидаемой доходности по ценным бумагам, цены на которые будут повышаться. И наоборот, повышение ожидаемого дохода будет наблюдаться по ценным бумагам, цены на которые будут падать. Все эти изменения цен и ожидаемой доходности по ценным бумагам будут продолжаться до тех пор, пока не будет достигнуто новое ценовое равновесие на рынке капиталов.

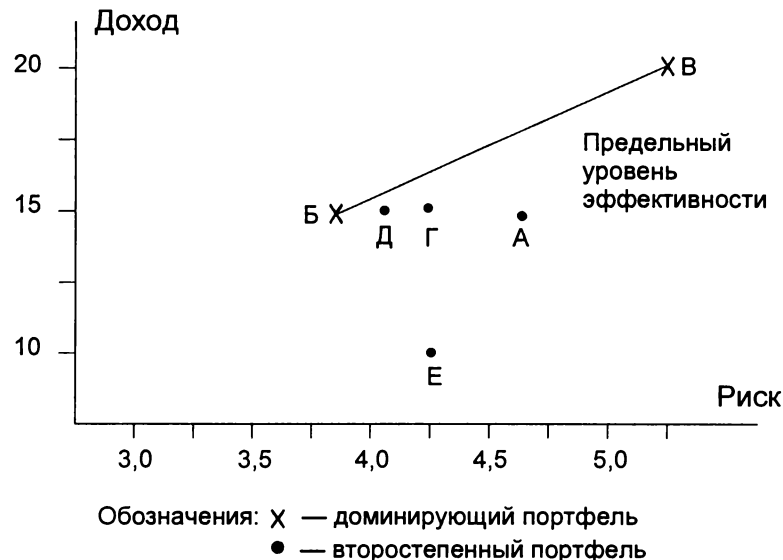


РИС. 19.1. МОДЕЛЬ, ПОСТРОЕННАЯ ДЛЯ ДВУХ СТРАН И ЧЕТЫРЕХ ЦЕННЫХ БУМАГ: ДОМИНИРУЮЩИЕ И ВТОРОСТЕПЕННЫЕ ПОРТФЕЛИ

Источник: Таблица 19.2.

МНОГОСТРАНОВАЯ МОДЕЛЬ

В этом разделе мы рассмотрим основные положения модели оценки капитальных активов¹ (CAPM), а также изучим многострановую модель, которая является усовершенствованной CAPM. В конце мы поговорим о модели арбитражного ценообразования.

Модель оценки капитальных активов

Модель оценки капитальных активов является моделью рыночного равновесия. Благодаря этой модели мы имеем возможность рассмотреть мировые рынки ценных бумаг в упрощенном виде и в то же время не забывать об их основных компонентах. Таким образом мы сможем лучше понять операции, проводимые на этих рынках.

Для построения модели оценки капитальных активов были использованы следующие предположения:

1. Инвесторы уделяют пристальное внимание рискам и доходам. Каждый из инвесторов приемлет риск в большей или меньшей степени и стремится сократить риск в расчете на единицу получаемых доходов.
2. Инвесторы, участвующие в операциях на этих рынках, имеют некоторую точку зрения относительно ожидаемой доходности и риска по всем активам, участвующим в торговых операциях.
3. Инвесторы проводят операции на основе номинальных доходов, деноминированных в валюте той страны их происхождения.
4. Все инвесторы имеют возможность получать кредиты и предоставлять займы под безрисковую ставку доходности.
5. Инвесторы не сталкиваются с трансакционными издержками и налогами.

CAPM приводит нас к заключению, что существует рыночный портфель рискованных активов. Этот портфель включает все активы, с которыми проводятся торговые операции. В условиях равновесия инвесторы имеют в своем распоряжении набор более рискованных и менее рискованных активов. В этот набор могут входить также некоторые активы, свободные от риска. При существовании равновесия ожидаемый доход по каждому отдельному активу должен быть равен сумме безрисковой ставки и премии. Эта рискованная премия пропорциональна ковариации дохода по данному активу и доходности, получаемой по рыночному портфелю ("бета"). Все эти расчеты представлены ниже в уравнении (1), в котором E_i — средний ожидаемый доход по ценной бумаге, RFR — безрисковая ставка, B — "бета" (мера риска), рассчитанная для данной ценной бумаги, M — средний ожидаемый доход по рыночному портфелю ценных бумаг.

$$E_i = RFR + (B \times M)^2. \quad (1)$$

Предположим, что инвестор может получить безрисковую ставку, равную 5%, ожидаемая ставка по рыночному портфелю равна 10%, а "бета" по рискованной ценной бумаге составляет 1,2. Если мы используем представленную формулу, то мы получим, что средний ожидаемый доход по данному рискованному активу равен $5\% + 1,2(10) = 17\%$.

Основная проблема, возникающая при использовании CAPM, заключается в том, что возникает необходимость точного определения рыночного портфеля (активов и их весов). Также эта модель не учитывает тот факт, что инвесторы в разных странах могут использовать в своих операциях различные валюты и иметь различные инвестиционные предпочтения (касающиеся владения активами).

¹ На основе ожидаемого риска и дохода. (Прим. ред.)

² Неточность в первоисточнике: M — не ожидаемая доходность по рыночному портфелю, а ожидаемая премия (дополнительная доходность) за рыночный риск. (Прим. ред.)

Для использования CAPM в реальных условиях осуществления международных инвестиций необходимо согласиться с двумя затруднительными предположениями. Во-первых, инвесторы во всем мире имеют идентичные предпочтения, и во-вторых, во всех странах существует паритет покупательной способности валют (валютные курсы точно отражают различия в темпах инфляции).

Для применения модели CAPM в международной диверсификации требуется использование коэффициента “бета”, который измеряет степень риска относительно мирового рыночного портфеля, отражая изменчивость активов по сравнению с мировым индексом рынка. Однако возникает определенная сложность, связанная с тем, что доход по наиболее рисковым активам в первую очередь находится под влиянием факторов, действующих на внутреннем рынке. Солник¹ нашел решение этой проблемы, разработав многострановую модель.

Многострановая модель

В соответствии с исследованием, проведенным Б. Солником (B. Solnic), каждая ценная бумага находится под влиянием фактора, действующего на внутреннем рынке страны, на который, в свою очередь, оказывает влияние фактор, действующий на мировом рынке. Следовательно, риск, существующий на национальном рынке, можно подразделить на следующие составляющие:

- а) риск, вызываемый действием мирового рыночного фактора;
- б) риск, являющийся специфическим для каждой отдельной страны.

Чувствительность страны к мировому рыночному фактору связана с воздействием множества других факторов, которые включают важность внешней торговли, денежно-кредитную политику, правительственное регулирование экономики и международные потоки капиталов.

Мировой коэффициент “бета” по ценной бумаге (B_{iw}) зависит от внутреннего коэффициента “бета” (B_i), а также от чувствительности внутреннего фактора, влияющего на ценную бумагу, к фактору, действующему на мировом рынке, (B_{iw}). Следовательно, средний ожидаемый доход по каждой ценной бумаге пропорционален мировому коэффициенту “бета” (B_{iw}) и внутреннему коэффициенту “бета” (B_i). Есть все основания говорить о том, что эти взаимосвязи полностью согласуются с основной моделью CAPM.

Модель, разработанная на основе нескольких стран, приводит нас к необходимости изучения подхода “топ-даун”, используемого в международных инвестиционных операциях. В соответствии с этим подходом менеджер портфеля последовательно анализирует общие тенденции в экономике, а затем выбирает перспективную отрасль или компанию. Этот подход предполагает осуществление следующих действий:

1. Прогнозируются доходы и динамика валютных курсов на национальных рынках.
2. Разрабатываются варианты размещения Международных активов с учетом более значительных и менее значительных стран или секторов, данные по которым были получены на этапе 1.
3. Оцениваются Индивидуальные ценные бумаги в рамках национальных рынков.
4. Определяется коэффициент “бета”.
5. Выбираются акции на основании коэффициентов “бета” и прогнозов, касающихся доходов на национальных рынках. Если на фондовом рынке идет игра на повышение, то для такого рынка необходимо выбирать высокие коэффициенты “бета”. Если ожидается рост курса валюты (но нет уверенности

¹ B. Solnic, International Investment (Reading, MA: Addison-Wesley, 1991): 134—137.

по всему рынку), то для таких рынков лучше всего выбирать акции с низким коэффициентом “бета”.

Для того чтобы пояснить использование многострановой модели мы можем составить следующую таблицу. Мы располагаем прогнозами, касающимися безрисковой процентной ставки, доходности на внутреннем фондовом рынке, и также изменений валютных курсов (по отношению к доллару). Что касается выбора более значительных и менее значительных рынков, то здесь ситуация ясна. Прогнозы по доходам, касающихся рынков, на которых ожидается повышение, относятся, прежде всего, к Нидерландам; следовательно, этому рынку в нашем портфеле должно придаваться наиболее важное значение, и должны быть включены облигации с высоким коэффициентом “бета”. По данным прогнозов Франция является страной, на рынках которой повышение идет наименее активно. Однако валютные ожидания указывают на умеренное повышение конъюнктуры рынка. В таком случае управляющий фондом должен придавать Франции наименьшее значение в портфеле и выбирать облигации с низким коэффициентом “бета”. В случае с Италией, прогнозы по которой указывают на значительное повышение конъюнктуры рынка, но нет уверенности по всем валютам в целом, управляющий фондом должен быть готов осуществить валютное хеджирование в тех случаях, где это возможно.

**ИЛЛЮСТРАЦИЯ МОДЕЛИ, РАЗРАБОТАННОЙ НА ОСНОВЕ
НЕСКОЛЬКИХ СТРАН: ПОДХОД “ТОП-ДАУН”**

	Безрисковая ставка	Доходность на внутреннем фондо- вом рынке	Изменение стоимости валют по отношению к доллару
США	5	10	—
Нидерланды	6	14	+5
Франция	9	2	+4
Италия	12	12	–2

Однако многострановая модель, также имеет свои специфические ограничения. Во-первых, с теоретических позиций защищать мировую модель CAPM не так легко. Во-вторых, при определении мирового рыночного портфеля возникают многочисленные проблемы практического характера. И наконец, модель, учитывающая один мировой фактор, не отражает международное поведение цен на акций. Многострановая модель является усовершенствованием, так как в каждом отдельном случае фактор, действующий на национальном рынке, отражает реальное и денежное воздействие на обращающиеся активы на национальном рынке. Эта модель является еще одним этапом, приближающим нас к более полному и комплексному изучению международного поведения цен на акции. Однако и эта модель нуждается в дальнейших доработках и усовершенствованиях. И логическим продолжением этой модели стала разработка теории арбитражного ценообразования (АРТ).

Теория арбитражного ценообразования (АРТ)

Мы начнем изучение арбитражного ценообразования с того, что рассмотрим простую описательную модель, в которой доход по рисковому активу определяется несколькими общими факторами. Теория арбитражного ценообразования касается, в основном, опре-

деления относительной стоимости ценных бумаг, а не мирового рыночного портфеля. Общие факторы, оказывающие влияние на доходы, достаточно разнородны.

В АРТ существует несколько факторов, являющихся общими для всех ценных бумаг и оказывающих влияние на относительные доходы (и цены) этих ценных бумаг. Требуемый уровень доходности по ценной бумаге имеет чувствительность к изменениям каждого из факторов. Для каждого конкретного фактора эта чувствительность (“бета”) может быть выше или ниже по каждой ценной бумаге, что зависит от взаимосвязи этих чувствительностей.

Ожидаемый доход по ценной бумаге является линейной функцией этих коэффициентов “бета”:

$$E(R) = R_0 + B_1RP_1 + B_2RP_2 + \dots + B_kRP_k,$$

где RP_i — рисковая премия, связанная с фактором i ; R_0 — безрисковая ставка.

Необходимо произвести оценку факторов, которые оказывают влияние на доход по ценной бумаге. Простая теоретическая модель, в соответствии с которой можно было бы осуществлять выборку факторов, еще не разработана. Однако аналитики в своей работе чаще всего используют несколько наборов факторов.

1. *Реальные экономические факторы.* Они измеряют экономический рост, промышленное производство и использование энергии.
2. *Денежные факторы.* Они могут включать изменения в процентных ставках или изменения в уровне инфляции.
3. *Внутренние факторы.* Они могут включать переменные, отражающие отклонение внутренней экономики страны от тенденций, являющихся преобладающими в мировом масштабе.
4. *Промышленные факторы.* Эти факторы включают набор факторов, являющихся общими для всех компаний, действующих в одной отрасли (общепромышленные факторы).

РЫНОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ В МЕЖДУНАРОДНОМ КОНТЕКСТЕ

Эффективность и несовершенства рынка

Рыночная эффективность является важным вопросом, оказывающим влияние на потенциальные выгоды, получаемые от международной диверсификации. Если стоимость международных активов устанавливается по законам эффективного финансового рынка, то при формировании таких цен уже была использована вся доступная информация. В результате эти цены основаны на рациональных ожиданиях инвесторов, и инвесторы в такой ситуации будут испытывать трудности при поиске недооцененных ценных бумаг. Следовательно они не смогут достигнуть лучших результатов, чем показывает индекс рынка.

Если мы предположим, что многие институциональные инвесторы, ориентирующиеся на международный рынок, используют в управлении своими портфелями индексный подход (см. следующую главу для обсуждения индексного метода), то мы можем заключить, что доверие этих инвесторов к гипотезе о рыночной эффективности достаточно велико. В качестве альтернативной интерпретации мы можем сказать, что эти управляющие инвестициями минимизируют возможности критики своих портфельных операций благодаря соединению значительной части портфельных средств, находящихся под их руководством, в портфеле, управляемом на основе определенного рыночного индекса.

В результате проведения официальных исследований были получены данные, подтверждающие, что тестирование отдельных крупных финансовых рынков (Нью-Йорк, Лондон, Токио и другие) указало на эффективность этих рынков. Это означа-

ет, что динамика цен на этих рынках полностью соответствует теории случайных блужданий. Хававини в своих работах пошел еще дальше, отметив, что только некоторые из предпринятых исследований были направлены на то, чтобы подтвердить эффективность международных рынков ценных бумаг.

И хотя отдельные национальные фондовые рынки демонстрируют эффективность, на что указывает статистически определенная и измеренная динамика цен, описанная как случайное блуждание, те же самые рынки проявляют определенные недостатки и различия в операциях и структурах.

Фондовый рынок считается информационно эффективным, если при определении стоимости ценных бумаг (активов), обращающиеся на этом рынке, используется вся доступная информация. Однако существуют значительные различия между доступной информацией и полной информацией. Регулирующие органы, такие как Комиссия по ценным бумагам и биржам в США и аналогичные службы в других странах, пытаются сократить расхождение между доступной информацией и полной информацией. Также они стремятся предотвратить незаконное использование закрытой¹ информации. Тот факт, что итальянские или норвежские регулирующие органы не предоставляют в США всю необходимую открытую информацию, еще не обязательно означает, что итальянские и норвежские фондовые рынки менее эффективны, чем рынки США. И если инвесторы в Италии и Норвегии полностью используют информацию, предоставляемую им для определения цен на акции, мы можем утверждать, что рынки этих стран такой же степени эффективны.

Как мы доказали, несовершенства в операциях на фондовых рынках не всегда приводят к тому, что эти рынки считаются менее эффективными. Тем не менее, эти несовершенства очень важны для инвестора. В эти недостатки мы можем включить следующие:

1. Уровень проведения непрерывной торговли. Как уже было отмечено в Главе 18, на некоторых фондовых рынках ценообразование может происходить только однажды, а затем торговые операции продолжаются на основании единой цены, определяемой участниками биржевых сделок в торговом зале биржи голосом или жестом. Следовательно, объем торговых операций на этих рынках ограничен, и эти операции могут происходить только через определенных “делателей рынка”².
2. Концентрация торговых операций может быть достаточно высокой. На некоторых фондовых рынках торговые операции по пяти или десяти наиболее активным акциям могут составлять более половины всего объема рыночных операций. В результате этого объем сделок по большинству зарегистрированных и участвующих в торговых операциях выпусков акций незначителен, вследствие чего цены на эти акции подвержены резким и частым изменениям.
3. Размер рынка и степень капитализации основных акций может быть сравнительно невысока. На некоторых фондовых рынках может быть лишь несколько выпусков акций, объем рыночных операций по которым достаточно велик, что позволяет проводить институциональные торговые операции и не опасаться дестабилизации рынка.

Валютный фактор

Валютный фактор занимает важное положение в вопросе, касающемся эффективности международных рынков. Валютный рынок связывает национальные рынки капиталов и

¹ Закрытая (внутренняя) информация - информация для должностных лиц корпорации, не подлежащая использованию на рынке.

² Брокерская фирма, постоянно котирующая ценные бумаги или товар.

выступает в качестве механизма, способствующего передвижению инвестиционных денежных средств с рынка капитала одной страны на рынки капиталов других стран.

Существуют две противоположные точки зрения, которые не так легко примирить при изучении вопросов, касающихся того, как валютный фактор зависит от эффективности рынков ценных бумаг. Эти точки зрения можно сформулировать следующим образом:

1. Различия по странам в доходах по акциям и облигациям отражают предполагаемые изменения валютных курсов. Следовательно, можно считать, что они соответствуют условиям Международного Эффекта Фишера, касающегося инвесторов, проводящих свои операции на эффективных рынках. В таком случае мы можем сделать вывод о том, что к международным рынкам капиталов применимы условия равновесия и эффективности.
2. Валютные рынки, по своей природе, достаточно нестабильны и подвержены длительным периодам завышенности валютных курсов. Именно поэтому мы можем говорить о том, что международные инвесторы проводят свои операции в ситуациях, которые не соответствуют условиям эффективных рынков. Очень важно и то, что инвесторы работают в условиях, когда рыночное равновесие отсутствует, ввиду чего прогнозирование имеет очень высокий приоритет.

Согласно первой точке зрения, любые изменения в стоимостях на валютных рынках должны рассматриваться только как временные отклонения от эффективности. При этом глобальная эффективность рынков капиталов рассматривается главным образом в связи с вопросом равновесия. Существование равновесия не противоречит возникновению временных (предполагаемых) отклонений от этих условий равновесия. Однако считается, что равновесие всегда очень быстро восстанавливается, если в процесс ценообразования активов рынка капитала включаются новые потоки информации и ожидания, касающиеся валютных оценок.



РИС. 19.2. ИЗМЕНЕНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ, ПРОХОДЯЩИЕ КАК ВЫШЕ, ТАК И НИЖЕ ЗОНЫ РАВНОВЕСИЯ

Вторая точка зрения делает ударение на том факте, что условия на зарубежных валютных рынках характеризуются отсутствием равновесия, а курсы валют имеют тенденцию колебаться не только в пределах, но и за пределами уровней равновесия. Эта тенденция явственно прослеживается на рис. 19.2, на котором мы видим, что валютный курс

повышается и проходит вначале через зону равновесия (обозначенную $P_a P_b$), а затем проходит намного выше указанной зоны равновесия. Впоследствии валютный курс понижается, вновь проходя через зону равновесия и опускаясь ниже этой зоны. Именно такие достаточно длительные периоды завышенности или заниженности валютных курсов чаще всего сбивают с толку составителей прогнозов динамики этих курсов.

Рациональные ожидания и оценка международных активов

Одной из наиболее очевидных непоследовательных характеристик международного управления инвестиционными портфелями является дифференцированная оценка активов рынка капитала. Эта дифференцированность становится особенно очевидной, если мы проведем сравнение показателей отношения рыночной цены акции к чистой прибыли на различных национальных рынках акций, и если мы сопоставим доходности по долгосрочным облигациям на различных национальных рынках облигаций. Существует несколько причин, обуславливающих эту дифференцированную оценку.

Одной из возможных причин, вызывающих необходимость дифференцированной оценки стоимости активов на международных рынках капитала, являются ожидания, касающиеся изменений валютных курсов. Считается, что поведение инвесторов должно быть рациональным. Следовательно, эти инвесторы составляют разумные оценки будущей динамики стоимостей финансовых активов, связанной с изменениями в курсах зарубежных валют, стоимостей облигаций и процентных ставок. Эти рациональные ожидания должны оказывать определенное воздействие на рыночные операции и рыночный арбитраж, в соответствии с которыми устанавливаются такие стоимости ценных бумаг, что становится невозможным получить прибыль в результате дальнейшего арбитража. В таком случае мы ожидаем, что возникнет Международный Эффект Фишера. Любая международная дифференциация определения стоимости активов может быть связана с ожидаемым валютным риском. Следовательно, эта основа установления цен также является рациональной.

Вторая причина дифференцированной оценки стоимости активов на международных рынках капитала обуславливается различиями в неприятии риска¹ в отдельных сегментированных рынках капиталов. Инвесторы в одной стране (Швеции) получают более высокую премию по активам с низкой степенью риска, таких как правительственные облигации, чем инвесторы в другой стране (Великобритании). В результате этого инвесторы в Швеции, не приемлющие риск, повышают цены на облигации, снижая при этом доходность этих облигаций. В Великобритании наблюдается противоположная ситуация, так как инвесторы, готовые принять более высокую степень риска, отказываются от правительственных облигаций. Поэтому стоимость правительственных облигаций остается невысокой, что дает возможность инвесторам в Великобритании получать более высокий уровень доходности. Эти взаимосвязи мы можем увидеть на рис. 19.3, где для отражения положений равновесия в Швеции и Великобритании, соответственно, используются различные Линии рынков капиталов (CML). В следующем разделе мы рассмотрим необходимость и использование этих Линий рынков капиталов.

¹ Нежелание инвестора принимать на себя риск.

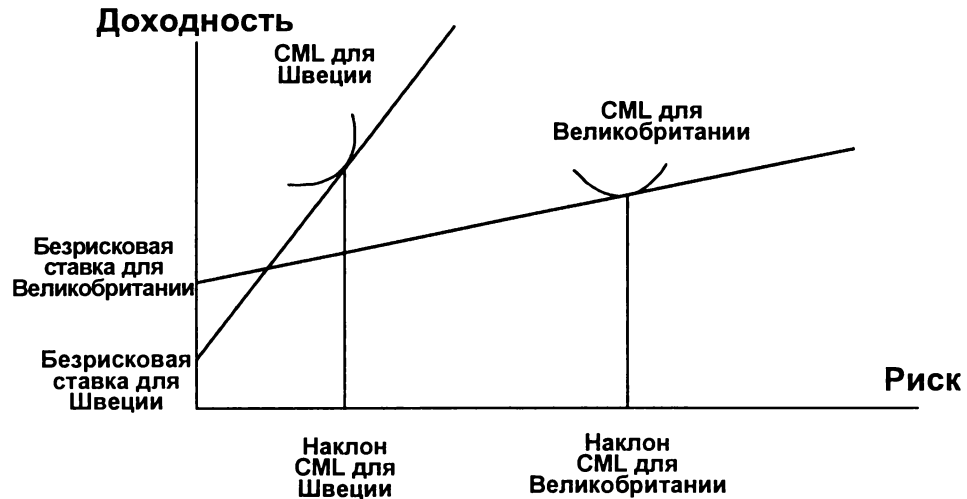


РИС. 19.3. СРАВНЕНИЕ ПОЗИЦИЙ РЫНОЧНОГО РАВНОВЕСИЯ, ПРИ КОТОРЫХ ИНВЕСТОРЫ ГОТОВЫ ПРИНЯТЬ РИСК РАЗЛИЧНОЙ СТЕПЕНИ

Мы должны отметить тот факт, что CML для Великобритании пересекает вертикальную ось выше, чем CML Швеции. Это значит, что в Великобритании безрисковая ставка более высока по сравнению со ставкой в Швеции, что указывает на более высокую рисковую премию, получаемую инвесторами в Великобритании. Также наклон CML для Великобритании отличается от наклона CML для Швеции, что дает нам возможность предположить, что Шведские инвесторы готовы отказаться от дополнительного дохода, если он связан с более высокой степенью риска и если рост прибыли, связанной с риском, достаточно незначителен. Таким образом, мы показали рыночное равновесие, при котором Шведские инвесторы принимают на себя более низкий уровень риска, чем инвесторы в Великобритании.

Линия рынка капиталов (CML)

Теория рынков капиталов основана на портфельной модели Марковица (Markowitz). В соответствии с этой моделью: 1) все инвесторы стремятся, чтобы их портфели находились на какой-либо из точек предельного уровня эффективности Марковица; 2) инвесторы имеют возможность получать займы и предоставлять заемные средства по безрисковой ставке доходности; 3) инвесторы обладают однородными ожиданиями (касающимися будущих ставок дохода) и проводят схожие анализы отдельных периодов времени; 4) инвестиции и инвестиционные ценные бумаги бесконечно делимы (непрерывные кривые); 5) не существует никаких налогов или трансакционных издержек при операциях купли-продажи активов; 6) не существует инфляции и изменений процентных ставок; 7) рынки капиталов находятся в равновесии.

Активы, свободные от риска

Инвесторы имеют возможность приобретать рисковые активы или активы, свободные от риска. Актив считается безрисковым, если у инвесторов не возникает ника-

ких сомнений относительно ожидаемой ставки дохода, а стандартное отклонение доходов равно нулю. Эта доходность может быть аналогична долгосрочной реальной ставке роста национальной экономики. Портфель активов, свободных от риска, показан на рис. 19.4 в точке RFR, в которой ожидаемый доход равен RFR, а стандартное отклонение доходности равно нулю.

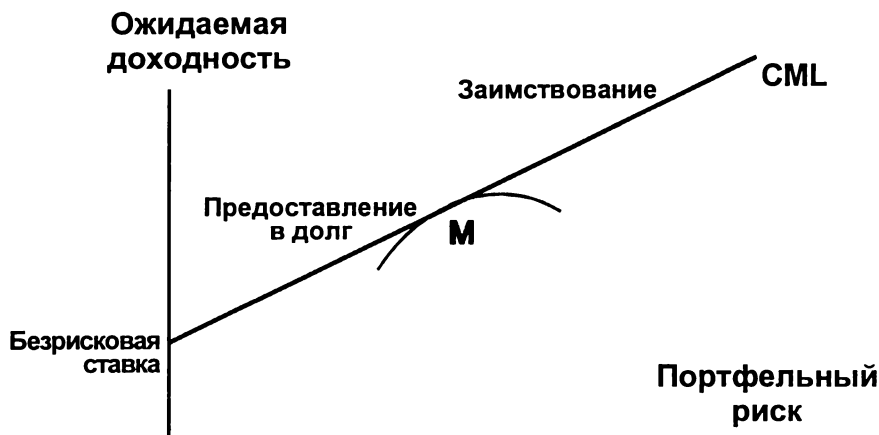


РИС. 19.4. ИЛЛЮСТРАЦИЯ CML И СООТВЕТСТВУЮЩИХ ПОРТФЕЛЕЙ

Так как ковариация между двумя активами равна коэффициенту корреляции их доходностей ($\text{Cov}_{i,rfr}$), умноженному на стандартное отклонение доходов (SD) по двум ценным бумагам, то ковариация безрисковых активов, с любым рискованным активом или портфелем активов должна равняться нулю, что и доказывается следующим уравнением:

$$\text{Cov}_{i,rfr} = \text{Correl}_{i,rfr} \times SD_i \times SD_{rfr} . \quad (2)$$

Если мы скомбинируем безрисковый актив с рискованным портфелем, то ожидаемая доходность будет равняться взвешенным средним значениям доходности по двум активам.

Если мы скомбинируем безрисковый актив с портфелем рискованных активов, то дисперсия доходности по безрисковым активам, будет равняться нулю. Корреляция между активами, свободными от риска, и рискованными активами также равна нулю. Следовательно, среднеквадратическое отклонение портфеля, включающего рискованные и безрисковые активы зависит от стандартного отклонения рискованного портфеля и линейно зависит от удельного веса, который имеет рискованный портфель в общем портфеле. Таким образом, на графике CML представляет собой прямую линию, выходящую из точки RFR.

Рыночный портфель

В рыночный портфель включаются все рискованные активы (облигации, акции, недвижимость, золото и т. п.) пропорционально своей рыночной стоимости. В этом портфеле любой неорганический риск полностью диверсифицируется. Риск, присущий каждому отдельному активу, компенсируется изменчивостью доходов других активов в портфеле. Остается только один риск — органический¹. Этот органический риск измеряется стандартным отклонением доходности рыночного портфеля.

¹ Риск, свойственный данной системе. (Прим. ред.)

Инвесторы имеют возможность осуществить инвестирование всех своих ресурсов в рыночный портфель (точка М на рис. 19.4). В качестве альтернативного варианта они могут некоторую часть своих ресурсов предоставить в кредит (инвестировать) по безрисковой ставке, а оставшуюся часть ресурсов инвестировать в рыночный портфель. В этом случае инвесторы могут ожидать получения инвестиционного дохода, располагающегося где-либо между точек RFR и М. Или они могут инвестировать все свои ресурсы в рыночный портфель и получать займы по безрисковой ставке, инвестируя все доходы в рискованный рыночный портфель. Доход и риск будут линейно возрастать одновременно с CML. В результате этого CML становится новым (доминирующим) предельным уровнем эффективности. Все портфели, расположенные на линии CML, по уровню изменчивости доходности полностью коррелированы с рынком.

ИССЛЕДОВАНИЯ, ПОДТВЕРЖДАЮЩИЕ НЕОБХОДИМОСТЬ МЕЖДУНАРОДНОЙ ДИВЕРСИФИКАЦИИ АКЦИЙ

Модели выбора портфельных инвестиций, разработанные Гэрри Марковицем и Джеймсом Тобином (James Tobin), являются теоретической основой диверсификации рискованных активов. Как мы уже отмечали ранее в этой главе, степень сокращения риска благодаря диверсификации зависит, в частности, от корреляции доходов по ценным бумагам в портфеле. При низкой корреляции доходов становится возможным добиться значительного сокращения степени риска. Высокая корреляция доходов приводит к минимальному сокращению риска даже в тех случаях, когда в портфель с целью диверсификации включается значительное количество ценных бумаг.

Первые исследования диверсификации

В пределах одного государства экономические явления и экономические переменные изменяются, главным образом, параллельно. Следовательно, международные доходы по акциям могут обладать высокой степенью корреляции. Эмпирические исследования показывают, что корреляция доходности акций составляет 0,5—0,6 для внутренних ценных бумаг на каждом отдельном национальном фондовом рынке. Относительно высокая степень положительной корреляции между внутренними ценными бумагами на отдельном национальном фондовом рынке дает нам все основания предположить, что существует предел сокращения риска. Однако степень сокращения риска может быть значительно увеличена, если диверсификация осуществляется на международном уровне. В первых исследованиях, опубликованных в 1968 году, Х. Г. Грубел (H. G. Grubel) построил кривую предельного уровня эффективности на основе данных о доходности, риске и корреляции доходов на национальных фондовых рынках, проиндексированных для 13 стран¹. Два года спустя Х. Леви (H. Levy) и М. Сарнат (M. Sarnat) расширили этот подход, проанализировав 28 стран за период с 1951 по 1967 год. Леви и Сарнат рассчитали средние уровни дохода и риска (стандартные отклонения) в долларах. Также была построена корреляционная матрица. Уровень доходов колебался от достаточно высокого (17,8% для Японии) до низкого (1,5% для Испании). Для четырех стран стандартные отклонения превышали 30%, тогда как для семи стран стандартные отклонения оказались ниже 13%.

¹ H. G. Grubel, "International Diversified Portfolios" Welfare Gains and Gains and Capital Flows", American Economic Review (December 1968): 1299—1314.

Используя модель Шарпа-Линтнера (Sharpe-Lintner), были выбраны оптимальные портфели, включающие безрисковую ставку доходности, равную 2, 3, 4 и 6%, соответственно (табл. 19.3). Необходимо отметить, что в четыре оптимальных портфеля, указанных в табл. 19.3 были включены индексы фондовых рынков только девяти стран. Частично это объясняется низкой или отрицательной корреляцией доходов между и среди этих девяти стран (14 из 36 парных по стране корреляций были признаны отрицательными). Инвестиции в США и Японию составляют основную часть (от 50 до 70%) оптимальных портфелей. За исключением Австрии, эти портфели фактически не включают ни одной развитой страны Западной Европы. Наверное, самой поразительной характеристикой состава диверсифицированных международных портфелей является высокий процент инвестиций в развивающиеся страны или в страны, находящиеся на границе доходности, такие как Венесуэла, Южная Африка, Новая Зеландия и Мексика.

Четыре портфеля, представленные в табл. 19.3, были составлены на основе альтернативных предположений процентных ставок. На рис. 19.5 оптимальные портфели отражены в точках а и b, показывающих процентные ставки, равные 3% и 5%, соответственно.

Прямая (график) инвестиционных возможностей r_1 , пересекающая ось Y на уровне 3% отражает наше предположение, что предоставление кредита и получение займов может происходить по указанной ставке. Аналогично, прямая (график) инвестиционных возможностей r_2 отражает наше предположение о том, что получение займов и предоставление кредитов может происходить по данной ставке 6%. Оптимальный портфель с малой долей заемных средств для данной процентной ставки находится в точке, в которой соответствующий ему график инвестиционных возможностей касается границы эффективности (точки а и b на рис. 19.5). Мы должны отметить, что наклон графика инвестиционных возможностей определяет соотношение между ожидаемой доходностью и риском для всех инвесторов, и поэтому только этот наклон устанавливает оптимальный портфель акций с малой долей заемных средств для всех инвесторов, проводящих операции с использованием безрисковой процентной ставки.

ТАБЛИЦА 19.3 СОСТАВ ОПТИМАЛЬНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ, ПОСТРОЕННЫХ ПО ВЫБРАННЫМ ПРОЦЕНТНЫМ СТАВКАМ

Страна	Процентные ставки (в %)			
	2	3	4	6
Австрия	3,43	6,99	9,03	12,06
Дания	—	2,06	0,01	—
Япония	114,68	16,71	17,65	20,86
Мексика	4,03	4,32	4,53	—
Новая Зеландия	13,16	6,27	2,59	—
Южная Африка	10,37	12,51	13,83	12,86
Великобритания	0,18	—	—	—
США	36,57	40,99	42,79	51,06
Венесуэла	15,51	11,72	9,57	3,16
Всего	100,00	100,00	100,00	100,00
Средняя по портфелю ставка дохода	9,5	10,5	11,0	12,5
Стандартное отклонение по портфелю	5,72	6,41	6,82	8,39

Остальные девятнадцать стран не вошли ни в один из оптимальных портфелей.

Источник: H. Levy and M. Samat, "International Diversification of Investment Portfolio", American Economic Review, (September 1970).

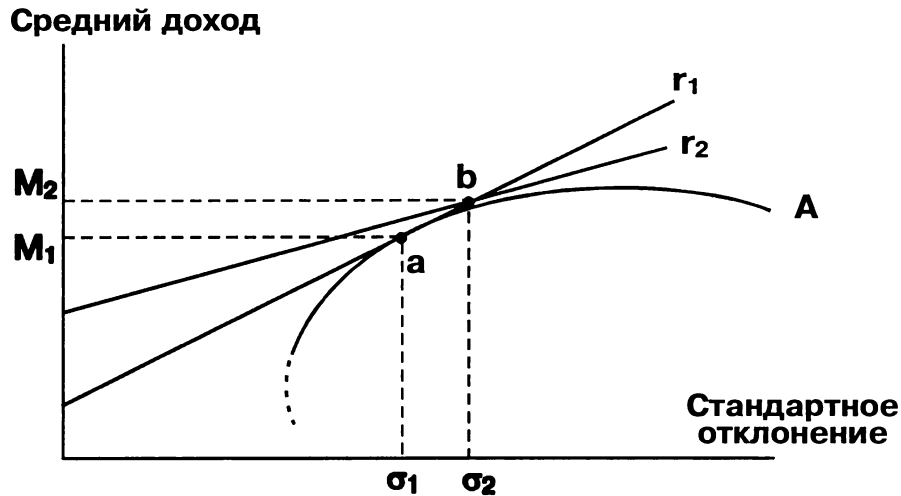


РИС. 19.5. ОПТИМАЛЬНЫЕ ПОРТФЕЛИ, ПОСТРОЕННЫЕ ПО ПРОЦЕНТНЫМ СТАВКАМ, РАВНЫМ 3% И 6%

Источник: Ibid.

Леви и Сарнат доказали, что благодаря международной диверсификации можно добиться значительных выгод. В табл. 19.4 указаны основные результаты этих исследований, а также средние ставки доходов и стандартные отклонения по оптимальным портфелям для каждого конкретного рынка акций¹.

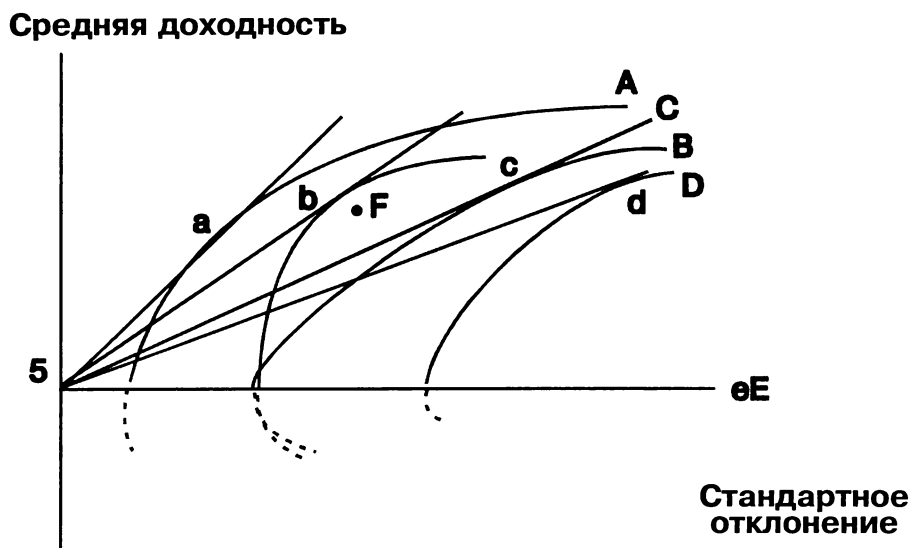
В случае, если портфель состоит из акций только развивающихся стран, инвесторы получают лишь 5% дохода со стандартным отклонением, равным 26,5% (точка e на рис. 19.6), в отличие от 12% дохода и стандартного отклонения, равного 8% для портфеля, включающего акции всех стран (точка a на рис. 19.6). И хотя американский инвестор не всегда захочет ограничивать свой портфель акциями только развивающихся стран, но включение акций этих стран в набор инвестиционных возможностей значительно улучшит позицию по доходам и рискам.

В соответствии с исследованиями Леви и Сарната исключение стран Общего рынка и Канады из оптимального портфеля для американского инвестора объясняется достаточно высокими корреляциями доходов на этих рынках с фондовыми рынками США. Для обсуждения причин высоких корреляций между этими рынками акций вы можете обратиться к дополнению 19.1.

Леви и Сарнат завершили свою статью комментарием по вопросу о возможном уровне недостатков и несогласованностей на международных рынках капитала. Они отметили также, что при условии отсутствия искусственных барьеров оптимальные портфели, скорее всего, должны включать ценные бумаги всех стран. То есть, если страна не включается в оптимальный портфель, то стоимость ее акций должна понизиться (а ставки доходов возрасти) до такого уровня, при котором акции этой страны уже можно включить в оптимальный портфель. Реальный результат этого исследования предлагает и другие сочетания акций, которые могут быть преобладающими, что дает нам основания предположить, что ограничения, налагаемые на международную торговлю и/или потоки капиталов, оказывают серьезное влияние на структуру доходов по ценным бумагам и способствуют дальнейшему сохранению и функционированию неэффективных рынков².

¹ H. Levy and M. Sarnat, "International Diversification of Investment Portfolio", American Economic Review, (September 1970): 674.

² Ibid, 675.



A - 28 стран, B - 16 стран с высоким доходом, C - 11 западноевропейских стран, D - 5 стран общего рынка, E - 9 развивающихся стран, F - США

РИС. 19.6. СРАВНИТЕЛЬНОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ШЕСТИ ОПТИМАЛЬНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ ПО ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКЕ, РАВНОЙ 5%

ТАБЛИЦА 19.4 СРЕДНИЕ СТАВКИ ДОХОДОВ И СТАНДАРТНЫХ ОТКЛОНЕНИЙ (В ПРОЦЕНТАХ) ПО ОПТИМАЛЬНЫМ ПОРТФЕЛЯМ ДЛЯ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ, РАВНОЙ 5%

	Средняя ставка дохода	Стандартное отклонение
Развивающиеся страны	5,0	26,5
Общий рынок	15,5	25,0
Западная Европа	15,5	23,5
Страны с высоким уровнем доходов	13,0	12,5
Все страны	12,0	8,0

Рипли (Ripley) высказал другое мнение по поводу возможностей сокращения риска и корреляции доходов между национальными рынками акций (дополнение 19.1). Тенденция повышения корреляции доходов между различными странами может объясняться несколькими причинами. В качестве таких причин могут выступать: обширные торговые связи, потоки капиталов в пределах одной отрасли и доминирующие финансовые центры. На основе данных, полученных в результате статистических исследований, Рипли выделил три главных фактора, оказывающих значительное влияние на общие потоки, проходящие между фондовыми рынками. Эти факторы включают:

1. Фондовые рынки, находящиеся на высоком уровне развития, открытые для потоков капиталов. На этих рынках осуществляются торговые операции с акциями многонациональных компаний.
2. Взаимосвязи с Лондонским финансовым рынком.
3. Общие изменения в Северной Америке (в США и Канаде).
4. Влиянием этих трех факторов можно объяснить практически 80% общих изменений, происходящих на рынках акций.

Сокращение риска благодаря международной диверсификации

В 1974 году Бруно Солник (Bruno Solnik) наглядно доказал, что органический риск может быть сокращен благодаря международной диверсификации. Солник разработал несколько внутренних и международных портфелей. Он показал, как повышение количество ценных бумаг в портфеле приводит к устранению диверсифицируемого риска, в результате чего сохраняется остаточный (органический) риск для внутреннего инвестора. Он доказал, что каждый внутренний фондовый рынок имеет свой специфический уровень органического риска. В некоторых странах этот уровень риска более высокий (Швейцария, Германия), а в других странах этот уровень значительно ниже (Нидерланды, Бельгия, Великобритания).

Одна диаграмма, представленная в исследовании Солника, особенно широко используется в качестве доказательства выгод, получаемых благодаря международной диверсификации (рис. 19.7).

Кривая рынка США отражает способность внутренних инвесторов сократить риск с помощью использования большого количества ценных бумаг в портфеле. Согласно расчетам Солника, недиверсифицируемый риск для рынка США составляет лишь 27%, тогда как в Германии он равен 44%. Степень риска по международному портфелю, диверсифицированному правильным образом, будет в 2 раза ниже, чем для диверсифицированного портфеля, состоящего только из облигаций США.

Б. Солник проводил свои исследования в 1974 году, то есть вскоре после понижения стоимости доллара в 1971 и 1973 годах, и поэтому отмечал, что американские владельцы зарубежных акций имеют возможность получить значительные выгоды от этих понижений стоимости доллара. Можно с уверенностью говорить о том, что непокрытый международный портфель является хорошим способом хеджирования от понижения стоимости доллара. Тем не менее, Б. Солник верно отметил, что степень риска по портфелю, незащищенному от валютного риска, намного выше, чем по покрытому портфелю. Однако совокупный риск для такого портфеля может быть намного меньше, чем для сопоставимого внутреннего портфеля. Этот факт объясняется низкой или отрицательной корреляцией между внутренними и зарубежными фондовыми рынками.

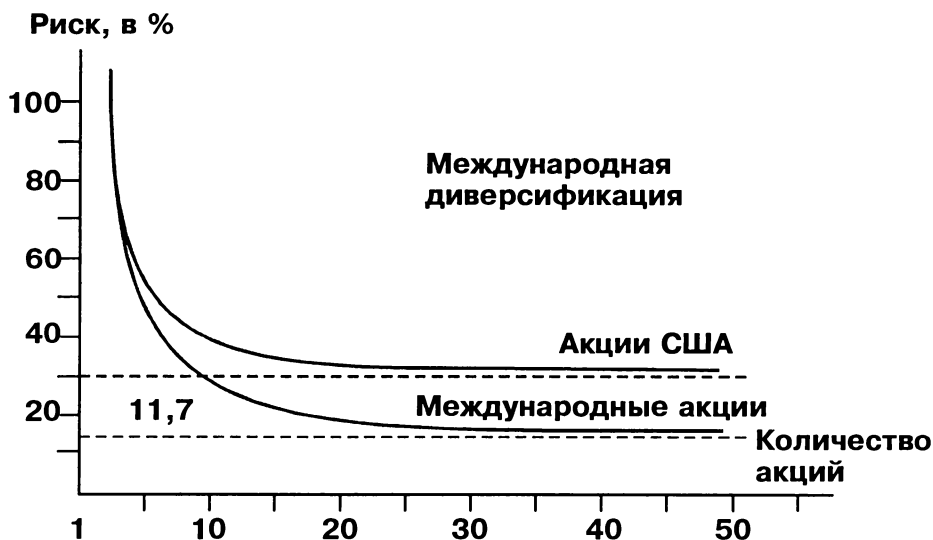


РИС. 19.7. СРАВНЕНИЕ СТЕПЕНИ СОКРАЩЕНИЯ РИСКА — ПОРТФЕЛЬ, ВКЛЮЧАЮЩИЙ АКЦИИ США, И ПОРТФЕЛЬ, ВКЛЮЧАЮЩИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЕ АКЦИИ

Дополнение 19.1 ПРИЧИНЫ, ОБЪЯСНЯЮЩИЕ ВЫСОКУЮ КОРРЕЛЯЦИЮ МЕЖДУ РЫНКАМИ АКЦИЙ

Мы уже говорили о том, что благодаря международной диверсификации можно добиться сокращения портфельного риска в тех случаях, когда между национальными фондовыми рынками наблюдается низкая положительная или отрицательная корреляция. Теперь давайте обратимся к обратной стороне этого вопроса и попытаемся объяснить, почему мы имеем возможность наблюдать корреляцию любого уровня, иногда даже достаточно высокого, между национальными фондовыми рынками.

Существование корреляции между фондовыми рынками можно объяснить несколькими причинами. Эта корреляция может отражать некоторое сходство экономических структур, существующее между национальными экономиками. Или корреляция может указывать на взаимосвязанность структур двух фондовых рынков.

Можно ожидать, что между странами, осуществляющими большой объем торговых операций друг с другом, существуют сильные экономические связи. Валютные операции могут усиливать связи между фондовыми рынками отдельных стран через развитие взаимосвязей между внутренними экономическими переменными и через содействие возникновению схожих ожиданий валютных курсов в странах, находящихся в пределах обращения данной валюты.

По мнению Рипли, “существование доминирующего финансового центра в пределах одного региона, который объединяет в себе несколько стран, может стимулировать корреляцию, способствуя прохождению потоков капитала в пределах этого региона, а также притоков и оттоков капитала из этого региона”¹. Эта тенденция может проявляться через параллельную динамику процентных ставок и/или через арбитраж цен акций.

Другим фактором, объясняющим ковариацию, является наличие совместного фондового рынка для двух стран, на котором осуществляются торговые операции с акциями одних и тех же групп или схожих групп многонациональных компаний. И если не возникает никаких препятствий на пути этих потоков, то ожидания и определение стоимости ценных бумаг на этом рынке может быть эффективно уравновешено этими потоками капиталов.

В 1973 году Рипли опубликовал результаты своего исследования связей, существующих между национальными фондовыми рынками. Используя факторный анализ, он изучил данные по месяцам для 19 фондовых рынков развитых стран, относящихся к периоду 1960—1970 годов. Главной целью Рипли было определение “источников общей динамики”, влияющих на индексы национальных фондовых рынков. Он построил эти “факторы”, используя взвешенные суммы первоначальных переменных. В своей работе Рипли выделил три “фактора”, влиянием которых объясняется значительная часть общей динамики (ковариации), наблюдаемой на фондовых рынках.

Влиянием первого фактора было объяснено более половины всей общей динамики. Страна́ми, которым были присвоены основные веса в расчете этого фактора, являлись те, “чьи фондовые рынки находятся на высокой стадии развития и считаются разумно открытыми для потоков капитала”. Это именно те рынки, на которых осуществляются торговые операции с акциями многонациональных компаний, то есть рынки Нидерландов, Канады, Швейцарии и США. В соответствии с исследованием Рипли такая группировка рынков объясняется международными потоками капиталов и составом акций, участвующих в торговых операциях.

Второй фактор имеет наибольшее значения в Великобритании, Ирландии и Новой Зеландии, где ему были присвоены значительные веса. Но его влияние, правда в меньшей степени, распространяется на Южную Африку и Австралию. По мнению Рипли, эти страны “объединены между собой финансовыми связями, центром которых является лондонский финансовый рынок”.

¹ Duncan M Ripley. “Systemic Elements in the Linkage of National Stock Market Indices,” *The Review of Economics and Statistics* (1973): 357.

Дополнение 19.1 ПРИЧИНЫ, ОБЪЯСНЯЮЩИЕ ВЫСОКУЮ КОРРЕЛЯЦИЮ МЕЖДУ РЫНКАМИ АКЦИЙ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Третий фактор обуславливается ковариацией между индексами цен на акции на американском и канадском рынках. Влиянием этого фактора можно объяснить более 26% динамики американского индекса и 21% динамики канадского индекса. Однако индексы фондовых рынков большинства других стран не подвергаются столь же значительному воздействию этого фактора, что доказывает, что эта ковариация специфична только для фондового рынка Северной Америки. Наблюдается незначительная отрицательная ковариация между динамикой на фондовых рынках Германии и Италии и динамикой на фондовых рынках США и Канады.

Рипли обнаружил, что влиянием первых трех факторов, описанных выше, "можно объяснить более 80% общей динамики". В качестве четырех стран, названных в этом примере странами с высоким уровнем общей динамики, выступают США, Канада, Швейцария и Нидерланды. К странам с исключительно низким уровнем общей динамики относятся Финляндия, Южная Африка и Дания. Фондовые рынки Великобритании и Германии занимают промежуточную позицию между двумя вышеуказанными группами стран.

Взаимосвязи на уровне отрасли, страны и мира в целом

В статье, опубликованной в 1976 году, Д. Леззард (D. Lessard) провел различия между факторами, действующими на уровне отрасли, страны и мира в целом, оказывающими влияние на осуществление международной диверсификации и сокращение портфельного риска¹.

Леззард считает, что международные инвестиции в акции отличаются от внутренних инвестиций по трем важным пунктам:

1. Ковариация между ценными бумагами в пределах национальных рынков намного выше, чем между ценными бумагами на рынках разных государств. Национальные факторы оказывают более сильное влияние на доходы по ценным бумагам, чем любой из мировых факторов.
2. Барьеры, препятствующие осуществлению международных инвестиций (налогообложение, замораживание валютных счетов) могут привести к тому, что национальные рынки будут поделены на сегменты таким образом, что они будут соответствовать скорее внутренним, чем международным стандартам.
3. Курсы обмена валют постоянно колеблются, что вызывает проблему валютного риска в международных инвестициях.

Леззард стремился найти ответ на три основных вопроса:

а) Какие элементы являются наиболее важными в ковариационной структуре доходов по акциям в международном масштабе?

б) Какие из факторов — действующие на уровне отрасли, страны и мира в целом — являются доминирующими?

в) Как можно использовать ковариационную структуру для получения больших выгод от международной диверсификации, если в качестве альтернативного варианта предположить, что рынки ценных бумаг интегрированы и сегментированы?

Леззард провел серию статистических тестов по мировым, национальным и отраслевым элементам. Он отметил, что предыдущие исследования доказали, что национальные рыночные индексы, измеряющие органический (недиверсифицируемый

¹ D. Lessard, "World, Country and Industry Relationships in Equity Returns: Implications for Risk Reduction Through International Diversification." *Financial Analysts Journal* (January—February 1976): 2—8.

в пределах одной страны) риск, помогают объяснить значительную часть изменений доходов по индивидуальным акциям. Главным образом, низкая степень изменчивости обуславливается влиянием мировых рыночных факторов на фондовые рынки государств, включенных в исследование Леззарда.

Для осуществления тестирования отраслевых элементов была проведена регрессия доходности по 205 индивидуальным акциям по отношению к мировому индексу, а остальные величины индексов по стране или по отрасли были получены с помощью повторной регрессии по отношению к мировому индексу. Результаты показали, что мировые факторы воздействуют на доходность. Однако также было выяснено, что на доходы по акциям оказывает значительное влияние совокупность факторов, действующих на уровне страны, а также важное, но сравнительно более слабое влияние оказывают отраслевые элементы. Леззард обнаружил, что отраслевые факторы во многом зависят от факторов, действующих на уровне страны, только в Австралии, Японии и Великобритании, и частично объяснил этот факт важным значением акций многонациональных компаний в общей промышленной капитализации.

Леззард провел различия между сегментированными и интегрированными рыночными условиями. Объем прибыли, полученный от международной диверсификации, будет во многом зависеть от того, какое из этих двух условий является преобладающим. В условиях сегментированных рынков при предполагаемой действенности модели оценки капитальных активов курсы ценных бумаг и средний ожидаемый доход по всем инвестициям будут определяться недиверсифицируемым (органическим) риском по каждой ценной бумаге в соответствующем национальном портфеле. В условиях интегрированных рынков стоимости и средний ожидаемый доход по всем инвестициям будут определяться недиверсифицируемым риском по каждой ценной бумаге в мировом рыночном портфеле.

В условиях интегрированных рынков капиталов низкая корреляция между доходами на национальных фондовых рынках может привести к тому, что будет преувеличена возможность получения прибыли от международной диверсификации. По причине того, что основная часть мировой рыночной стоимости приходится на несколько крупных стран (например, Японию, США и Великобританию), характеристики элементов риска для этих стран будут доминировать в мировом портфеле. Так как цены активов в интегрированном мировом рынке будут корректироваться с тем, чтобы вынудить инвесторов приобретать акции мирового рыночного портфеля, альтернативные портфели с более полной диверсификацией элементов этих стран будут становиться неэффективными при установлении баланса между риском и средним ожидаемым доходом по всем инвестициям.

Для сегментированных рынков будет необходима более полная диверсификация страновых элементов, хотя американские инвесторы будут оценивать портфели зарубежных ценных бумаг в контексте рынка США для сегментированных рынков капиталов. Доход, который будет необходим американским инвесторам, будет зависеть от органического риска зарубежного портфеля в контексте рынка США.

Леззард завершил свое исследование, заметив, что фактические рыночные результаты "больше согласуются с концепцией сегментированных рынков, чем с концепцией интегрированных рынков"¹.

В большинстве национальных фондовых рынков существуют возможности получения более высокого дохода, чем на рынке США. Однако, фактически нельзя рассматривать рынки как полностью сегментированные, так как существует значительный поток международных инвестиций. Этот факт говорит о том, что реальный вывод находится где-то посередине этих двух концепций.

¹ Lessard, op. cit. p. 37.

ПОРТФЕЛИ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ

В главе 18 мы отмечали, что осуществление международных инвестиций в облигации открывает возможности проведения эффективной диверсификации. Степень рыночной капитализации основных рынков облигаций превышает степень капитализации основных рынков акций. Облигации являются эффективным средством диверсификации риска потенциальных убытков, обусловленного неопределенностью дальнейшего поведения денежных и финансовых инструментов внутри страны. В своем отчете в 1986 году Чолертон (Cholerton), Пайпертс (Pieraerts) и Солник (Solnik) (CPS) отмечали, что вложения средств пенсионных фондов США в зарубежные облигации составляют менее 2 млрд. долл. по сравнению с почти 15 млрд. долл., вложенных в зарубежные акции. Недолларовые рынки облигаций быстро развиваются, а объем выпусков новых еврооблигаций уже сопоставим с объемом выпусков облигаций на внутреннем рынке США.

Исследование CPS, которое мы упоминали ранее, является одной из первых работ, посвященных сбору и изучению детальной информации, касающейся корреляций доходов на фондовых рынках. В последующем нашем изучении мы рассмотрим основные аргументы в пользу инвестирования в облигации в иностранной валюте, приведенные в исследовании CPS. В исследовании CPS были рассмотрены инвестиции в валютные облигации с 1983 по 1985 годы, а также за более длительный период (1971—1984 гг.).

В период с 1983 по 1985 год между шестью основными рынками облигаций наблюдались положительные, но слабые корреляции (табл. 19.5). Уровень корреляции между этими рынками облигаций колеблется от высокого (0,72 между немецкой маркой и гульденом) до низкого (0,17 между швейцарским франком и стерлингом). Как показали данные по месяцам, самые высокие валютные доходы и риск на внутренних рынках связаны с правительственными облигациями Великобритании (доход 0,92% и риск 2,32%).

Все без исключения внутренние рынки и рынки еврооблигаций в одной валюте демонстрируют высокую степень корреляции (по данным исследования CPS для рынков правительственных и евродолларовых облигаций корреляция составила 0,84).

Однако корреляция между разными валютами чаще всего низкая и составляет в большинстве случаев менее 0,5. Например, R^2 между внутренними облигациями в фунтах стерлингов и облигациями в голландских гульденах равняется 0,23, что означает, что на этих двух рынках наблюдается менее 25% общей динамики цен. Также исследование CPS показало, что изменчивость правительственных облигаций на неамериканских рынках значительно меньше изменчивости правительственных облигаций на американских рынках, за исключением Великобритании (табл. 19.5).

ТАБЛИЦА 19.5 КОРРЕЛЯЦИЯ И ИЗМЕНЧИВОСТЬ ЕЖЕМЕСЯЧНЫХ СТАВОК ДОХОДА —
1 ЯНВАРЯ 1983 — 30 АПРЕЛЯ 1985

(Индексы внутренних правительственных облигаций в валютах стран действия)

	Доллар США	Швейцарский франк	Немецкая марка	Фунт	Голландский гульден	Йена	Средний доход, в % за месяц	Изменчивость, в % за месяц
Доллар США	1	0,28	0,44	0,39	0,38	0,47	0,63	2,18
Швейцарский франк		1	0,54	0,17	0,27	0,54	0,13	0,61
Немецкая марка			1	0,38	0,72	0,59	0,63	0,94
Фунт стерлингов				1	0,23	0,49	0,92	2,32
Голландский гульден					1	0,55	0,57	1,10
Японская йена						1	0,73	0,81

Источник: K. Cholerton, P. Pieraerts, and B. Solnik, "Why Invest in Foreign Currency Bond?" Journal of Portfolio Management (Summer 1986): 5.

ТАБЛИЦА 19.6 КОРРЕЛЯЦИЯ ИНДЕКСОВ НЕАМЕРИКАНСКИХ ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ИНДЕКСОВ АМЕРИКАНСКИХ ОБЛИГАЦИЙ, А ТАКЖЕ ИНДЕКСА S & P 500¹

	Корреляция индексов американских и неамериканских правительственных облигаций (в долларах США)		Корреляция индексов правительственных облигаций и индекса S & P 500 (в долларах США)	
	1	2	3	4
	1983—1985	1971—1984	1983—1985	1971—1984
Облигации США	1,00	1,00	0,45	0,30
Облигации в швейцарских франках	0,03	0,21	0,06	0,09
Облигации в немецких марках	0,08	0,29	–0,02	0,19
Облигации в стерлингах	0,09	0,23	0,09	0,10
Облигации в голландских гульденах	0,09	0,31	–0,03	0,19
Облигации в йенах	0,19	0,21	0,19	0,10

Колонки 1 и 2: с рынками облигаций США.

Колонки 3 и 4: с рынками акций США.

Источник: Ibid.

С использованием всех ставок дохода в общей валюте (долларах США) в исследовании CPS были рассчитаны коэффициенты корреляции для краткосрочных (1983—1985) и долгосрочных (1971—1984) периодов. Эти коэффициенты представлены в таблице 19.6. Эти коэффициенты корреляции еще более поразительны, чем коэффициенты, рассчитанные в валютах стран действия. Ясно то, что корреляции между различными рынками облигаций достаточно низкие, а долгосрочные процентные ставки практически не согласуются во времени, что открывает значительные возможности для сокращения риска.

Эти результаты не ограничены только периодом проведения исследования. Исследование CPS было расширено на долгосрочные периоды (1971—1984 гг.). Результаты этого долгосрочного исследования представлены в табл. 19.6. Однако, во всех случаях общая динамика каждого зарубежного рынка облигаций и рынка США достаточно невысока (R^2 составляет менее 0,33).

Авторы этой работы также обнаружили поразительно слабые положительные или даже отрицательные корреляции между зарубежными облигациями и рынком акций США (табл. 19.6, колонки 3—4). Столь низкий уровень корреляции не является неожиданностью при существующей независимости национальной экономической и денежно-кредитной политики. Денежно-кредитная политика других стран оказывает незначительное влияние на экономический рост США и на курс акций США. Следовательно, зарубежные облигации предоставляют управляющему портфелем акций значительные потенциальные возможности осуществления диверсификации.

В табл. 19.7 представлены долгосрочные характеристики ведущих рынков правительственных облигаций. Мы можем сделать следующие основные наблюдения по исследованию CPS.

1. В период с 1971 по 1984 год долларовые характеристики зарубежных рынков облигаций были значительно лучше аналогичных характеристик рынка облигаций США.
2. Хотя зарубежные рынки облигаций менее подвержены изменениям при осуществлении операций во внутренней валюте страны, изменчивость ва-

¹ Индекс рейтинговой компании Standard & Poor по пятистам компаниям.

лютных курсов значительно увеличивает потенциальный риск для инвестора в США (Колонки 5—6, табл. 19.7).

3. Если мы учтем изменчивость, являющуюся результатом изменения курсов валют, то мы обнаружим, что каждый зарубежный рынок облигаций в отдельности более неустойчив, чем рынок облигаций США (колонки 5—6).
4. Тем не менее, добавление зарубежных облигаций в портфель, состоящий из облигаций США, приведет к сокращению совокупного риска и улучшит другие показатели. Эта выгода объясняется существованием низкой корреляции между рынками.

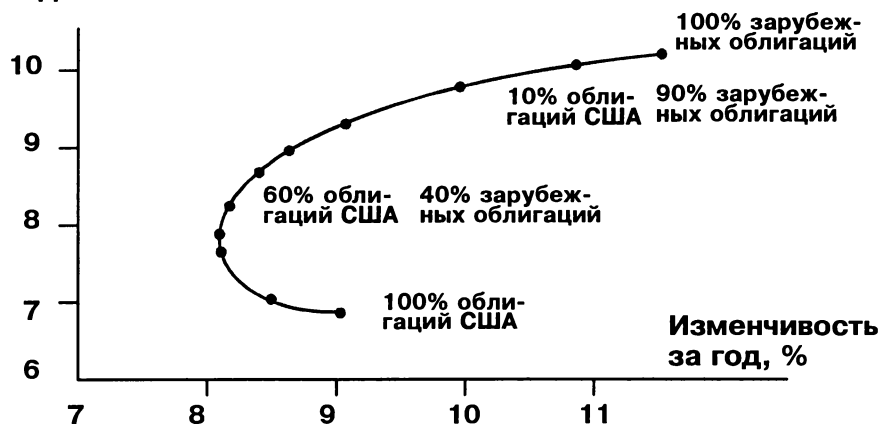
Иллюстрацией общих результатов построения международного диверсифицированного портфеля облигацией может служить рис. 19.8. CPS добавляют недолларовые облигации с увеличением на 10%, а зарубежные облигации равномерно распределяются между пятью основными недолларовыми рынками. На графике наглядно показаны изменения в доходности и стандартном отклонении каждого портфеля. Мы начинаем с самой нижней точки кривой (рис. 19.8), двигаясь от исключительно “внутреннего” портфеля, состоящего на 100% из облигаций США. Если мы заменим 10% этого портфеля на недолларовые облигации, то получим увеличение доходности от 6,80% до 7,18% и сокращение риска от 8,92% до 8,47%. Портфель с минимальным уровнем риска располагается между 30% и 40% зарубежных облигаций.

ТАБЛИЦА 19.7 ДОЛГОСРОЧНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ РЫНКОВ ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ, ОТ ЯНВАРЯ 1971 ДО ДЕКАБРЯ 1984 Г. ИНВЕСТОР, ОРИЕНТИРОВАННЫЙ НА ДОЛЛАРЫ

	Средний совокупный доход, в % за год	Доходы от прироста капитала ¹ , в % за год	Доходность, в % за год	Выгода от изменений валютных курсов, в % за год	Изменчивость в долларах, в % за год	Изменчивость во внутренней валюте каждой страны, в % за год
	1	2	3	4	5	6
Облигации						
Доллар США	6,80	-2,70	9,50	0	8,92	8,92
Швейцарский франк	9,41	0,41	5,10	3,89	14,90	4,48
Немецкая марка	9,77	0,09	8,56	1,12	14,46	7,02
Фунт стерлингов	6,33	-0,45	12,54	-5,76	11,78	9,38
Голландский гульден	9,29	0,01	9,18	0,10	13,57	7,11
Японская йена	12,60	0,86	8,91	2,82	14,48	6,15
Акции США	7,96	3,18	4,478	0	15,43	15,43
Хеджированные облигации						
Швейцарский франк	11,42	0,41	11,01	0	4,48	4,48
Немецкая марка	12,56	0,09	12,47	0	7,02	7,02
Фунт стерлингов	9,86	-0,45	10,31	0	9,38	9,38
Голландский гульден	12,09	0,01	12,08	0	7,11	7,11
Японская йена	12,54	0,86	11,68	0	6,15	6,15

Источник: K. Cholerlton, and B. Solnic, "Why Invest in Foreign Currency Bonds?" Journal of Portfolio Management, Summer 1986, p. 6.

¹ Как результат роста рыночной стоимости.

Характеристики в годовом исчислении

Индексы, использованные в этом рисунке, были получены из местных публикаций различных стран. Они являются либо индексами правительственных облигаций, рассчитанными специалистами внутри страны, либо построены на основе публикуемых данных по соотношению доходности и сроков по правительственным ценным бумагам.

Источник: тот же, что и в табл. 19.5.

РИС. 19.8. СООТНОШЕНИЕ РИСКА И ДОХОДНОСТИ ДЛЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ

СТРАТЕГИЯ НА ОСНОВЕ НЕСКОЛЬКИХ АКТИВОВ

При осуществлении международных инвестиций открываются возможности использования стратегий, успех которых зависит от комплексных экономических и финансовых процессов. Эти взаимосвязи были наглядно проиллюстрированы в статье, опубликованной Солником и Ноцлином (Noetzlin) в 1982 году¹.

Солник и Ноцлин собрали основные данные, отражающие результаты инвестиций в период с 1970 по 1980 год. Эти данные затрагивали 36 основных инвестиционных механизмов и 17 валют различных стран. К инвестиционным механизмам относились 17 национальных фондовых рынков, 8 рынков облигаций, 8 денежных рынков (Евровалют или депозитов с фиксированными ставками) и 3 актива, обеспеченных золотом. Авторы использовали методологию оптимизации риск-доходность и рассчитали доходность и риски. Все показатели были рассчитаны с точки зрения американского инвестора, проводящего операции в долларах.

Определение доходов и рисков

Солник и Ноцлин рассчитали характеристики и изменчивость всех 36 механизмов за полный десятилетний период, а также в различных суб-периодах. Ежегодные доходы от акций колебались от высоких значений (более 25% в Гонконге и 21% в Японии) до небольшого отрицательного дохода (в Испании) (табл. 19.8). Доход включал в себя доходы от прироста капитала, доход в виде дивидендов, а также валютную прибыль. Риск по акциям состоял из двух элементов — внутреннего (органического)

¹ B. Solnic and Noetzlin, "Optimal International Asset Allocation." Journal of Portfolio Management (Fall 1982).

риска и валютного риска. Разница между изменчивостью (риском) в долларах (колонка VII) и изменчивостью во внутренних валютах стран (колонка VIII) объясняется низкой или отрицательной корреляцией между стоимостью ценных бумаг и динамикой валютных курсов. За исключением США, торговые операции, проводимые институциональными инвесторами на основных рынках акций, приносят ежегодную прибыль, размер которой колеблется от 10 до 25%, что намного превосходит прибыль, получаемую на рынках облигаций.

Солник и Ноцлин пришли к выводу, что по причине изменчивости валютных курсов краткосрочные сделки и обязательства становятся крайне рискованными. Средний риск для американского инвестора составлял 24% в годовом исчислении на рынках акций, около 13% на рынках облигаций и почти 9% при краткосрочных инвестициях.

В табл. 19.9 мы приводим основные оценки характеристик, полученные Солником и Ноцлином по портфелям, включающим различные виды ценных бумаг. Из табл. 19.9 мы можем увидеть, что операции на рынках акций США (S&P 500) приносят низкие доходы с относительно высокой степенью риска. Доходы на рынках акций и облигаций США составляют лишь 60% мировых индексов акций и облигаций, но также отражают сопоставимый уровень риска. Мировой индекс акций и облигаций соответствовал показателям мирового индекса акций, но в то же время отражали значительно меньшую степень изменчивости.

Солник и Ноцлин доказали, что влияние валют на доходы, получаемые от инвестиций, может быть либо положительным, либо отрицательным, но самым важным является то, что это влияние может составлять значительную часть совокупного дохода (табл. 19.8, колонка V). Они отметили, что влияние валютных прибылей и убытков необходимо оценивать на уровне международного портфеля.

Также они обнаружили, что валютный риск в любом случае менее значителен, чем органический риск на соответствующих фондовых рынках. Однако валютный риск часто может быть выше изменчивости внутренней валюты на взаимосвязанном рынке облигаций (табл. 19.8, колонки VII—VIII). Рыночный риск и валютный риск никогда не смешиваются. Чаще всего наблюдается слабая или отрицательная корреляция между валютной и рыночной изменчивостью.

Оптимальное размещение активов

Солник и Ноцлин рассчитали наиболее эффективные подходы к размещению инвестиций за полный десятилетний период и за суб-периоды. Этот анализ был проведен, исходя из двух предположений:

1. Глобальная область инвестиций (включающая ценные бумаги США).
2. Неамериканская область инвестиций (включающая часть портфеля, состоящую из зарубежных ценных бумаг).

Предельный уровень эффективности, рассчитанный Солником и Ноцлином (только для акций и облигаций), представлен на рис. 19.9. и рис. 19.10. Пассивная диверсификация, проходящая вдоль линий Глобального индекса международного капитала и акций (Глобальных акций), предполагает меньшую степень риска, чем портфель, состоящий исключительно из акций и облигаций США, (уровень риска составляет 14% вместо 16%) и предоставляет доход, который на 50% выше. При международной диверсификации акций и облигаций, несмотря на изменчивость облигаций, наблюдается более низкий уровень риска. Глобальный индекс акций и облигаций, рассчитанный Солником и Ноцлином, отражает те же характеристики, что и глобальный индекс, рассчитанный исключительно для акций, но только с меньшей степенью изменчивости (10% изменчивости).

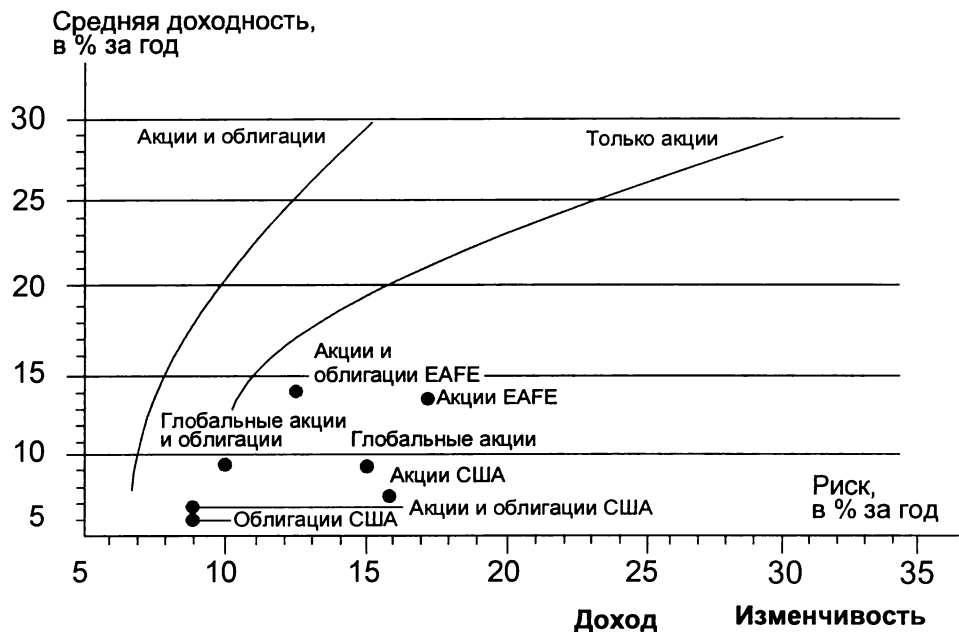
ТАБЛИЦА 19.8 РИСК И ДОХОДНОСТЬ ДЛЯ ИНВЕСТОРА, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩЕГО ОПЕРАЦИИ В ДОЛЛАРАХ США, ПЕРИОД С ДЕКАБРЯ 1970 ПО 1980 ГОД

Механизмы в разных странах	Совокупная характерис- тика	Доход в годовом исчисле- нии	Доходы от при- роста ка- питала	Дивиденды/ междуна- родный до- ход	Валютная прибыль	Совокупный		Валютный		Внутренний		Валютный	
						риск	в, % за год	риск	в, % за год	риск	в, % за год	риск	в, % за год
I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	VI	VII	VIII	VIII	VIII	VIII
в, %	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год
Акции													
Германия	183,27	11,07	-0,06	4,48	6,65	18,39	13,87	11,87					
Бельгия	219,89	12,44	-2,11	9,58	4,97	18,76	13,25	11,02					
Дания	272,49	14,18	5,71	5,98	2,49	17,65	15,41	10,25					
Франция	160,10	10,12	2,17	5,79	2,16	25,81	22,00	10,24					
Италия	23,31	2,14	3,24	3,11	-4,22	26,15	14,21	8,58					
Норвегия	205,45	11,92	4,59	3,74	3,58	29,92	28,61	8,89					
Нидерланды	242,70	13,22	0,86	6,58	5,79	18,91	16,37	10,97					
Великобритания	229,92	12,79	7,00	5,91	-0,12	31,61	28,94	8,84					
Швеция	169,57	10,52	3,62	5,06	1,84	18,06	15,05	8,89					
Швейцария	223,34	12,56	0,11	2,82	9,63	21,40	16,80	14,67					
Испания	-5,19	-0,54	-5,42	6,17	-1,29	20,26	16,71	9,10					
Австралия	192,88	11,45	6,02	4,89	0,53	27,15	24,62	9,15					
Япония	583,91	21,40	11,89	2,82	6,65	19,55	16,39	10,42					
Гонконг	853,28	25,53	21,20	4,74	-0,41	45,80	47,95	5,63					
Сингапур	372,08	16,94	18,35	3,29	-4,69	36,03	35,82	6,52					
Канада	227,03	12,69	10,07	4,50	-1,88	20,29	18,92	4,16					
США	91,71	6,78	2,34	4,45	0,00	16,00	16,00	0,00					
Облигации													
Германия	261,98	13,85	-1,19	8,23	6,81	14,35	6,91	11,87					
Франция	178,41	10,88	-1,90	10,61	2,17	11,80	4,39	10,24					
Нидерланды	227,29	12,70	-1,72	8,66	5,76	13,61	7,16	10,97					
Великобритания	159,66	10,10	-2,18	12,39	-0,12	16,29	12,30	8,84					
Швейцария	326,70	15,76	0,70	5,15	9,91	15,33	4,33	14,67					
Япония	285,65	14,67	-0,62	8,98	6,31	14,36	6,53	10,42					
Канада	40,50	3,49	-3,78	9,00	-1,73	7,93	6,16	4,16					
США	72,56	5,66	-2,48	8,13	0,00	8,96	8,96	0,00					

ТАБЛИЦА 19.8 РИСК И ДОХОДНОСТЬ ДЛЯ ИНВЕСТОРА, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩЕГО ОПЕРАЦИИ В ДОЛЛАРАХ США, ПЕРИОД С ДЕКАБРЯ 1970 ПО 1980 ГОД (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Механизмы в разных странах	Совокупная	Доход в	Доходы	Дивиденды/	Валютная	Совокупный	Внутренний	Валютный
	характерис- тика	годовом исчисле- нии	от при- роста ка- питала	междуна- родный до- ход	прибыль	риск	риск	риск
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
	в, %	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год	в, % за год
Наличные средства								
Германия	219,81	12,44	0,00	5,71	6,73	11,83	0,74	11,87
Франция	230,76	12,82	0,00	10,61	2,21	10,33	1,10	10,24
Нидерланды	2333,18	12,90	0,00	7,13	5,77	11,11	0,92	10,97
Великобритания	222,59	12,54	0,00	12,66	-0,12	8,96	1,11	8,84
Швейцария	250,90	13,49	0,00	3,78	9,71	14,72	0,80	14,67
Япония	268,91	14,07	0,00	7,79	6,28	10,44	0,84	10,42
Канада	95,10	6,97	0,0	8,76	-1,78	4,26	0,79	4,16
США	136,74	9,08	0,00	9,08	0,00	0,95	0,95	0,00
Золото и связанные с золотом инструменты								
Золотые разра- ботки и шахты в долларах США	1517,59	32,40	21,21	11,19	0,00	44,91	44,91	0,00
Индексированные кредиты во французских франках	1853,23	34,95	29,59	2,27	2,64	18,61	13,93	10,24
Золотые слитки в долларах США	1449,28	31,83	31,83	0,00	0,00	29,45	29,48	0,00

Источник: B. Solnik & B. Noetzlin, "Optimal International Asset Allocation", Journal of Portfolio Management (Fall 1982): 1.



Источник: Ibid., 16.

РИС. 19.9. ПРЕДЕЛЬНЫЕ УРОВНИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ США, ДЕКАБРЬ 1970—ДЕКАБРЬ 1980

ТАБЛИЦА 19.9 СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ИНДЕКСОВ В ДОЛЛАРАХ США, ПЕРИОД С 1970 ПО 1980 ГОД

	Совокупный доход (в процентном соотношении)	Изменчивость в годовом исчислении (в процентном соотношении)
Глобальные акции	9,4	14,2
Глобальные акции и облигации	9,4	9,6
Акции EAFE ¹	13,4	17,3
Акции и облигации EAFE	13,7	11,8
Акции США	6,8	16,0
Акции и облигации США	6,1	9,0

¹ Относятся к неамериканским акциям.

Источник: Тот же, что и для табл. 19.8.

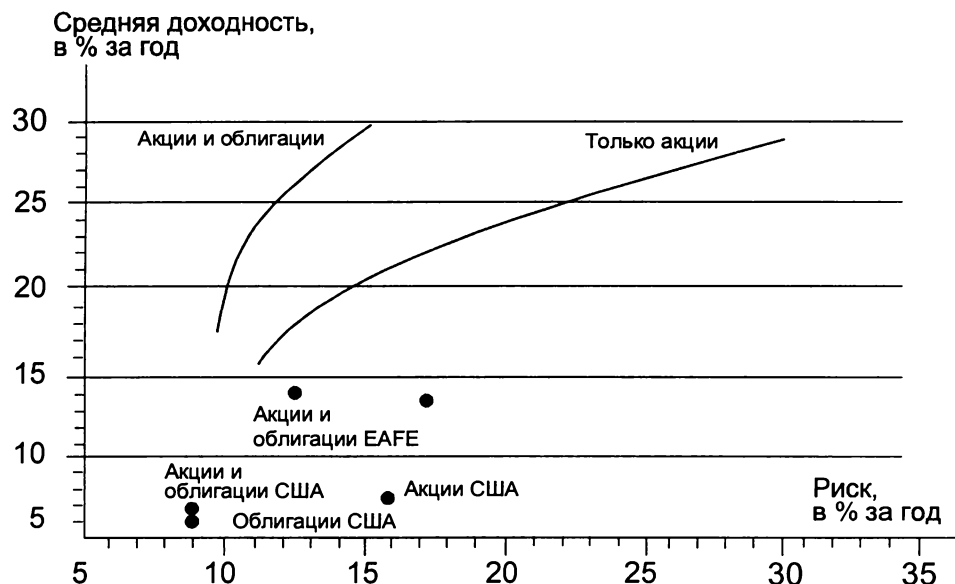


РИС. 19.10. ПРЕДЕЛЬНЫЕ УРОВНИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПОРТФЕЛЕЙ, НЕ ВКЛЮЧАЮЩИХ ЦЕННЫЕ БУМАГИ США, С 1970 ПО 1980 ГОД

Оптимальные стратегии

Оптимальное размещение активов зависит от области ценных бумаг, от того, входят ли в эту область ценные бумаги США, облигации и активы, связанные с золотом, или не входят. В табл. 19.10 показано оптимальное размещение активов за полный десятилетний период. Показаны четыре области, первая из которых включает только акции, а последняя включает уже все четыре категории ценных бумаг. В табл. 19.10 представлен минимальный риск и целевой доход (16% в данном случае) для портфелей в каждой области.

Информация, содержащаяся в табл. 19.10, позволяет нам оценить вклад каждого вида финансовых инструментов (акций, облигаций, наличных средств, активов, связанных с золотом) в присущий данному портфелю доход, риск и влияние каждого вида на разработку состава портфеля.

Анализируя табл. 19.10, необходимо отметить центральные выводы, касающиеся разработки приемлемых портфельных стратегий.

1. Если область инвестиций состоит исключительно из акций, то размещение, предполагающее минимальный риск, должно почти полностью соответствовать индексному методу размещения денежных средств.
2. Более агрессивные стратегии приводят к более высокой степени риска потенциальных убытков, существующей на более изменчивых рынках (Дальний Восток и акции разработок месторождений золота).
3. Если допускается расширение области ценных бумаг (облигации, активы денежного рынка), то размещение акций должно стать более избирательным.
4. Смешанная стратегия, включающая в себя работу с акциями, облигациями и другими категориями активов, приводит к необходимости более тщательного отбора рынков, но в то же время предоставляет собой средства по контролю за риском.

5. Активы, связанные с золотом, представляют собой средство хеджирования (диверсификация риска) и средство спекуляции (наличие в портфеле 2—3% активов, связанных с золотом, обеспечивают хеджирование).
6. Облигации США могут представлять собой основную часть портфелей с низкой степенью риска.
7. Облигации выступают в качестве средства достижения валютной диверсификации, обладающего низкой степенью риска.
8. Краткосрочные депозиты способствуют получению валютной прибыли инвестором.

ТАБЛИЦА 19.10 ОПТИМАЛЬНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКТИВОВ ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ОБЛАСТЕЙ

	А. Портфель, состоящий исключительно из акций		Б. Портфель, состоящий из акций и облигаций (за исключением активов, связанных с золотом)		В. Акции, облигации и активы, связанные с золотом		Д. Акции, облигации, наличные средства и активы, связанные с золотом	
	Минимальный риск	16% доходности	Минимальный риск	16% доходности	Минимальный риск	16% доходности	Минимальный риск	16% доходности
Доход (в % за год)	12,0	16,0	6,3	16,0	6,7	16,0	9,2	16,0
Риск (в % за год)	13,2	13,9	7,0	11,3	7,0	9,2	0,9	4,9
АКЦИИ								
Америка	49,6	36,8	5,1	10,1	5,3	4,7	0,0	0,0
Дальний Восток	21,7	39,8	0,0	28,7	0,0	18,6	1,0	19,8
Европа	<u>25,8</u>	<u>15,8</u>	<u>0,0</u>	<u>0,0</u>	<u>0,0</u>	<u>0,0</u>	<u>0,2</u>	<u>0,0</u>
	97,1	92,4	5,1	38,8	5,3	23,3	1,2	19,8
ОБЛИГАЦИИ								
Америка	0,0	0,0	70,3	4,3	70,8	28,1	1,7	0,0
Дальний Восток	0,0	0,0	6,2	17,2	6,3	13,5	0,6	0,0
Европа	0,0	0,0	<u>18,3</u>	<u>39,7</u>	<u>15,3</u>	<u>19,1</u>	<u>0,7</u>	<u>5,3</u>
			94,9	61,2	92,4	60,7	3,0	5,3
Активы, связанные с золотом	2,9	7,6	0,0	0,0	2,3	16,1	0,0	17,6
НАЛИЧНЫЕ СРЕДСТВА								
Америка	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	95,8	54,2
Дальний Восток	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1
Европа	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<u>0,0</u>	<u>0,0</u>
							95,8	57,3
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: Ibid., 17.

Оценки

Основные выводы, содержащиеся в исследовании Солника и Ноцлина, а также представленные в любом другом исследовании результатов портфельных инвестиций, всегда должны рассматриваться с учетом периодов времени, освещаемых в этих работах. Десятилетний период, изученный в работе Солника и Ноцлина, можно назвать уникальным по нескольким причинам. Во-первых, он затрагивает международный финансовый кризис 1971 и 1873 годов, который привел к двойному понижению стоимости доллара и к отмене системы фиксированных валютных курсов. Это, в свою очередь, вызвало крупные спекуляции на активах, связанных с золотом, и пятнадцатикратное повышение цен на золото. Во-вторых, этот период был отмечен значительным повышением уровня инфляции и связанных с ним увеличением цен, что привело к двукратному повышению курсов в таких странах, как США и Великобритания. Повышение цен на нефть в 1974 и 1978—1979 годах вызвало спекулятивные изменения на валютных рынках и также способствовало росту уровня инфляции. И наконец, во второй половине этого периода наблюдалось устойчивое и резкое повышение процентных ставок, результатом которого стало повышение доходов по наличным активам и значительные потери от понижения рыночной ценности активов по облигациям (если они ликвидировались из портфелей). Одним из результатов этого повышения процентных ставок стало значительное ухудшение характеристик проводимых операций на многих ведущих фондовых биржах.

Напротив, десятилетие 80-х годов характеризовалось возникновением совершенно новых условий для международной диверсификации. Давление, оказываемое инфляцией на промышленные страны, начало понемногу ослабевать. Благодаря этой стабильности характеристики проводимых операций на ведущих фондовых рынках значительно улучшились. Также в 80-х годах не наблюдалось никаких значительных изменений в структуре и операционных взаимосвязях международных денежных рынков. Длительные периоды завышенности валютных курсов стали почти привычным явлением на рынках зарубежных валют, что вызвало большую заинтересованность инвесторов. Одной из главных целей инвесторов стало стремление к завоеванию таких позиций на рынках, которые бы позволили им получать значительные выгоды от динамики валютных курсов. В период с 1982 по 1987 год процентные ставки понизились, что привело к возникновению нового глобального рынка с повышающейся конъюнктурой, открытого для осуществления инвестиций в облигации. Вместе с крахом в октябре 1987 года закончился затянувшийся подъем фондового рынка, что вызвало множество вопросов, касающихся эффективности и безопасности международной диверсификации. Тем не менее, развитие фондового рынка возобновилось в период с 1988 по 1989 год.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Международная диверсификация портфельных инвестиций может оказать значительное влияние на оценку капитальных активов. Благодаря международной диверсификации инвесторы получают возможность разрабатывать портфели, характеристики доходности и риска по которым значительно выгоднее аналогичных характеристик любого портфеля, состоящего из ценных бумаг только одной страны.

В модели, разработанной Солником для нескольких стран, риск разделен на отдельные группы рисков, определяемых глобальными факторами и рисками, присущими данной стране. Чувствительность страны к влиянию глобальных факторов зависит от внешней торговли, денежно-кредитной политики и международных потоков капиталов. Модель, разработанная для нескольких стран, доказала необходимость использования метода “топ-даун” при осуществлении международных инвестиций. Одним из важней-

ших этапов применения этого подхода является прогнозирование доходности и динамики валютных курсов на национальных рынках. После того, как сравнительная важность страны или сектора промышленности была определена, осуществляется размещение международных активов. Проблемы, возникающие при использовании этой модели, разработанной для нескольких стран, связаны с теоретическими сложностями и несогласованностями в Модели оценки капитальных активов, а также с трудностью определения мирового рыночного портфеля.

На международном уровне очень важно понимать значение эффективности и несовершенства рынка. Если оценка капитальных активов происходит на эффективных финансовых рынках, то при этом должна учитываться вся доступная информация. Широкое использование индексного метода при осуществлении международных инвестиций доказывает тот факт, что множество инвесторов полностью доверяют гипотезе рыночной эффективности. Но хотя по многим характеристикам отдельные фондовые рынки можно назвать эффективными, в то же время на этих рынках существует множество недостатков. К этим недостаткам можно отнести чрезвычайно ограниченный объем непрерывных торговых операций, концентрацию торговых операций на отдельных и немногочисленных выпусках акций, а также низкую капитализацию по сравнению с потребностями институциональных инвесторов.

По поводу валютного фактора также существуют две противоположные точки зрения. Люди, разделяющие первую точку зрения, считают, что различия по странам в доходах, получаемых по ценным бумагам, отражают ожидаемую динамику валютных курсов (Международный Эффект Фишера). А люди, разделяющие вторую точку зрения, убеждены, что валютные рынки, по своей сущности, нестабильны и подвержены длительным периодам завышенности или заниженности валютных курсов.

Первые исследования, доказывающие необходимость международной диверсификации акций, были проведены Грубелом, который на основе данных по фондовым рынкам 13 стран построил кривую предельного уровня эффективности. Леви и Сарнат расширили это исследование и рассмотрели роль процентных ставок при определении оптимальных портфелей.

Леззард провел различия между глобальными, страновыми и отраслевыми факторами, влияющими на осуществление международной диверсификации.

Исследования корреляции доходов между рынками акций и облигаций доказали существование низкой корреляции и указали на существование потенциальной возможности получения значительных выгод от построения смешанных портфелей, состоящих из акций и облигаций.

Анализ стратегий с использованием нескольких активов доказал, что работа со смешанными активами может привести к получению значительной прибыли. В 70-х и 80-х годах наблюдались значительные различия в условиях на рынках капиталов, что доказывает, что построение смешанных портфелей, включающих различные активы, будет способствовать достижению лучших показателей по каждому периоду.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ И РИСКА ПО ПОРТФЕЛЮ

Портфель, состоящий из двух ценных бумаг

Если мы имеем данные по двум ценным бумагам и по соответствующим доходностям, рискам и корреляции доходов, то мы можем определить характеристики портфелей, состоящих из двух ценных бумаг. Доходность по портфелю можно оценить следующим образом: возьмем доход по каждой отдельной ценной бумаге и умножим

его на вес данной ценной бумаги в портфеле. Например, если ценные бумаги 1 и 2 имеют веса 70—30, то мы получаем:

$$20 (0,70) + 10 (0,30) = 14 + 3.$$

Доходность по портфелю равна 17.

В табл. 19.1А приложения приводятся расчеты средней доходности по портфелям с различными весами ценных бумаг 1 и 2.

Также мы можем определить стандартное отклонение по портфелю следующим образом.

Если мы обратимся к табл. 19.2А приложения, то мы увидим, что при установленных весах 50—50 доходность по портфелю составляет 15 ($0,50 \times 20 + 0,50 \times 10 = 15$), а стандартное отклонение равно 5. Необходимо использовать формулу стандартного отклонения для портфеля:

$$\sqrt{w_1\sigma_1^2 + w_2\sigma_2^2 + 2(w_1w_2)\text{Cov}_{12}}.$$

Ковариация — это коэффициент корреляции, умноженный на стандартное отклонение двух ценных бумаг:

$$\text{Cov}_{12} = +1,0 \times 6 \times 4 = 24.$$

Если мы подставим этот результат в уравнение стандартного отклонения для портфеля, то получим:

$$\sqrt{0,5^2 36 + 0,5^2 16 + 2(0,5 \times 0,5) 24} = 5.$$

ТАБЛИЦА 19.1А ПРИЛОЖЕНИЯ СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ, СТАНДАРТНОЕ ОТКЛОНЕНИЕ И ВАРИАЦИЯ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ 1 И 2

	Ценная бумага 1	Ценная бумага 2
Средняя доходность	20	10
Вариация	36	16
Стандартное отклонение	6	4

ТАБЛИЦА 19.2А ПРИЛОЖЕНИЯ СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ И СТАНДАРТНОЕ ОТКЛОНЕНИЕ ПО ПОРТФЕЛЯМ ЦЕННЫХ БУМАГ 1 И 2. ПО УСТАНОВЛЕННЫМ АЛЬТЕРНАТИВНЫМ КОЭФФИЦИЕНТАМ ДОХОДНОСТИ

Состав портфеля		Средняя доходность по портфелю	Альтернативные коэффициенты		
			+1	0	−1
1	2		Стандартное отклонение по портфелю		
100-	0	20	6	6	6
70-	30	17	5,4	4,37	2,97
50-	50	15	5	3,6	1
30-	70	13	4,6	3,33	1
0-	100	10	4	4	4

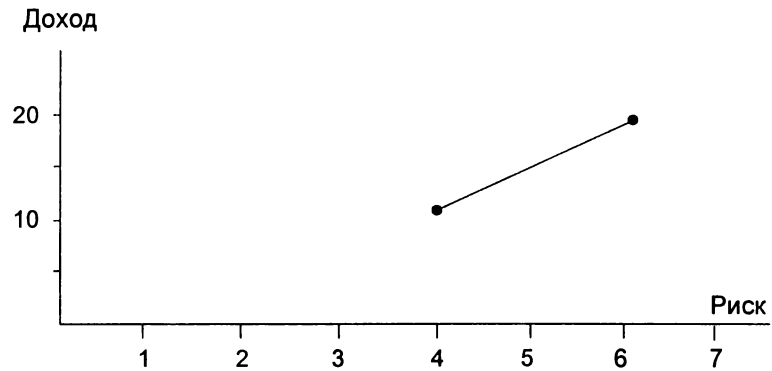


РИС. 19.1А ПРИЛОЖЕНИЯ. ГРАФИК ИНВЕСТИЦИОННЫХ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ПРИ УСЛОВИИ, ЧТО КОРРЕЛЯЦИЯ ДОХОДНОСТИ РАВНА +1,0

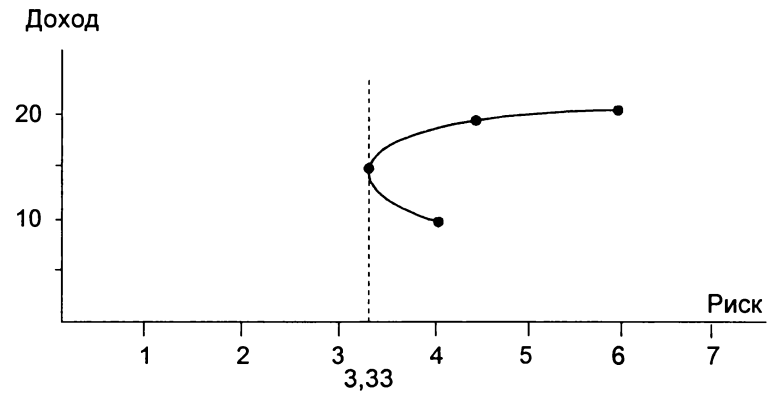


РИС. 19.1Б ПРИЛОЖЕНИЯ. ГРАФИК ИНВЕСТИЦИОННЫХ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ПРИ УСЛОВИИ, ЧТО КОРРЕЛЯЦИЯ ДОХОДНОСТИ РАВНА 0

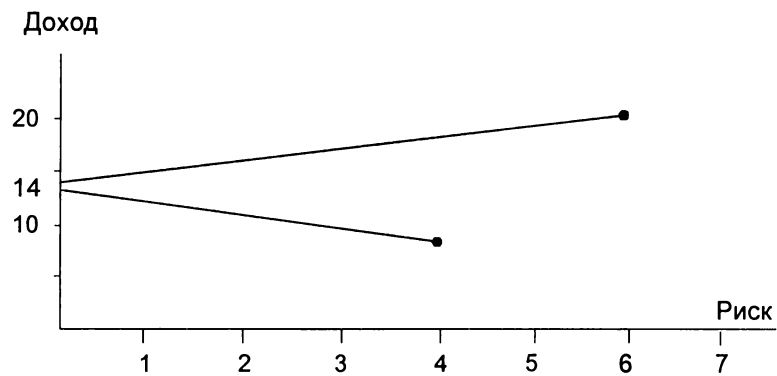


РИС. 19.1В ПРИЛОЖЕНИЯ. ГРАФИК ИНВЕСТИЦИОННЫХ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ПРИ УСЛОВИИ, ЧТО КОРРЕЛЯЦИЯ ДОХОДНОСТИ РАВНА -1,0

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Объясните, как международная диверсификация оказывает влияние на оценки международных капитальных активов.
2. Объясните, что понимается под доминирующим и второстепенным портфелями.
3. В этой главе мы говорили, что для применения модели, разработанной Солником для нескольких стран, требуется осуществление специальных шагов. Что это за шаги и каково их логическое обоснование?
4. Укажите различия между эффективностью рынка и несовершенствами рынка.
5. Какие методы можно использовать для объяснения дифференцированной оценки активов международного рынка капитала?
6. Назовите основные результаты исследований Грубела и Леви и Сарната. Что доказали эти исследования?
7. Назовите факторы, вызывающие высокую корреляцию доходов между национальными рынками акций.
8. По мнению Леззарда международные инвестиции отличаются от внутренних инвестиций по трем признакам. Назовите эти признаки. Укажите основной вклад исследования Леззарда в анализ международных инвестиций.
9. Назовите основные аргументы в пользу включения международных и зарубежных облигаций в диверсифицированный портфель.
10. Солник и Ноцлин разработали несколько верных или оптимальных инвестиционных стратегий. Что это за стратегии? Рекомендуются ли использовать индексный метод? Какое значение придавали эти ученые активам, связанным с золотом, и краткосрочным депозитам?
11. Солник и Ноцлин провели сравнительный анализ доходов и рисков по четырем различным категориям активам. Сделайте краткие выводы по этому анализу.
12. Назовите черты сходства и отличия между периодом исследования Солника и Ноцлина (1970-1980) и периодом 1980-1990 гг. Могут ли эти черты повлиять на выбор оптимальных стратегий инвестиций? Каким образом?
13. Вам даны следующие задания:
 - а. Закончите таблицы, определив значение отношения рыночной цены акции к чистой прибыли и ковариацию.
 - б. Определите доходность и риск, значение отношения рыночной цены акции к чистой прибыли по портфелям, состоящим из двух ценных бумаг с весами 50—50 (6 портфелей).
 - в. Составьте позиции риск-доходность для шести портфелей, указанных выше (б) на основе двух показателей.
 - г. Укажите, какие из портфелей являются доминирующими, а какие — второстепенными.

	Доход- ность		Риск	Цена	Доход на одну акцию		Корреляционная матрица			
США	1	25	7	\$ 100	10		1	2	3	4
	2	15	5	50	5	1	—	0,60	0,80	0,30
Франция						2		—	0,20	0,70
	3	25	7	FF 600	30	3			—	0
	4	15	6	300	15	4				—

14. Используя данные, указанные в предыдущем вопросе, определите портфельные доход и риск для следующих портфелей, состоящих из двух ценных бумаг с весами 100—0, 70—30, 50—50, 30—70, 0—100. Составьте доход и риск по каждому портфелю обычным способом.
- 1 и 3.
 - 1 и 4.
 - 2 и 3.
 - 2 и 4.
15. Предположим что вы используете модель, построенную для нескольких стран. Какую структуру своего портфеля вы выберете, если вы располагаете приведенной ниже информацией? В данном случае внимание американского управляющего портфелем инвестиций сосредоточено на доходе в долларах. Прогнозы на следующий год представлены в таблице.

ИНФОРМАЦИЯ ПРОГНОЗОВ ДЛЯ ЧЕТЫРЕХ НАЦИОНАЛЬНЫХ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ

Страна и ценные бумаги (акции)	Ожидаемый доход	Коэффициент "бета"
США		
Безрисковая ставка	8	
Внутренний фондовый рынок	12	1,0
Простые акции 1	14	1,2
Простые акции 2	12	1,3
Простые акции 3	10	0,8
Германия		
Безрисковая ставка	0	
Внутренний фондовый рынок	14	1,0
Простые акции 4	17	1,8
Простые акции 5	15	1,1
Простые акции 6	11	0,9
Курс обмена валют (доллар/немецкая марка)	+4	
Гонконг		
Безрисковая ставка	12	
Внутренний фондовый рынок	18	1,0
Простые акции 7	20	2,0
Простые акции 8	17	1,2
Простые акции 9	13	0,7
Курс обмена валют (доллар/доллар Гонконга)	—3	
Австралия		
Безрисковая ставка	10	
Внутренний фондовый рынок	16	1,0
Простые акции 10	19	1,1
Простые акции 11	17	1,4
Простые акции 12	11	0,8
Курс обмена валют (доллар/австралийский доллар)	+6	

Случай 1. ОРГАНИЗАЦИЯ ОТДЕЛЕНИЯ ПО ИЗУЧЕНИЮ АКЦИЙ**ЧАСТЬ I¹: ПРЕДЛОЖЕНИЕ МИСТЕРА БОУЭНА**

Мистер Дэвид Хэлвестром организовал встречу в Джоном Боуэном, исполняющим обязанности президента в брокерской фирме среднего размера на Уолл Стрит. Мистер Боуэн предложил Мистеру Хэлвестрому возглавить создаваемое отделение по изучению акций, которое будет находиться в Лондоне. Главной задачей этого отделения будет изучение европейских акций, особенно на территории расширяющегося Экономического Сообщества (ЕЭС). Мистер Хэлвестром должен будет приступить к своей новой работе немедленно. Он известил о своем переходе на новую работу своего прежнего работодателя три недели назад. Этим работодателем была небольшая британская фирма, занимающаяся управлением денежными средствами паевых трастов. Под управлением этой фирмы находилось приблизительно 900 миллионов фунтов, инвестированных в акции и облигации. Более трети этой суммы было инвестировано в небританские акции.

Мистер Боуэн выделил основные принципы и стратегию своей фирмы. Эта фирма называлась «Дельта Инвестмент Менеджерз» (Delta Investment Managers) и была расположена в Нью-Йорке. Также этой фирме принадлежали розничные отделения в Чикаго и на Западном побережье. Его фирме становилось все более трудно сохранять свою клиентуру, так как все больше и больше постоянных клиентов этой фирмы высказывали заинтересованность в зарубежных рынках акций, а эти рынки были вне зоны охвата исследований, проводимых персоналом фирмы в Нью-Йорке. Штат фирмы в Нью-Йорке состоял из 12 аналитиков, проводящих исследования по более чем 1500 компаний в США и по большинству секторов рынка облигаций. Фирма мистера Боуэна также выступала в качестве консультанта по инвестициям для группы из пяти тесно связанных инвестиционных фондов открытого типа, под управлением которой находился почти 1 млрд. долл. В ситуациях, когда возникала необходимость предоставления новых денежных фондов государству (особенно международных или глобальных фондов), такой шаг не предпринимался из-за необходимости сохранения адекватной способности проводить исследования.

Далее мистер Боуэн указал, что один из его партнеров прочел отчет, в котором было высказано предположение, что к 1998 году во всем мире останется не больше 40 фирм, ориентированных на международные операции и управляющих денежными средствами в акциях и облигациях. В период с 1990 по 1998 годы более ста фирм небольшого и среднего размера, занимающихся управлением денежными средствами и брокерскими операциями с акциями, либо будут поглощены через слияния, либо будут вынуждены искать другие направления деятельности.

ЧАСТЬ I: ПРЕДЛОЖЕНИЕ МИСТЕРА БОУЭНА

Мистер Боуэн обратился к мистеру Хэлвестрому с просьбой разработать план действий по организации отделения, основной задачей которого будет исследование акций. Это отделение будет расположено в Лондоне. Также мистер Боуэн предложил мистеру Хэлвестрому прибыть на следующей недели в Нью-Йорк для представления этого отчета Мистеру Боуэну и его партнерам.

Мистер Хэлвестром разыскал статью в одной из ведущих лондонских финансовых газет. Эта статья дала мистеру Хэлвестрому много поводов для размышлений.

¹ «Часть II: План мистера Боуэна» приводится в конце главы 20.

“Оружие в борьбе”

Отрасль бизнеса, занимающаяся исследованием европейских акций, переживает в настоящее время что-то вроде возрождения. Спрос на европейские акции различных учреждений в Великобритании и в других странах достиг такого уровня, что международные банки и торговые дома, работающие с ценными бумагами, в срочном порядке расширяют свои европейские исследовательские отделения как по числу охватываемых рынков и акций, так и по числу задействованных аналитиков.

За растущей заинтересованностью инвесторов в европейских акциях стоит множество факторов. Устойчивые благоприятные характеристики континентальных рынков Европы привлекли внимание фирм, управляющих денежными средствами и постоянно ищущих новые возможности, тем более что в настоящее время рынок Великобритании заметно ослабел. Приближающееся объединение европейских рынков в 1992 году ясно показало потенциальные возможности, открывающиеся для совместных предприятий и для слияний предприятий, что вызвало необходимость получения более точной и полной информации, касающейся европейских предприятий и компаний.

Тот факт, что финансовые рынки по всему континенту практически не регулируются, облегчил доступ к европейским акциям, а повышение объема торговых операций, проводимых с помощью Международной электронной системы биржевых котировок Лондонской фондовой биржи, стимулировало повышение заинтересованности международных инвесторов во все большем количестве европейских акций.

Все крупные фирмы согласны с утверждением, что отделения по исследованию акций являются важным оружием в борьбе между компаниями, стремящимися отвоевать себе место на этом быстро развивающемся рынке, на котором, по приблизительным расчетам лондонских специалистов, за один год оборачивается акций на сумму, превышающую 40 млрд. фунтов.

В последние два года были затрачены большие суммы денег и много сил и времени на создание исследовательских отделений, которые бы смогли удовлетворить спрос инвесторов на информацию о европейских акциях.

Большинство фирм, занимающихся работой с ценными бумагами, в настоящий момент предлагают информацию по ведущим акциям семи стран: Западной Германии, Франции, Швейцарии, Италии, Нидерландов, Швеции и Норвегии. Все возрастает число фирм, предоставляющих данные исследований по Испании, Финляндии и Дании, но только несколько из них могут предоставить данные, затрагивающие более отдаленные рынки, такие как Австрия, Португалия и Греция. Число аналитиков, которых раньше можно было пересчитать по пальцам одной руки, теперь исчисляется десятками. Но и этого явно недостаточно, так как большинство фирм из всех сил стремятся предоставлять своим клиентам данные исследований по нескольким сотням европейских акций.

Однако очень трудно на практике определить, какой смысл фирмы вкладывают в понятие “охват”. Многие европейские компании, управляющие денежными средствами, на своем опыте обнаружили, что брокер, утверждающий, что он “охватывает” несколько сотен европейских акций, чаще всего может предоставить полный анализ только по эмиссиям первоклассных акций, тогда как исследования по другим — в особенности по акциям второго класса — в лучшем случае поверхностны, а в худшем вообще не существуют.

Неофициальный опрос мнений европейских компаний, управляющих денежными средствами, показал, что большинство из них находят удовлетворительным качество исследований ведущих акций на крупных континентальных рынках. Однако, они недовольны отсутствием или недостатком информационного охвата акций второго класса, исследования по которым чаще всего схематичны.

Один из управляющих, мистер Лестер Вудфилд из расположенной в Эдинбурге компании “Глобал Менеджмент” (Global Management), так прокомментировал эту ситуацию: “Объем времени и средств, направленный на получение информации, касающейся небольших компаний в Европе, все еще остается ничтожным”.

Мнение мистера Вудфилда перекликается с мнением другого управляющего денежными средствами в Европе, который отметил: “Информационный охват европейских ценных бумаг остается сравнительно низким, так как слишком много фирм предоставляют информацию по одним и тем же акциям. Исследовательские фирмы, расположенные в Лондоне, чаще всего предоставляют информацию только по одному или двум видам акций второго класса, хотя это именно та область, которая обладает лучшими характеристиками и в которую мы бы хотели вкладывать средства”.

Этот недостаток информационного охвата акций второго класса вынуждает управляющих денежными средствами, таких как Лестер Вудфилд, обращаться в менее крупные континентальные брокерские фирмы, такие как немецкий Bankhaus Reuschel или французский Rondebanque.

Эти брокерские фирмы, чаще всего независимые, не всегда имеют достаточно возможностей обеспечить всесторонний анализ национальных и крупных европейских рынков, но могут предоставить информацию по местным, менее известным компаниям, которую их более крупные конкуренты чаще всего не в состоянии предложить.

И все же исследования, предоставляемые континентальными брокерскими фирмами, как небольшими, так и крупными, очень часто подвергаются критике за их слишком узкую и “местническую” направленность. “Лондон опережает все другие фирмы по способности проведения исследований по европейским рынкам, в отличие от фирм, например, во Франции или Германии, которые не имеют никаких возможностей по сбору информации, касающейся крупных европейских рынков”, заявил один из управляющих денежными средствами.

Недостаток традиций проведения всесторонних анализов акций является, наверное, одной из причин того, что качество континентальных исследований считается более низким по сравнению с исследованиями фирм в Великобритании. Еще две причины — это недостаток оплаты и практики. Мистер Марк Пелуа, председатель Pelloit-Bry, лондонского отделения французской брокерской компании Rondebanque, согласен с тем, что исследования во Франции уступают по качеству исследованиям, проводимых в Великобритании. Он объяснил это тем, что во Франции хорошие специалисты редко задерживаются на своих местах работы подолгу; так как если они показывают хорошие результаты в анализе акций, они очень быстро переходят к управлению денежными средствами.

Аналитики не получают достаточной оплаты за свою работу в фирмах на континенте, и такая же ситуация наблюдается в аналогичных фирмах, расположенных в Великобритании. “Французы не осознают того, что хороший аналитик должен оставаться хорошим аналитиком и должен получать соответствующую оплату за свою работу”, прокомментировал создавшееся положение мистер Пелуа.

И хотя некоторые европейские компании делают попытки по улучшению качества своих исследований с помощью привлечения к работе брокерских фирм Великобритании (например, приобретение компанией BNP фирм Quilter Goodison и ARK Securities), большинство фирм использует другие механизмы.

Только в Париже за последние несколько лет произошло по крайней мере четыре поглощения брокерских фирм крупными компаниями Великобритании: компания BZW поглотила Puget Mahre; Warburg Securities — Bacot Allain; County Natwest — Sellier; и James Capel — DKL. Компания James Capel также приобрела фирму Van Meer в Амстердаме, а компания Warburg недавно осуществила покупку контрольного пакета акций в брокерской фирме Berwein Wertpapierhandels und Borsenmakler в Мюнхене.

Стремясь предоставить своим клиентам наилучшее обслуживание, некоторые фирмы предлагают новый метод исследования акций — международный анализ. В отличие от традиционной практики, предполагающей специализацию аналитиков по изучению отдельных стран, при новом подходе специализация аналитиков происходит по секторам или отраслям.

В результате этого управляющим денежными средствами предоставляется анализ секторов, в которых международные факторы играют особенно важную роль. Отраслями, исследования по которым чаще всего проводятся на основе международного подхода, являются:

страхование/банковское дело, химическая/фармацевтическая промышленность, автомобилестроение, электроника и нефтепереработка.

Специалисты, признающие важность международного анализа, утверждают, что растущая техническая сложность различных отраслей промышленности делает необходимым осуществление специализации. Но критики этого подхода доказывают, что новый метод связан с излишними затратами и почти не приспособлен к потребностям управляющих денежными средствами.

Однако еще ни одна фирма не полагается исключительно на международный анализ; большинство из них пытаются найти “золотую середину” между этими двумя методами, но все же большее значение придается традиционному методу изучения отдельных стран. “В настоящий момент на стоимость акций оказывают большее влияние условия на внутреннем рынке, а не международные факторы”, объяснил один из главных аналитиков.

Один из председателей исследовательского отделения в Великобритании, являющийся приверженцем старого подхода, утверждает, что его клиенты не проявили никакой заинтересованности в международном анализе. “Девяносто пять процентов управляющих денежными средствами классифицируют свои портфели по странам, поэтому если исследовательские фирмы хотят работать эффективно и получать достаточную прибыль, они также должны организовывать свои исследования на национальной основе. В любом случае, секторный анализ связан с новым пластом расходов, потому что аналитики, специализирующиеся на секторах, чаще всего выполняют лишь дополняющие функции по отношению к тем аналитиками, которые занимаются изучением национальных рынков”.

Персонал, составленный из высококвалифицированных аналитиков, может помочь фирме в Великобритании завоевать новых британских клиентов, или фирме в США завоевать больше американских клиентов; но могут ли исследования высокого качества привлечь клиентов, например, из Франции, Германии или Швейцарии? Ведь эти страны все еще остаются незатронутым и огромным потенциальным рынком.

Ответ на этот вопрос скорее всего будет отрицательным. Когда возникает необходимость проведения исследований по акциям внутри страны, большинство инвестиционных компаний остаются верными своим национальным фирмам, занимающимся изучением ценных бумаг. А когда они нуждаются в информации по менее известным зарубежным компаниям, они обращаются к фирме, действующей на территории той же страны, что и изучаемая компания.

Один из председателей лондонской исследовательской компании так прокомментировал эту ситуацию: “Я думаю, что нам еще очень далеко до того времени, когда управляющий денежными средствами в Германии будет консультироваться с брокером в Испании об акциях в Италии”.

ДЕСЯТЬ ВЕДУЩИХ ФИРМ, РАСПОЛОЖЕННЫХ В ЛОНДОНЕ И ЗАНИМАЮЩИХСЯ ИССЛЕДОВАНИЕМ КОНТИНЕНТАЛЬНЫХ ЕВРОПЕЙСКИХ АКЦИЙ¹

	Акции	Рынки	Аналитики
Barclay's de Zoete Wedd	228	7	26
BNP Securities	175	12	13
James Capel	240	10	27
County Natwest	350	9	20
Hoare Govett	300	13	12
Kleinwort Benson	353	12	15
Smith New Court	350	6	8
Swiss Bank Corporation	200	7	12
UBS Phillips & Drew	200	12	17
Warburg Securities	521	11	14

¹ В алфавитном порядке и по возрастанию числа изучаемых акций и рынков и количества привлекаемых аналитиков.

Краткая библиография

- Cholerten, K., P. Pieraerts, and B. Solnik. "Why Invest in Foreign Currency Bonds?" *Journal of Portfolio Management*, Summer 1986.
- Divecha, A., J. Drach, and D. Stefek. "Emerging Markets: A Quantitative Perspective," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1992.
- Grubel, H. G. "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows," *American Economic Review*, December 1968.
- Ibbotson, R., L. Siegel, and K. Love. "World Wealth: Market Values and Returns," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1985.
- Jorion, P., and L. Rossenberg. "Synthetic International Diversification," *Journal of Portfolio Management*, Winter 1993.
- Lessard, D. "World, Country and Industry Relationships in Equity Returns: Implications for Risk Reduction Through International Diversification," *Financial Analysts Journal*, January-February 1976.
- Levy, H., and Z. Lerman. "The Benefits of International Diversification of Bonds," *Financial Analysts Journal*, September-October 1988.
- Levy, H., and M. Samat. "International Diversification of Investment Portfolios," *American Economic Review*, September 1970.
- Park, Keith K.H., and Antoine W. Van Agtmael. *The World's Emerging Markets*. Probus, Chicago 1993.
- Ripley, Duncan M. "Systematic Elements in the Linkage of National Stock Market Indices," *The Review of Economics and Statistics*, 1973.
- Roll R., "The International Crash of October 1987," *Financial Analysts Journal*, September-October 1988.
- Solnik, B., and B. Noetzlin. "Optimal International Asset Allocation," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1982.
- Solnik, B., *International Investments*. Reading, MA: Addison Wesley, 1991.
- Solnik, B., "Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?" *Financial Analysts Journal*, July 1974.
- Speidell, L., and R. Sappenfield. "Global Diversification in a Shrinking World," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1992.
- Wainscott, C.B., "The Stock-Bond Correlation and Its Implications for Asset Allocation," *Financial Analysts Journal*, July-August 1990.

Оценка и управление ИНВЕСТИЦИЯМИ

ВВЕДЕНИЕ

Основным вопросом, который мы рассмотрим в этой главе, будет операционный аспект международных портфельных инвестиций. Мы проведем различия между индивидуальными инвестициями и инвестициями кредитно-финансовых учреждений, а также изучим технику и методы, которые каждый из указанных инвесторов использует для осуществления своих инвестиционных операций. Мы проанализируем структуру инвестиционных портфелей с точки зрения активного и пассивного подходов к управлению. И наконец, мы рассмотрим методы, используемые для определения инвестиционных характеристик.

УЧЕБНЫЕ ЦЕЛИ В ЭТОЙ ГЛАВЕ

1. Понять смысл специфических проблем, с которыми сталкиваются индивидуальные и институциональные инвесторы при осуществлении международных инвестиций.
2. Приобрести знания, касающиеся основных механизмов, используемых инвесторами для осуществления инвестиций в зарубежные акции.
3. Рассмотреть альтернативные стратегии, используемые глобальными инвесторами, и их применение с учетом ожидаемого дохода, риска и затрат.
4. Изучить различные показатели, используемые для определения характеристик международных инвестиций, обращая внимание как на теоретические, так и на институциональные аспекты.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ	
<ul style="list-style-type: none"> • активное управление • инвестиционный фонд закрытого типа • предельный уровень эффективности • избыточный доход • глобальный инвестиционный фонд • индексный фонд • международный инвестиционный фонд • модифицированное активное управление • инвестиционный фонд открытого типа • пассивное управление 	<ul style="list-style-type: none"> • портфельное страхование • критерий Шарпа (Sharpe) • инвестиционный фонд, действующий в одной стране • органический риск • подход "топ-даун" • критерий Трейнора (Treynor) • паевой траст • неорганический риск • мировой рыночный портфель

СОКРАЩЕНИЯ	
TAM	— Тактическое управление активами
GIC	— Контракт с гарантированными инвестициями
CFTC	— Комиссия по срочной биржевой торговле
SML	— Линия рынка ценных бумаг
UTA	— Ассоциация паевых трастов

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ МЕХАНИЗМЫ И ИНДИВИДУАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

Индивидуальные инвесторы при осуществлении международных инвестиций сталкиваются со многими проблемами. Во-первых, основная проблема, касающаяся индивидуальных инвесторов, связана с небольшим размахом инвестиционных операций. Во-вторых, индивидуальные инвесторы, стремящиеся использовать выгодные преимущества международных инвестиций, должны располагать достоверными источниками информационных потоков, являющихся основой управления международными диверсифицированными портфелями. В-третьих, оценки должны составляться только по конкретным ценным бумагам в выбранных отраслях и с учетом конкретных условий, существующих на валютных рынках. В-четвертых, получение опыта и навыков работы должно происходить при личных дружественных контактах. И наконец, индивидуальный инвестор должен разрабатывать административные процедуры для осуществления инвестиционных операций. Эти процедуры должны также соответствовать требованиям хранения ценных бумаг. Все вышеперечисленные требования часто оказываются слишком обременительными для индивидуальных инвесторов. Поэтому индивидуальные инвесторы разрабатывают инвестиционные механизмы, направленные на решение большинства этих сложных вопросов в международных инвестициях.

В табл. 20.1 представлены пять альтернативных инвестиционных механизмов для осуществления паевых вложений в зарубежные акции, доступные индивидуальным инвесторам. К этим инструментам относятся: прямое приобретение ценных бумаг на зарубежных рынках, использование Американских депозитных квитанций (ADR), а также три вида инвестиционных фондов — фонд, действующий в одной стране, международный фонд и глобальный фонд. Использование инвестором первых двух инструментов не приводит к значительному сокращению транзакционных затрат, а также не обеспечивает профессиональное управление портфелем или диверсификацию активов. Однако использование указанных трех видов инвестиционных фондов обеспечивает некоторые из этих преимуществ.

Прямое приобретение ценных бумаг

Первый инструмент, описанный в табл. 20.1, — это прямое приобретение ценных бумаг на зарубежных рынках. Для использования этого метода требуется, чтобы банк или фирма, работающая с ценными бумагами и желающая приобрести или продать акции, предоставила полномочия своему отделению или фирме-корреспонденту на осуществление операций на зарубежных фондовых рынках. По этим операциям предусматривается выплата двух видов комиссий или трансакционных издержек. Одна комиссия уплачивается за осуществление валютных операций, а другая производится в форме оплаты за операции на фондовой бирже или является дилерским спрэдом.

Инвесторы, приобретающие индивидуальные выпуски ценных бумаг, подвергаются четырем типам риска: региональному риску, валютному, органическому и неорганическому риску. С точки зрения международного портфеля, эти риски можно кратко определить следующим образом:

1. *Региональный риск.* Связан с экономическими и политическими изменениями в стране, которые оказывают неблагоприятное воздействие на стоимость ценных бумаг или устанавливают ограничения, препятствующие осуществлению инвестором ликвидации инвестиций на выгодной основе.
2. *Валютный риск.* Связан с неблагоприятными тенденциями в динамике изменений стоимости инвестированных валютных средств на валютном рынке. Этому риску подвержены как валюты в системе фиксированных курсов, так и в системе плавающих курсов.
3. *Органический риск.* Этот вид риска также называют “рыночным” риском. Национальные рынки акций и облигаций предлагают различные уровни доходности в разные периоды владения. Это объясняется рыночными колебаниями. Уровень рыночного риска специфичен для каждого отдельного национального рынка. Например, доходы на рынке Гонконга изменяются с течением времени в большей степени, что на любом из фондовых рынков Нью-Йорка или Лондона. Органический риск невозможно диверсифицировать в портфеле ценных бумаг.
4. *Неорганический риск.* Связан с изменчивостью доходов по каждой отдельной ценной бумаге. Любая ценная бумага демонстрирует собственную модель изменчивости. Компании, занимающиеся продажей строительных товаров или средств производства, в большей степени подвержены неорганическому риску по доходам от своих ценных бумаг, чем компании, осуществляющие продажу товаров не столь длительного пользования. Неорганический риск диверсифицируется в портфеле ценных бумаг.

Инвесторы получают доход по своим ценным бумагам, который можно подразделить на несколько компонентов. Мы можем определить эти компоненты дохода по индивидуальным ценным бумагам следующим образом. С точки зрения зарубежной валюты, к этим компонентам относятся доходы от прироста капитала¹/потери от понижения рыночной стоимости активов плюс дивиденды. С точки зрения внутренней валюты, они включают понижение/повышение стоимости валюты, плюс доходы от прироста капитала/потери от понижения рыночной стоимости активов, плюс дивиденды. Пример поможет нам лучше понять это разделение.

¹ Как результат роста рыночной стоимости активов.

ТАБЛИЦА 20.1 ПЯТЬ ИНСТРУМЕНТОВ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ В МЕЖДУНАРОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Вид механизма	Характеристики механизма	Преимущества	Риск для инвестора	Фактор затрат	Специфические проблемы
1. Прямое приобретение на зарубежных рынках	Привлечение брокера или банка для приобретения акций на зарубежном фондовом рынке	Приобретение на тех рынках, где доступны самые низкие цены. Возможность выбора альтернативных вариантов	Неорганический. Органический. Валютный риск.	Цены на внутреннем рынке плюс трансакционные издержки (валютная разница плюс комиссия, уплачиваемая за операции на фондовой бирже)	Использование этого механизма может быть связано с относительно высокими транзакционными издержками
2. Американские депозитные квитанции (ADR)	Депозитные расписки выпускаются на иностранные акции, депонированные в банке США	Низкие транзакционные издержки. Позволяют избежать проблемы обратного притока. Облегчает диверсификацию портфеля	Неорганический. Органический. Валютный риск	Долларовая стоимость ADR устанавливается в соответствии с их стоимостью на первичном рынке во внутренней валюте, умноженной на долларовую стоимость внутренней валюты	Возникает проблема внутренней ликвидности, особенно в дни, когда первичный рынок не осуществляет свои операции. Участие малых фирм обычно исключается
3. Фонд, действующий в одной стране	Инвестиции ограничены акциями одной страны. Инвестиционный фонд закрытого типа	Помогает получить доступ на рынок, закрытый для зарубежных инвесторов	Органический. Валютный риск.	Чистая стоимость активов плюс/минус премия или скидка	Высокая концентрация валютного и регионального риска
4. Международный фонд	В США это международные диверсифицированные фонды, в которых не включаются акции, выпущенные в США	Низкие затраты на управление. Диверсифицированный портфель	Модифицированный органический риск*. Риск повышения стоимости доллара	Чистая стоимость активов. Ежегодная комиссия за управление	
5. Глобальный фонд	В США это международные диверсифицированные фонды, в которые включаются акции, выпущенные в США	Низкие затраты на управление. Диверсифицированный портфель	Глобальный рыночный риск*	Чистая стоимость активов. Ежегодная комиссия за управление	

* Различие между международным и глобальным фондами состоит в том, что в глобальный фонд включаются акции США, а в международный фонд эти акции не включаются. Считается, что международный фонд связан с меньшей степенью органического риска, чем фонд любой страны. Использование глобального фонда обеспечивает большие выгоды от диверсификации риска по причине включения акций США. Понятие глобального рыночного риска основано на идее единого мирового рынка акций, на котором существуют значительные возможности диверсификации и низкий органический риск.

Германский инвестор приобретает 1000 акций Джeneral Моторз (General Motors) по цене 50 долларов за акцию. Обменный курс немецких марок на доллары в настоящий момент составляет DM/\$=1,60. В течение периода владения этими акциями инвестор получает дивиденды в размере 2,00 долларов по каждой акции, а к моменту получения дивидендов обменный курс составляет DM/\$=1,70. В конце года инвестор продает акции Джeneral Моторз по цене 53 доллара за акцию, а обменный курс в это время составляет DM/\$=1,75. Если не учитывать комиссий и налогов, то распределение доходов можно записать следующим образом.

ДОХОД, РАССЧИТАННЫЕ В ДОЛЛАРАХ

Затраты на приобретение.....	50000
Дивиденды	2000
Доходы от реализации.....	53000
Брутто-сумма, полученная	55000
Прибыль 5000	(10,0%)
Доля дивидендов в прибыли	40%
Доля доходов от прироста капитала в прибыли	60%

ДОХОД, РАССЧИТАННЫЙ В НЕМЕЦКИХ МАРКАХ

	Общая сумма	Прибыль, полу- ченная за счет изменений в курсах валют	Первоначаль- ные дивиден- ды	Чистый доход от прироста капитала ⁵
Затраты на приобре- тение	80000			
Дивиденды	3400	200 ¹	3200 ¹	
Доходы от реализа- ции	92750 ²			
Увеличение стоимо- сти	12750	7950 ³	—	4800
Совокупная прибыль	16150 ⁴	8150	3200	4800
В процентах от сово- купной прибыли	100,0	50,5	19,8	29,7

¹ На основе первоначального обменного курса 1.60.

² 53000 долларов x 1,75= 92750.

³ 53000 долларов x 1,60 = 84800. Также 92750 — 84800 = 7950.

⁴ 3400 долларов + 12,750 = 16150. Совокупная прибыль составляет 20,19% инвестиций.

⁵ Если предположить, что в обменном курсе не произошло никаких изменений.

Американская депозитная квитанция (ADR)

Второй инструмент, Американская депозитная квитанция (ADR), представляет собой расписку, выдаваемую американскими банками и подтверждающую тот факт, что банк владеет эквивалентным количеством акций, выпущенных зарубежной компанией. Чаще всего ADR предоставляются крупными коммерческими банками, такими как Morgan Guaranty Trust Company, Ситикорп (Citicorp) и Банк Нью-Йорка (Bank of New York). Эти банки выполняют функции по хранению ценных бумаг и получают небольшие комиссионные вознаграждения за свои услуги.

Брокеры в США, работающие с ценными бумагами, широко используют ADR в своих операциях на рынке. Рыночная стоимость ADR — это стоимость депонированной банком ценной бумаги на первичном рынке (рассчитанная в валюте), умноженная на долларовую стоимость внутренней валюты и скорректированная с учетом количества включенных в ADR депонированных иностранных акций. Следующий пример иллюстрирует эти расчеты.

Рыночная стоимость ADR	= стоимость депо- нированной ино- странный ценной бумаги	х	количество долла- ров на единицу внутренней валюты	х	множитель, равный числу акций, вклю- ченных в ADR
18,00 долларов	= 1,20 фунтов	х	1,50 долларов	х	10

Инструмент ADR можно рассматривать как вариацию метода прямых приобретений, но с некоторыми незначительными преимуществами. Эти преимущества включают:

1. Избежание любых прямых или явно выраженных валютных операционных затрат.
2. Возможность проводить торговые операции с зарубежными ценными бумагами в течение рабочих часов на фондовом рынке инвестора, а не в течение торговых часов фондового рынка, на котором зарегистрированы ценные бумаги, лежащие в основе ADR, и на котором проводятся торговые операции с этими ценными бумагами. В период с 1985 по 1994 гг. количество ADR, обращающихся на рынке в Нью-Йорке, удвоилось и превысило 1000. В то же время, количество зарубежных акций, по которым предоставляются ADR, остается несколько ограниченным — многие страны не используют ADR (табл. 20.2), а компании с невысоким уровнем капитализации, чаще всего вообще не применяют этот инструмент. Это объясняется тем, что при осуществлении приобретения ADR индивидуальные инвесторы чаще всего сталкиваются с препятствиями, ограничивающими возможность полного использования преимуществ международной портфельной диверсификации.

В табл. 20.2 представлена информация о количестве выпусков зарубежных акций, по которым в США выпущены ADR. В 1990 г. по более чем 600 выпускам зарубежных акций были проведены торговые операции через внебиржевой рынок, по 76 выпускам через систему автоматической котировки Национальной ассоциации биржевых дилеров (NASDAQ), по 48 через Нью-йоркскую фондовую биржу (NYSE) и по трем через Американскую Фондовую биржу (ASE). ADR на акции австралийских компаний (181 выпуск акций) превзошли по количеству торговых операций ADR на акции всех других стран. Второе место занимает Великобритания (148 выпусков акций), затем идут Япония (142) и Южная Африка (96).

Инвестиционные фонды закрытого типа

Третьим инвестиционным инструментом, указанным в табл. 20.1, является фонд, действующий в одной стране. Фонды такого рода чаще всего являются закрытыми, а инвестиции в них ограничены акциями компаний одной страны. Примеры фондов, действующих в одной стране, приведены в табл. 20.3а. Инвестиционный фонд закрытого типа представляет собой прекрасную возможность проникновения на специфические рынки стран, в особенности на те из рынков, которые характеризуются недостаточной широтой, глубиной и эластичностью. По причине того, что количество акций строго фиксировано, существует предел совокупного объема денежных средств, который может быть введен фондом на рынок конкретной страны. Этот предел приближается к критическому уров-

ню в таких странах, как Бразилия, Испания, Южная Корея, Мексика, Тайвань и Таиланд. Цены на акции в инвестиционном фонде закрытого типа, действующем в одной стране, будут повышаться или понижаться в зависимости от факторов спроса и предложения на акции такого фонда.

ТАБЛИЦА 20.2 КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ ЗАРУБЕЖНЫХ АКЦИЙ, ПО КОТОРЫМ В США ВЫПУЩЕНЫ АМЕРИКАНСКИЕ ДЕПОЗИТНЫЕ КВИТАНЦИИ (ADR), 1990 г.

Государство	NYSE	ASE	NASDAQ	Внебиржевой рынок	Всего
Австралия:	5	—	10	166	181
Австрия	—	—	—	1	1
Бельгия	—	—	—	1	1
Бермудские острова	—	—	2	2	4
Ботсвана	—	—	—	1	1
Дания	1	—	—	1	2
Сальвадор	—	—	—	1	1
Финляндия	—	—	1	4	5
Франция	—	—	2	13	15
Германия	—	—	1	20	21
Гонконг	—	—	—	32	32
Ирландия	—	—	4	3	7
Италия	6	—	—	11	17
Япония	7	—	10	125	142
Люксембург	—	—	2	—	2
Малайзия	—	—	—	10	10
Мексика	—	1	1	2	4
Нидерланды	2	—	2	10	14
Новая Зеландия	—	—	—	3	3
Норвегия	1	—	1	5	7
Папуа — Новая Гвинея	—	—	—	1	1
Сингапур	—	—	—	16	16
Южная Африка	—	—	19	77	96
Испания	5	—	—	3	8
Швеция	—	—	8	6	14
Швейцария	—	—	—	1	1
Великобритания	21	2	13	112	148
Замбия	—	—	—	1	1
Зимбабве	—	—	—	1	1
Всего	48	3	76	629	756

Источник. Ann Merjos, "Lure of Faraway Places: ADRs Grow in Numbers and Popularity," Barron's (16 April, 1990) 27—31..

Некоторые инвестиционные фонды закрытого типа не ограничиваются деятельностью в одной стране, а являются, в сущности, региональными. Это значит, что средства этих фондов инвестируются в акции компаний, участвующих в торговых операциях на фондовых биржах нескольких стран, объединенных одним географическим регионом. Примерами таких фондов могут служить Europe Fund, Latin America Equity, Scudder New Asia (табл. 20.3а).

ТАБЛИЦА 20.3А ФОНДЫ, ДЕЙСТВУЮЩИЕ В ПРЕДЕЛАХ ОДНОЙ СТРАНЫ, СРАВНЕНИЕ
РЫНОЧНЫХ ЦЕН И ЧИСТОЙ СТОИМОСТИ АКТИВОВ НА 2 АПРЕЛЯ 1993 Г.

Фонды	Фондовые биржи	Чистая стои- мость активов	Стои- мость акций	Премия (-скидка) в процентах
Austria Fund	Нью-йоркская фондовая биржа (NYSE)	7,79	8,25	5,91
Brazil Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	16,13	15,125	-6,23
Chile Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	31,96	34,50	7,95
Emerging Germany	Нью-йоркская фондовая биржа	8,14	7,25	-10,93
1st Austral. Fd.	Американская фондовая биржа (AMEX)	9,75	9,375	-3,85
1st Philippine	Нью-йоркская фондовая биржа	14,59	10,75	26,32
France Growth	Нью-йоркская фондовая биржа	11,84	11,25	-4,98
Germany Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	10,67	11,25	5,44
Indonesia	Нью-йоркская фондовая биржа	8,76	10,25	17,01
Italy Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	7,86	10,875	11,32
Japan Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	12,78	12,00	-6,10
Korea Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	10,78	12,75	18,27
Malaysia Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	15,84	15,25	-3,72
New Germany	Нью-йоркская фондовая биржа	12,15	10,50	-13,58
Portugal Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	9,47	8,50	-10,24
Singapore	Нью-йоркская фондовая биржа	11,96	11,875	-0,71
Spain Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	9,05	8,75	-3,31
Swiss Helvetia	Нью-йоркская фондовая биржа	15,62	15,25	-2,37
Taiwan Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	20,42	23,875	16,92
Thai Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	20,27	18,50	-8,73
Turkish Invest.	Нью-йоркская фондовая биржа	6,20	6,625	6,85
United Kingdom	Нью-йоркская фондовая биржа	10,89	9,50	-12,76
Региональные фонды				
Asia Pacific	Нью-йоркская фондовая биржа	13,21	14,625	10,71
Europe Fund	Нью-йоркская фондовая биржа	11,18	11,125	-0,49
1st Iberian	Американская фондовая биржа	7,68	6,75	-12,11
Latin Amer. Eq.	Нью-йоркская фондовая биржа	14,98	14,375	-4,04
Latin Amer. Inv.	Нью-йоркская фондовая биржа	19,46	19,125	-1,72
Morgan Stanley Emerging Mkt.	Нью-йоркская фондовая биржа	16,83	18,87	12,15
Scudder New Asia	Нью-йоркская фондовая биржа	16,83	18,00	9,56
Templeton Emerging Mkt.	Нью-йоркская фондовая биржа	14,12	18,125	28,36

Источник. Нью-Йорк Таймс (5 апреля 1993).

Инвестиционные фонды открытого типа

Международные фонды и глобальные фонды имеют между собой одно различие. В глобальные фонды включаются ценные бумаги и акции США, а в международные фонды эти ценные бумаги не включаются¹.

В США эти два вида фондов создаются крупными организациями, которые представляют и управляют множеством различных инвестиционных фондов открытого типа. Эти фонды чаще всего обладают высокой эффективностью и требуют незначительных затрат, так как продажа и приобретение акций в них осуществляется по чистой стоимости активов. Многие фонды не требуют выплаты комиссий за осуществление продажи акций. Размер ежегодной комиссии за управление (отношение затрат к доходу) для каждого отдельного фонда различен (табл. 20.36).

ТАБЛИЦА 20.36 ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ ОТКРЫТОГО ТИПА —
ГЛОБАЛЬНЫЕ И МЕЖДУНАРОДНЫЕ

Фонд	Отношение затрат к доходу	Крупнейшие вложения	Активы, в миллионах долларов	Изменения за 1990-91 годы, в %
Fidelity International				
Growth & Income	1,89	Repsol	58	74
G.T. International Growth	1,80	Hutchison Whampoa	465	35
G.T. Global Growth & Income	1,85	Electrabil	89	210
Kleinwort Intl. Equity	1,78	Telefonos de Mexico	66	-8
Lexington Global	1,60	May Dept. Store	54	6
Putnam Global Growth	1,47	Pfizer	660	18
Scudder International	1,29	Telecom Malaysia	965	20
Scudder Global	1,81	Union Bank of Switz	299	26

Источник. Business Week, Guide to Mutual Funds, 2nd ed., 1992.

Мы обозначили риск, связанный с международными фондами, как “модифицированный органический риск”, а риск, связанный с глобальными фондами, как “глобальный органический риск”. Мы уже рассматривали органический риск в предыдущем разделе и определили, что он равнозначен рыночному риску или изменчивости доходов на различных национальных фондовых рынках. Также мы можем определить органический риск как минимальный уровень риска, достигаемый благодаря диверсификации портфеля (добавлению ценных бумаг) в пределах конкретного национального фондового рынка. Рис. 20.1 показывает, как можно оценить органический риск для Мексики (27), Норвегии (18), США (13) путем включения в портфель все большего числа акций. Различные уровни органического риска указывают на существующие структурные и операционные различия между национальными фондовыми рынками.

¹ Чтобы быть точным, необходимо отметить, что международные фонды не должны включать более 24% ценных бумаг США, тогда как в глобальных фондах вложения в активы США не должны превышать 50%.

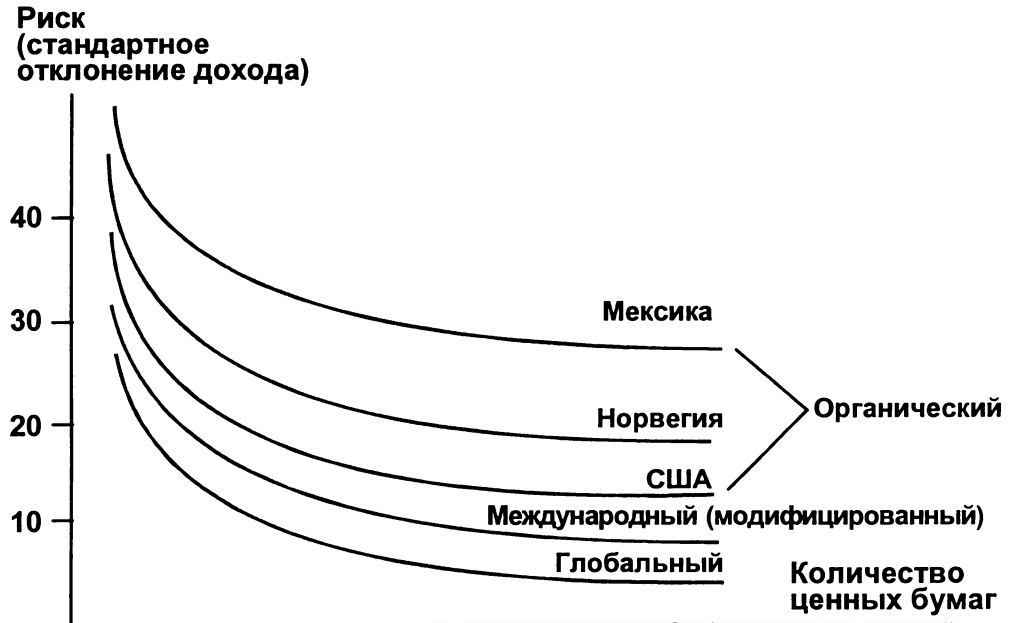


РИС 20.1. СРАВНЕНИЕ ПОРТФЕЛЬНЫХ РИСКОВ

При работе с международными фондами инвестор подвергается модифицированному органическому риску. Это значит, что международная диверсификация снижает риск до такого уровня, который ниже уровней риска, существующих в большинстве или на всех национальных рынках. Мы обозначили этот риск как “модифицированный органический риск”. Использование глобальных фондов может привести к еще большему снижению риска, так как добавление в фонд акций США обеспечивает более высокий уровень диверсификации. Глобальный фонд приблизительно соответствует понятию мирового рыночного портфеля. Следовательно, в нем должен существовать тот же уровень риска, что и в мировом рыночном портфеле.

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ПОДХОДЫ ДЛЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ

Институциональные требования

Институциональные инвесторы также стремятся воспользоваться преимуществами международной диверсификации. Требования, предъявляемые к институциональным инвесторам, во многом аналогичны требованиям к индивидуальным инвесторам: низкие транзакционные издержки и низкая стоимость различных процедур по хранению; эффективная административная система; достоверные и надежные источники информации и профессиональная экспертиза. Но помимо этих требований институциональные инвесторы, в отличие от индивидуальных инвесторов, сталкиваются с проблемой поиска секторов рынка, которые были бы достаточно обширны и ликвидны для того, чтобы инвесторы имели бы возможность участвовать в операциях на этих секторах рынка, не только не вызывая значительных изменений в уровнях цен, но и не приводя к подрыву цен в этом секторе. Все эти требования могут ограничить работу институциональных инвесторов операциями только на крупнейших национальных рынках акций и облигаций. Индивидуальные инвесторы чаще всего

не сталкиваются с ограничениями такого рода. Ведущие глобальные рынки акций и облигаций, открытые для институциональных инвесторов, описаны в главе 18.

Но в то же время институциональные инвесторы имеют возможность выбирать альтернативные механизмы, чаще всего недоступные для индивидуальных инвесторов. Например, институциональные инвесторы, в силу своего значительного размера, могут самостоятельно разрабатывать адекватные информационные потоки, достаточно всеобъемлющие для управления своими международными диверсифицированными портфелями. Также они способны “покупать” информацию с помощью затрачиваемых “мягких долларов” на комиссии, выплачиваемые брокерам, специализирующимся на работе с ценными бумагами. Расходы любого размера, направленные на оплату труда аналитиков или на приобретение услуг по предоставлению международной информации, составляют лишь небольшой процент управляемых активов. Например, организация, управляющая активами в 1 млрд. долл., имеет возможность потратить 4 миллиона долларов на оплату труда персонала и на приобретение международных информационных услуг, и это будет составлять лишь 0,4 от 1% активов.

Однако, несмотря на эту доступность значительных денежных ресурсов, институциональные инвесторы среднего размера в США чаще всего предпочитают обращаться к услугам других компаний, специализирующихся на международных портфельных инвестициях. Лучшему удовлетворению этих потребностей по управлению портфелями способствует тот факт, что эти компании корректируют и приспособливают оказываемые ими услуги с учетом потребностей клиентов. Используя этот подход к управлению портфелями, институциональные инвесторы, ориентированные на операции на внутреннем рынке, в меньшей степени доверяют американским депозитным квитанциям и фондам, действующим в пределах одной стране. Наиболее часто в целях достижения международной диверсификации инвесторы используют методы, связанные с управлением международными и глобальными фондами.

Помимо организации расчетных операций, инвесторам необходимо разработать административную систему для обслуживания своих международных инвестиций. В это обслуживание включается: управление ценными бумагами и основные функции по хранению; получение дохода; предоставление документов для получения скидки с налога; а также разработка стратегических решений. К услугам может также относиться оценка портфеля; составление отчетов по операциям с доходом и капиталом; отчеты по хранению; уведомления о перечислении дивидендов и консолидированные налоговые сертификаты.

Институциональные портфельные стратегии

Мировые рынки ценных бумаг становятся все более глобальными по мере того, как институциональные инвесторы увеличивают свои усилия, направленные на получение лучших результатов с помощью международных инвестиций. Согласно оценкам, составленным Salomon Brothers, размер мировых инвестиций в зарубежные акции возрос от 300 млрд. долл. в 1985 году до 1600 млрд. долл. в 1989 году. Этому росту международных инвестиций в акции способствует стремление институциональных инвесторов к: 1) повышению доходов; 2) к сокращению рыночного риска.

В главе 19 мы рассмотрели теоретическую основу этого метода — современную портфельную теорию.

В нашем последующем изучении мы заметим, что современная структура глобальных инвестиций скорее всего вызовет подвижку предельного уровня эффективности, доступного для международных инвесторов. Эта подвижка, в свою очередь, сделает необходимым осуществление корректировок стратегий, используемых для достижения оптимальной диверсификации международных портфелей.

Две стратегии

Мы сможем лучше понять современные стратегии, используемые кредитно-финансовыми учреждениями при осуществлении глобальных инвестиций, если обратимся к рис. 20.2. Две стратегии являются преобладающими. Первая стратегия, пассивная индексация, стала использоваться все более широко с середины 80-х годов. Международные управляющие денежными средствами концентрируют свои инвестиции приблизительно в одной тысяче выпусков акций компаний, обладающих значительной капитализацией. Эти выпуски акций являются компонентами ведущих рыночных индексов (S&P 500¹, FT-SE 100², Nikkei 225, FAZ, All Ordinaries). В настоящее время осуществляется индексация более одной четверти пенсионных активов США с учетом основных международных фондовых индексов. Полученные характеристики портфеля сравниваются с аналогичными характеристиками. Получив результаты этого анализа, управляющие денежными средствами могут использовать индексный (пассивный) подход для того, чтобы минимизировать критические замечания по поводу своих операций.

Вторая стратегия возникла в 80-х годах. Мы будем говорить об этой стратегии, как о Тактическом управлении активами (ТАМ). Применяемая в глобальном масштабе, ТАМ строится на основе всестороннего экономического анализа условий, существующих в странах с ведущими фондовыми рынками. В этот анализ также включаются валютные рынки. На основе этого экономического анализа принимаются инвестиционные решения и разрабатываются прогнозы роста производства, продаж и корпоративных прибылей по странам. На эти решения также влияют прогнозируемые позиции валюты ("сильные" или "слабые"). Используя эту первичную информацию, управляющие денежными средствами проникают или выходят из национальных рынков или рыночных секторов. Проведению таких торговых операций способствует ликвидность рынка и индексные производные (торговля опционами/фьючерсами на основе рыночных индексов).

	Вид стратегии	Основа для портфельного размещения	Количество эмиссий акций
Стратегия I	Индексация портфеля с учетом крупных рынков	Процент Капитализации Акции основных фондовых рынков мира. В качестве ориентира используются индексы Morgan Stanley Capital International или FT Actuaries	1000*
Стратегия II	Агрессивное проникновение и выход из рыночных секторов	Всесторонние экономические и валютные прогнозы. На основе данных прогнозов осуществляется избирательное размещение портфеля между национальными фондовыми рынками	1425**

* Помимо указанных стратегий, можно описать третью стратегию. Эту стратегию можно обозначить как Глобальный подход. В этом случае инвесторы должны оценить риск, доход и корреляцию с глобальным рыночным портфелем, измеренным в валюте инвестора. При использовании Глобального подхода становятся доступными более 13000 выпусков акций (включая почти 7000 выпусков акций на развивающихся рынках). Но на операции с некоторыми из этих выпусков акций оказывает неблагоприятное влияние отсутствие ликвидности на определенных рынках.

** Сумма индексов выпусков акций на ведущих фондовых рынках 14 стран (США, Японии, Великобритании, Канады, Швейцарии, Германии, Франции, Нидерландов, Швеции, Италии, Бельгии, Южной Африки, Австралии и Гонконга).

РИС. 20.2. СОВРЕМЕННАЯ СТРУКТУРА ГЛОБАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМЫХ КРЕДИТНО-ФИНАНСОВЫМИ УЧРЕЖДЕНИЯМИ*

¹ Индекс рейтинговой компании Standard and Poor по акциям пятисот фирм.

² Индекс, рассчитываемый газетой Financial Times совместно с Лондонской фондовой биржей по акциям 100 фирм.

Влияние стратегий

Использование стратегий, описанных выше, чаще всего приводит к концентрации институциональных инвестиций. Результатом этой концентрации скорее всего станет искажение относительной оценки акций. Когда это искажение становится явным, необходимо провести корректировку относительных оценок. Эти корректировки чаще всего связаны с отдельными выпусками акций и происходят в ситуациях, когда необходимо добавить или исключить определенные акции из основного рыночного индекса. Эти корректировки также осуществляются при значительных событиях на рынке, примером которых может служить крах рынков США и других зарубежных рынков в октябре 1987 г., а также наблюдавшее совсем недавно сокращение на 60% рынка акций в Токио в 1989-1993 гг.

Чаще всего эти две стратегии, широко используемые в настоящее время, подвергаются критике по следующим причинам:

1. Тогда как результатом международных инвестиций, осуществляемых менеджерами (управляющими) фондов, чаще всего становилось повышение эффективности рынков акций, то результатом концентрации инвестиций в акциях, обладающих значительной капитализацией, может стать искажение сравнительных рыночных оценок. Для исправления этих искажений может потребоваться осуществление значительных корректировок.
2. Хотя менеджеры (управляющие) международных фондов придерживаются “глобального” подхода, количество и охват выпусков акций, используемых ими, остается сравнительно ограниченным. В настоящее время менеджеры сосредоточивают свое внимание приблизительно на 1000 выпусков акций, зарегистрированных и участвующих в торговых операциях на основных национальных фондовых рынках. Тем не менее, управляющие используют стратегии, в которые включается основная часть современной капитализации мировых рынков акций.
3. По мере того, как институциональный инвестор приобретает все больший процент акций из 1000 выпусков, обладающих значительной капитализацией, он будет сталкиваться со все большими сложностями при достижении ликвидности. В некоторых случаях пенсионные фонды США совместно владеют 60-70% отдельных выпусков акций.

СОСТАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЯ

В этом разделе мы сосредоточим наше внимание на изучении трех основных методов составления портфеля. Для использования каждого подхода требуется введение специфической прогнозируемой информации. Также применение каждого подхода портфельным управляющим связано с некоторыми особенностями, относящимися к скорости портфельного оборота и к транзакционным издержкам, возникающим при управлении портфелем.

Основные подходы

Управление международными портфелями может осуществляться как на активной, так и на пассивной основе. Также могут быть использованы различные промежуточные сочетания активного и пассивного подходов к управлению. Для целей нашего изучения мы определим три подхода: 1) активное управление; 2) пассивное управление; 3) модифицированное активное управление.

Теоретической основой пассивного управления является гипотеза о рыночной эффективности. Если стоимость ценных бумаг была установлена на рынке с учетом

всей доступной информации, и рынки прореагировали на эту информацию рациональным образом, то скорее всего будет сложно или почти невозможно добиться лучших результатов, чем те, которые существуют на рынке или строятся в соответствии с рыночными индексами. Пассивное управление использует индексный метод управления денежными средствами.

В международном масштабе для использования модифицированного активного подхода к управлению требуется наличие значительного объема прогнозной информации, обеспечивающей данные о соответствующих рисках, доходах и корреляции для каждой ценной бумаги и/или национальных рыночных индексов. На основе этого набора информации можно оценить предельный уровень эффективности, который будет использоваться в дальнейшем в качестве основы для выбора и составления портфеля. Этот метод мы рассматривали в главе 19.

Для использования активного подхода к управлению также требуется проведение всесторонних анализов и составление прогнозов. Необходимо составление детальных прогнозов, касающихся следующих вопросов:

- 1) тенденции национальной экономики и их влияние на каждый из национальных рынков (15—20 национальных рынков) и на ожидаемый уровень доходов и рисков;
- 2) промышленные тенденции в общемировом масштабе и их влияние на уровень доходов и рисков по выпускам акций отдельных компаний в каждой из этих определенных отраслей (25-30 секторов промышленности).

Очевидно то, что для использования активного подхода к управлению требуется мобилизация значительных научно-исследовательских мощностей, персонала и бюджетных средств.

Пассивное управление

Применение пассивного подхода к управлению может строиться на основе индексного метода инвестиций. Это значит, что менеджер портфеля может инвестировать весь портфель или значительную его часть в рыночный индекс или в набор ценных бумаг, прогнозируемая динамика которых во многом соответствует рыночному индексу. При осуществлении внутренних инвестиций используется индекс национального фондового рынка. В США в качестве такого индекса может выступать S&P 500 или Wilshire 5000. В Великобритании чаще всего используется Financial Times All Share Index.

Для выбора правильного индекса международному инвестору необходимо найти ответы на следующие вопросы: 1) Какой мировой рыночный индекс лучше всего использовать? Существует несколько различных индексов, включающих Morgan Stanley Capital International Perspective и FT Actuaries World Indices. 2) Какую позицию занять по отношению к вопросу об эффективности фондовых рынков в международном масштабе? Несмотря на то, что многими исследованиями было доказано существование рыночной эффективности на крупных национальных фондовых рынках, все еще остается неразрешенным вопрос, касающийся эффективности некоторых небольших развивающихся рынков. Также значительные колебания курсов основных валют вызывают вопросы, касающиеся эффективности для инвесторов, стремящихся к достижению международной диверсификации.

Но несмотря на эти проблемы, мировые и региональные рыночные индексы достаточно часто используются в качестве показателей-ориентиров, применяемых международными инвесторами для осуществления следующих расчетов:

1. Прямое сравнение характеристик рынка и портфеля.
2. Оценки сравнительной ликвидности национального фондового рынка, строящиеся на основе совокупных данных о капитализации и обороте.

3. Сравнение рыночной изменчивости и степени риска.
4. Все вышеперечисленные сравнения, используемые в качестве основы для расчетов степени параллельной динамики на фондовых рынках, которые, в свою очередь, служат оценкой портфельного риска.

В своем общепринятом значении, пассивное управление подразумевает размещение портфельных средств на ведущих 20–25 национальных фондовых рынках пропорционально весам этих рынков в мировом рыночном индексе. В этом случае почти не требуется ввода информационных прогнозов, за исключением данных о долях мировой рыночной капитализации в каждом компоненте индекса. По данным в таблице 19.1 мы можем увидеть, как изменяются веса рыночной капитализации на ведущих фондовых рынках. Мы также можем увидеть, что за сравнительно короткий период времени с 1981 по 1991 гг. наблюдались значительные изменения в весах (процентном соотношении совокупной капитализации мирового рынка) многих национальных рынков. Необходимо отметить, следующие факторы, способствовавшие этим изменениям:

- 1) доля США понизилась от 53% до 34%;
- 2) доля Японии возросла от 17% до 32%;
- 3) доля Великобритании повысилась от 7% до почти 10%.

Модифицированное активное управление

Основной задачей модифицированного активного управления является построение кривой предельного уровня эффективности для портфелей на основании двадцати и более национальных фондовых индексов ведущих выпусков акций. Для успешного осуществления модифицированного активного управления необходимо располагать значительным объемом данных прогнозов и анализов. Аналитики должны составлять свои оценки дохода, риска и корреляции по каждому из национальных рынков, учитываемых в индексах, и передавать эти оценки менеджеру портфеля. Учитывая тот факт, что двадцать и более национальных фондовых рынков являются потенциально подходящими для включения в портфель, финансовый аналитик должен составлять как минимум двадцать отчетов, касающихся дохода, риска и корреляции по всем этим компонентам.

Основной проблемой, возникающей при составлении всех требуемых прогнозов, является отсутствие постоянства в самих рыночных переменных. Размер дохода на каждом из национальных фондовых рынков значительно колеблется в различные периоды времени. Точно так же уровень риска и корреляции с другими рынками различен в каждом отдельном периоде времени.

Активное управление

Для осуществления активного управления требуется составление значительного количества прогнозов и анализов. Если мы предположим, что управляющий глобальными денежными средствами в акциях может охватить двадцать стран и тридцать секторов промышленности, то мы получим глобальную матрицу, состоящую из 600 отдельных ячеек. Аналитик должен изучить акции 600 компаний при условии, что каждая ячейка матрицы представляет только одну компанию, 1200, если в каждой ячейке содержится две компании, и 1800, если в каждой ячейке располагается три компании.

Если в матрицу включены 20 стран × 30 отраслей, то аналитик будет должен составить 600 отдельных оценок дохода, 600 оценок риска, и такое же количество оценок корреляции дохода с рыночным индексом.

Если управляющий глобальным фондом использует метод “топ-даун” (“сверху вниз”), то в этом случае его основными задачами становится отбор национальных фондов рынков и диверсификация. Отбор отраслей и диверсификация по этим от-

раслям играют второстепенную роль. Прогнозы характеристик национальных фондовых рынков используются при выборе национальных рынков с лучшими характеристиками, и таким рынкам присваиваются наибольшие веса в портфеле. Вторым этапом составления портфеля становится отбор акций в конкретных секторах промышленности. Этот отбор может способствовать некоторому сокращению количества показателей, по которым необходимо составить прогнозы. Но тем не менее, значительный объем детальных информационных прогнозов остается необходимым.

В противоположность только что описанному методу, при использовании метода “боттом-ап” (“снизу вверх”) первостепенное значение придается выбору отрасли и диверсификации по отрасли. А выбор национальных фондовых рынков играет второстепенную роль. Прогнозы различных характеристик отраслей используются для выбора сектора промышленности, обладающего наилучшими характеристиками, и таким секторам в портфеле присваиваются наибольшие веса. Вторым этапом составления портфеля становится выбор акций в отобранных национальных фондовых рынках. В таблице 20.4. в качестве иллюстрации представлена матрица классификаций более 200 эмиссий акций компаний по странам и отраслям.

Фирмами, предоставляющими услуги по международному управлению инвестициями, чаще всего являются кредитно-финансовые учреждения, диверсифицированные в глобальном масштабе, крупные по размеру, и имеющие доступ на большинство основных национальных финансовых рынков. С учетом всех вышеописанных подходов к составлению портфелей, эти фирмы предоставляют услуги, в которые может входить: контроль и регулирование денежных операций корпорации; головной траст и обязательства по хранению активов, по которым гарантируется фиксированная сумма выплат; услуги, связанные с определенными программами вложений (например, в США для 401 пенсионных программ); портфельное управление в форме “контрактов с гарантированными инвестициями” (GIC); и оказание консультационных услуг по определению и оценкам показателей. Все эти услуги предоставляются за комиссионное вознаграждение; и поэтому считаются очень выгодными для глобальных кредитно-финансовых учреждений. Чаще всего все услуги адаптируются к специфическим потребностям клиента-инвестора, который, например, получает возможность выбора отдельных процедур, сочетающих как методы активного управления, так и методы пассивного управления. Очевидно, что каждой фирме, оказывающей услуги такого рода, очень выгодно расширять спектр предлагаемых услуг и увеличивать свою клиентуру, так как это способствует улучшению конкурентного положения этой фирмы и получению все большей прибыли.

Индексные фонды и портфельное страхование

В одном из первых разделов этой главы мы описали основные достоинства и недостатки индексации, являющейся одной из стратегий портфельного управления. Но индексация может применяться не только как инвестиционная стратегия. Очень часто индексы ведущих рынков (или рыночных компонентов) используются в качестве ориентировочной основы при осуществлении портфельного страхования.

Менеджеры портфелей разработали способы использования фьючерсов и опционов в целях обеспечения хеджирования или страхования от самых разных портфельных рисков. Очень часто в качестве “портфельного страхования” выступает простое хеджирование, используемое в целях защиты от изменений значения некоторых рыночных индексов. Этот индекс может быть связан с изменениями в процентных ставках или с динамикой фондовых индексов. В течение 80-х годов рынки таких фьючерсных и опционных контрактов распространились из США и достигли Лондона, континентальной Европы и центров на Дальнем Востоке. В результате этого расширения менеджеры фондов по всему миру теперь используют эти методы портфельного страхования в общемировом масштабе.

ТАБЛИЦА 20.4 МАТРИЦА ВЫПУСКОВ АКЦИЙ ПО СТРАНАМ И ОТРАСЛЯМ

Сектор промыш- ленности	Велико- британия	Япония	Западная Германия	Франция	Нидер- ланды	Канада	Швей- цария	Бельгия	Швеция	Испания	Гонконг	Италия	
Переработка продуктов пи- тания	United	Nissin	BSN	Unilever	Nestle J. Suchard	Royal Bank of Canada	Nestle J. Suchard	Kredietbank Banque Bruxelles Lambert Skan- dinav. Enskilds	Banco Bilbao Banco Central Seng Bank	Hong Kong Shanghai Bank Hang Seng Bank	BCI Banca Naz del Lavoro Medio- banco		
	Biscuits	Food											Royal Bank of Canada
	Schweppes												
	Unigate												
Cadbury													
Напитки	Guinness	Kirin	Perrier	Heineken	Labatt Seagram	Eichhof							
	Allied	Brewery											
	Lyons												
	Grand Net												
Банковские операции	Natwest	Bank	Deutsche	Paribas	Amro	Royal Bank of Canada	Union Bank.	Kredietbank	Skan- dinav.	Banco	Hong Kong	BCI	
	Barclay's	Tokyo	Dresdner	Suez	ABN	Bank	Bank.	Banque	Handels	Bilbao	Kong	Banca	
	Lloyd's	Sumitomo	Commerz	BNP	Bank	Montreal	Swiss	Bruxelles	bk	Banco	Shanghai	Naz del	
		Daiwa				Royal Trustco	Banking Corp	Lambert	Skan- dinav.	Central	Bank	Lavoro	
Страхование	Legal & General	Fuji Fire & Marine	Allianz	AXA	Nationale Nederlanden		Wintertur		Skandia			Assicurazioni General	
	Sun Alliance	Chioda					Zurich						
		Fire & M					Versich						
Авиалинии	British Airways	JAL All Nippon	Lufthansa		KLM	Air Canada	Swissair				Cathay Pac.		
Розничная торговля	Marks & Spencer	Aozama Shimachu	Karstadt Kaufhof	Euro-marche	Koninkijke	Sears Canada		Colruyt			Wing On		
Расширение земельной собственности, строительство.	Barlows	Daikyo	Euro-tunnel	Rodamco					Skanska	Dra- gados	H.K. Land Sun Nung Kai Cheung Kong Henderson New World Dev		
	British Land		Bouygues										

ТАБЛИЦА 20.4 МАТРИЦА ВЫПУСКОВ АКЦИЙ ПО СТРАНАМ И ОТРАСЛЯМ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Сектор промыш- ленности	Велико- британия	Япония	Западная Германия	Франция	Нидер- ланды	Канада	Швей- цария	Бельгия	Швеция	Испания	Гонконг	Италия
Конгломераты Холдинговые компании	Hanson Trust Grandnet			Bic			Holder- Bank Sulzer	Societe Generale de Belg.	Esselte		Swire Pacific Hutchison Whampoa Jardine Math Wharf Holding	
Автомобиль- ные механиз- мы, детали, отделка	Abbey Panels	Toyota Mazda	Volkswagen Daimler Benz BMW Continental	Peugeot Michelin	DAF				Saab Scania Volvo	Motor Iberica		Fiat Pirelli
Издательство и печать	Pearson Reed Intl.		Axel Springer		Elsevier Wolters	Moore						Ferruzzi
Химическая промышлен- ность	Imperial Chemical	Sumitomo Chemical Asahi	Schering Hoechst Henkel BASF	Air- Liquide Rhone Poulenc	Akzo. DSM		Ciba- Geigy	Solvay Gevaert				Monte- dison
Фармацевти- ческая про- мышленность	Wellcome Glaxo	Grenn Cross Taisho Sankyo	Bayer	Sanoji			Roche Sandoz		Astra Pharma- cia			
Металлы, про- дукция из ме- таллов, Разра- ботка место- рождений по- лезных иско- паемых		Nippon Steel Kobe Stl.	Thissen F.Krupp Degussa Kloeckner VIAG	Pechiney Imetal Usinor- Sacilor	Hoogovens	Noranda Falcon- bridge Inco Alcan Alum	Alusuisse	Bekaert	SKF Sandvik			INI

ТАБЛИЦА 20.4 МАТРИЦА ВЫПУСКОВ АКЦИЙ ПО СТРАНАМ И ОТРАСЛЯМ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)												
Сектор промышленности	Великобритания	Япония	Западная Германия	Франция	Нидерланды	Канада	Швейцария	Бельгия	Швеция	Испания	Гонконг	Италия
Нефтепереработка	British Petrol.		Veba	Total Elf Aquitaine	Royal Dutch	Imperial Oil		Petrofina		CEPSA Repsol		ENI
Электроника и телекоммуникации	GE British Telecom Cable & Wireless Racal	NTT Sanyo Toshiba Matsushita	Seimens	Thompson CGE Moulinex Alcatel	Phillips	Northern Telecom Bell Canada (BCE)	Brown-Boveri Elektrowatt		Ericsson Electrolux	Telefonica	Hong Kong Telecom	
Компьютеры		NEC Hitachi	Nixdorf	Bull								Olivetti
Промышленное оборудование и материалы	BTR	Kawasaki	Mannesmann	Schneider			Sulzer		Alfa			
			Deutsche Babcock	Saint-Gobain			Schindler		Laval			
			AEG	Lafarge					ASEA			
			MAN	Coppee					Atlas Copco			
										Aga		
Аэрокосмическая промышленность	British Aerospace			Aerospatiale Snecma Matra	Fokker	Bombardier						

Индексный фонд акций — это инвестиционный фонд, характеристики которого соответствуют показателем всесторонних индексов фондового рынка, таких как S&P 100, S&P 500 или индекс Доу-Джонса. Финансовые исследования доказали, что некоторые менеджеры портфелей достаточно часто получают доход, размер которого не превышает размера доходов, наблюдающегося на совокупном фондовом рынке. По этой причине было рекомендовано осуществление пассивного управления и инвестирование в портфели, характеристики и показатели которых почти полностью соответствуют средним рыночным показателям.

Индексные опционы, первоначально разработанные как механизм хеджирования или страхования, в настоящее время все чаще используются в целях управления полностью или частично индексными портфелями. Индексные опционы уже применяются во многих странах. Это могут быть опционы пут или колл, а объектом торговли является величина соответствующего фондового индекса. Некоторые опционы напрямую связаны со значением индекса (Чикагская и Нью-Йоркская фондовые биржи), а другие являются опционами на основе фьючерсных контрактов по фондовым индексам (Нью-Йоркская фондовая биржа, Чикагская товарная биржа).

Использование опционов открывает перед менеджерами фондов уникальную возможность не только застраховать свои портфели от снижения их стоимости, но и получить прибыль, если произойдут положительные изменения стоимости портфеля. Следующий пример иллюстрирует использование опционов “пут”. Мы рассмотрим ситуацию, когда британский менеджер фонда желает застраховать фонд, включающий акции в долларах. Подходящим фондовым индексом для данного опциона был признан S&P 100.

ОПЦИОНЫ “ПУТ” S&P 100, 19 НОЯБРЯ 1991 ГОДА

Цена использования (фиксированная)	Конец декабря 1991 года	Заккрытие Нью-Йоркской фондовой биржи
355	7 1/2	354,9
350	5 3/8	354,9
345	4	354,9

В данном случае британский менеджер фондов располагает диверсифицированным портфелем, состоящим из акций на сумму 1000000 долл., зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже. В соответствии с произведенными оценками, было решено, что в данном случае наиболее подходящим механизмом хеджирования будет S&P 100. 19 ноября 1991 года значение индекса составило 354,9, а премия на декабрь 1991 года по опциону “пут” с ценой исполнения, равной 355, составляла 7 1/2. Британский управляющий принял решение о покупке 28 опционов “пут” со сроком истечения в декабре и ценой исполнения 355. Вместе с премией, составляющей 7 1/2, совокупная стоимость равна:

$$7,50 \text{ долл.} \times 100 \times 28 = 21000 \text{ долл.}$$

Каждый контракт S&P 100 охватывает 100 единиц, с эквивалентным количеством в долларах. Каждый из двадцать восьми контрактов будет охватывать $355 \times 100 = 35500$ долл. от стоимости акций. 28 контрактов охватят сумму, составляющую 1 млн. долл. на американском фондовом рынке. Это подтверждается следующим расчетом:

$$1 \text{ млн. долл.} / 35500 \text{ долл.} = 28,1.$$

Если стоимость S&P 100 в декабре повысится, то этот опцион окажется бесполезен. Однако, если стоимость S&P 100 понизится, то по портфелю будет получена прибыль от наличных расчетов по опционным контрактам.

Индексные опционы более популярны и используются чаще, чем индексные фьючерсы. Регулирование операций с опционами на фьючерсные контракты на основе фондовых индексов осуществляется Комиссией по срочной биржевой торговле (CFTC). Брокеры должны зарегистрироваться в этой комиссии для того, чтобы получить право проводить торговые операции с опционами на индексные фьючерсы. Комиссия по ценным бумагам и валюте рассматривает индексные опционы как ценные бумаги. Брокеры, зарегистрированные в этой Комиссии и получившие право на осуществление операций с опционами на простые акции, также получают право на работу с индексными опционами. Однако на данный момент зарегистрировано больше торговых представителей, осуществляющих торговые операции с индексными опционами, чем представителей, работающих с индексными фьючерсами.

ОЦЕНКА МЕЖДУНАРОДНЫХ ХАРАКТЕРИСТИК

В этом разделе мы обратимся к методам оценки инвестиционных характеристик, связанных с соответствующими инвестиционными механизмами и целями управления портфелями. Установив допустимый уровень портфельного риска, управляющий стремится к получению более высоких доходов. Следующей его целью становится достижение достаточной диверсификации, обеспечивающей полное устранение неорганического риска или его снижение до желаемого уровня.

Для достижения этих целей портфельному управляющему необходимо осуществить следующие шаги:

- 1) определить стратегию, которая бы максимизировала вероятность достижения инвестиционных целей;
- 2) разработать прогнозы по рыночной динамике;
- 3) перемещать активы из одного сектора в другой (акции, облигации, наличные средства, недвижимость, металлы);
- 4) осуществить отбор недооцененных ценных бумаг;
- 5) оценить воздействие, оказываемое на портфельный риск этими изменениями в составе портфеля;
- 6) разработать стратегию, которая позволила бы, достигнуть баланса между затратами на прогнозирование и денежной оценкой результатов от этих прогнозов.

Проблемы, возникающие при оценке состояния портфеля

При оценке состояния портфеля необходимо ответить на главный вопрос: “Что мы оцениваем — состояние портфеля или способности менеджера портфеля?” Состояние портфеля может получить оценку “отлично” по следующим причинам:

- 1) управляющий высшей квалификации;
- 2) благоприятная экономическая обстановка;
- 3) минимальные ограничения, налагаемые на управляющего и на используемую портфельную стратегию.

Очевидно, что состояние портфеля может получить высокую оценку благодаря наличию благоприятных экономических условий и/или благодаря полному отсутствию ограничений или минимальным ограничениям, налагаемым на портфельную стратегию. Сравнение характеристик портфеля с аналогичными характеристиками рыночного портфеля скорее всего нейтрализует результат влияния благоприятных экономических усло-

вий. В последующем разделе мы поговорим о некоторых ограничениях, с которыми приходится сталкиваться управляющим институциональными портфелями.

Менеджер портфеля, стремящийся улучшить его характеристики, сталкиваются с несколькими проблемами. Во-первых, необходимо установить правильный ориентир, с которым будут сравниваться определяемые характеристики. Внутри страны таким подходящим ориентиром может служить рыночный портфель. В случае портфелей, состоящих из внутренних акций, для инвесторов, расположенных в Америке, подходящим может стать S&P 500, а для инвесторов в Великобритании — Financial Times 100 Index. В ситуациях, когда проводится анализ дохода, превышающего безрисковую ставку, могут применяться американские или британские ставки процента по казначейским векселям (в США и в Великобритании, соответственно).

Определить верный ориентир в международном масштабе более сложно. Мы должны отметить, что усилия Ибботсена—Сигела—Лав (Ibbotson, Sieglel, Love), направленные на разработку оптимального мирового рыночного портфеля, можно только отчасти назвать успешными¹.

В их оптимальном портфеле были обнаружены некоторые несоответствия, особенно касающиеся неамериканских инвесторов. В тех случаях, когда речь идет о портфелях, состоящих только из акций, проблема выбора верного ориентира становится менее острой. Мировые портфели акций могут быть примерно оценены с помощью индексов Morgan Stanler Capital International и FT Actuaries.

Вторая проблема состоит в сложности определения риска и различных уровней риска, относящихся к альтернативным портфелям. Как определить соответствующий уровень риска — как общий риск или только органический? По портфелям с высокой степенью риска можно получить более высокий доход, но будет ли это означать, что работа портфельного управляющего была более удачной, чем в случае с портфелем с низким риском? Для ответа на все эти вопросы необходимо произвести оценку, скорректированную с учетом риска.

Как мы сможем увидеть из последующего изучения методов оценки, в критерии Шарпа используется совокупный риск, а в критерии Трейнора — органический риск. Однако на практике различие между этими рисками оказывается не столь важным, так как в портфелях, управляемых правильным образом, устраняется, в сущности, весь неорганический риск.

Третья проблема состоит в том, что различные виды инвесторов сталкиваются со специфическими ограничениями и операционными проблемами. Эта положение станет очевидным, если мы рассмотрим и сравним группы институциональных инвесторов. Если мы сравним управление пенсионными фондами и взаимными фондами, то увидим, что цель пенсионных фондов состоит в осуществлении инвестирования средств с целью получения дохода, тогда как взаимные фонды вообще не преследуют такой цели. В этом смысле, можно оспорить утверждение, что размещение активов пенсионных фондов должно рассматриваться как управление пассивами на основе анализа выгод, получаемых от инвестиций. Эти доходы от инвестиций должны обеспечить финансовые ресурсы для этих фондов на несколько лет вперед. Взаимные фонды не сталкиваются с ограничениями такого рода.

Более того, между самими пенсионными фондами существуют фундаментальные различия. Некоторые пенсионные фонды выплачивают пособия, размер которых определяется размером конечной заработной платы, а в других размер пособия зависит от получаемых доходов от инвестиций, и выплаты пособия напрямую зависят от портфельного дохода. Между пенсионными фондами, схемы выплат которых строятся на основе конечной за-

¹ Roger Ibbotson, Laurence Sieglel, & Kathryn Love, "World Wealth: US and Foreign Market Values and Return", *Journal of Portfolio Management* (Fall 1985).

работной платы, существуют значительные различия в структуре пассивов. Попечители пенсионных фондов быстро развивающихся, молодых компаний могут почти не беспокоиться о ликвидности портфеля, так как известно, что значительные суммы выплат не будут наблюдаться еще в течение многих лет. Наоборот, попечители пенсионных фондов давно сформировавшихся компаний сталкиваются со значительными суммами выплат и должны постоянно обращать повышенное внимание на структуру сроков и на ликвидность.

Основные методы оценок

В этом разделе мы изучим два основных подхода к оценке характеристик, а именно критерии Шарпа (Sharpe) и Трейнора (Treynor). Трейнор впервые представил свой подход в статье в "Harvard Business Review"¹.

В этой статье он определил органический риск как риск, связанный с основными рыночными колебаниями, и неорганический риск, как риск, являющийся результатом колебаний, относящихся к отдельным ценным бумагам в портфеле. Трейнор предложил использовать оценку, основой для которой служит соотношение дохода и риска. Числитель этого соотношения равен превышению дохода по портфелю над безрисковой ставкой. Знаменатель равен риску по портфелю, измеренному через "бета" (органический риск):

$$TRN_i = \frac{R_i - RFR}{B_i},$$

где TRN_i — критерий портфельного риска Трейнора;

R_i — средней ставке дохода по портфелю i в течение изучаемого периода времени;

RFR — безрисковая ставка дохода за изучаемый период времени;

B_i — систематический риск по портфелю i .

Чем больше значение TRN , тем выше оценка управления портфелями. Это соотношение остается независимым от уровня риска и от предпочтений риска. В этом смысле TRN является оценкой характеристик, скорректированной с учетом риска. Так как числитель отражает рисковую премию по доходу (избыточный доход), а знаменатель указывает на уровень риска, то TRN отражает портфельный доход на единицу риска.

Оценка TRN может быть использована для определения характеристик рыночного портфеля. В соответствии с этой оценкой мы можем определить, располагается ли данный портфель выше линии рынка ценных бумаг (SML)².

Следующее выражение показывает применение оценки Трейнора для рыночного портфеля.

$$TRN_m = \frac{R_m - RFR}{B_m}$$

В данном случае B_m должно равняться 1,0 (рыночный коэффициент "бета"), который указывает на наклон SML. Если оценка TRN выше аналогичной оценки рыночного портфеля, то этот портфель будет располагаться выше линии рынка ценных бумаг. В дополнении 20.1 показывается использование TRN для сравнительной оценки качества управления фондами. На рис. 20.3 показано, что действия менеджера фонда А не-

¹ Jack L. Traynor, "How To Rate Management of Investment Funds", Harvard Business Review (January–February, 1965).

² Линия рынка ценных бумаг (SML) отличается от линии рынка капиталов по следующей причине: для построения SML используется "бета" в качестве нормализованной оценки органического риска, а при построении линии рынка капиталов в качестве оценки риска используется стандартное отклонение.

удовлетворительны (находится ниже SML), тогда как действия менеджеров фондов Б, В, и Г удовлетворительны (находятся выше SML).

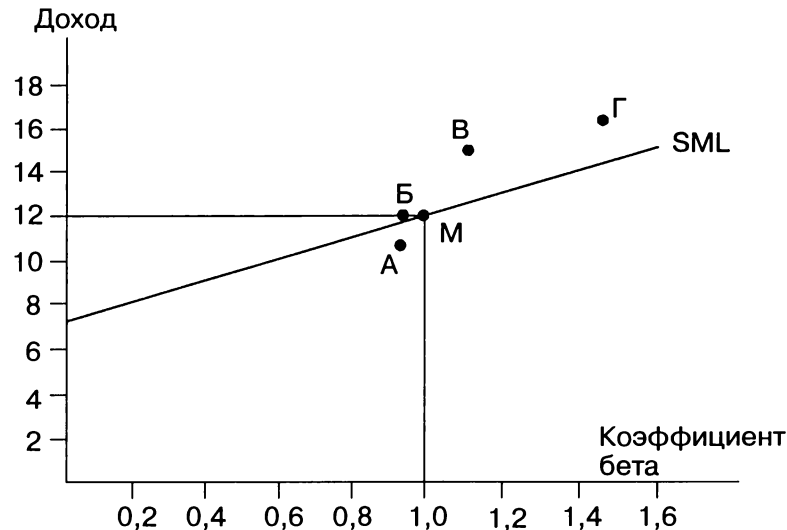


РИС. 20.3. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА СОСТОЯНИЯ РЫНОЧНОГО ПОРТФЕЛЯ И МЕНЕДЖЕРОВ ЧЕТЫРЕХ ФОНДОВ

Шарп также разработал оценку состояния портфеля, связанную с более ранней работой над Моделью оценки капитальных активов (САМ). Критерий Шарпа (SHP) можно представить следующим образом:

$$SHP_i = \frac{R_i - RFR}{SD_i},$$

где SHP_i — это критерий Шарпа для оценки состояния i -го портфеля;

R_i — это средний уровень доходности по портфелю i за изучаемый период времени;

RFR — это безрисковая ставка доходности за изучаемый период времени;

SD_i — это стандартное отклонение уровня доходности по портфелю i за изучаемый период времени.

Критерий Шарпа во многом схож с критерием Трейнора. Основное различие состоит в том, что в критерий Шарпа риск оценивается через стандартное отклонение, а не через коэффициент “Бета”. Шарп также использует совокупный риск, а не органический, и поэтому портфели сравниваются с Линией рынка капиталов (а не с Линией рынка ценных бумаг как в оценке Трейнора).

В критерии Шарпа деятельность менеджера портфеля определяется на основе значения дохода на единицу риска, но кроме этого соотношения используется дополнительный элемент. Это значит, что Шарп также учитывает различия в портфельной диверсификации. При использовании критерия Трейнора характеристики портфеля могут получить удовлетворительную оценку, даже если рассматриваемый портфель слабо диверсифицирован. Результатом слабой диверсификации может стать повышение уровня неорганического риска, который не определяется в критерии Трейнора. В критерии Шарпа совокупный риск указан в знаменателе уравнения, поэтому слабая диверсификация будет

проявляться через более высокий уровень совокупного риска. С помощью этих двух критериев (Шарпа и Трейнора) можно получить несколько различную информацию. Именно поэтому необходимо использовать оба эти критерия.

Дополнение 20.1 СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА ХАРАКТЕРИСТИК ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЧЕТЫРЕХ БРИТАНСКИХ МЕНЕДЖЕРОВ ФОНДОВ

За последние пять лет средняя доходность в годовом исчислении по рыночному портфелю (FT Actuaries) составила 12% ($R_m = 12$), а средняя ставка доходности по правительственным казначейским векселям равнялась 7% ($RFR = 0,07$). Предположим, что вы являетесь администратором британского пенсионного фонда, средства которого были разделены между четырьмя менеджерами фонда. В настоящий момент вы должны определить, насколько хорошо каждый из этих четырех менеджеров выполняет свои обязанности. Предположим, что мы располагаем следующей информацией:

Менеджер фондов	Средняя доходность в годовом исчислении	Коэффициент “бета” по фонду
A	11	0,90
Б	12	0,90
В	15	1,10
Г	16	1,50

Расчет оценок TRN для каждого менеджера портфеля и рыночного портфеля осуществляется следующим образом TRN_m (для рыночного портфеля):

$$TRN_m = \frac{0,12 - 0,07}{1,005} = 0,500 \text{ значения TRN}$$

$$TRN_a = \frac{0,11 - 0,07}{0,90} = 0,440 \text{ значения TRN}$$

$$TRN_б = \frac{0,12 - 0,07}{0,90} = 0,555 \text{ значения TRN}$$

$$TRN_в = \frac{0,15 - 0,07}{1,10} = 0,0727 \text{ значения TRN}$$

$$TRN_г = \frac{0,16 - 0,07}{1,50} = 0,0600 \text{ значения TRN}$$

Результаты этих расчетов показывают, что менеджер фонда А получил самую низкую оценку, и характеристики его деятельности хуже характеристик рыночного портфеля. Характеристики менеджеров Б, В и Г были оценены как удовлетворительные и были выше характеристик рыночного портфеля. На рисунке 20.3 мы можем ясно увидеть, что характеристики менеджера фонда А находятся ниже Линии рынка ценных бумаг (SML), а характеристики менеджеров Б, В и Г находятся выше SML.

Объединенные таблицы

В начале нашего изучения подходов к оценке состояния портфеля мы провели различия между оценкой состояния портфеля и оценкой способностей менеджера. В ситуации с инвестициями пенсионного фонда, уровень квалификации и способности менеджера фонда будут напрямую влиять на прибыль по той части управляемых фондов, которая находится под его руководством. Если мы предположим, что менеджер фонда работает в условиях “эффективного рынка”, то с помощью объединенных таблиц мы сможем получить оценки с учетом влияния рынка.

Табл. 20.5 представляет собой объединенную таблицу ведущих менеджеров пенсионных фондов в Великобритании. В 1988 году ведущие двадцать управляющих принадлежали к различным группам: половина управляющих из этой первой двадцатки происходила из торговых банков¹, филиалов клиринговых банков и из шести независимых “бутиков” (маленькая высокоспециализированная брокерская фирма или инвестиционный банк с ограниченным кругом клиентов и предоставляемых услуг). Эти “бутики”, включая Muttay Johnstone, Henderson и Gartmore, впервые начали осуществлять свои операции в 70-х годах, но в последние годы столкнулись с некоторыми сложностями. Эти сложности были связаны с крахом 1987 года, после которого независимые компании, ориентированные на агрессивную деятельность, оказались особенно подверженными рискам потенциальных убытков в краткосрочных периодах. Но основные проблемы независимых компаний связаны с принятием Закона о финансовых услугах, в соответствии с которым на операции, проводимые этими небольшими фирмами, были наложены значительные ограничения, что приводило к дополнительным затратам. Затраты по управлению фондами резко возросли во второй половине 80-х годов.

Вторую важную группу управляющих пенсионными фондами Великобритании составляют управляющие филиалов клиринговых банков, включая Barclays de Zoete Wedd (занимавшим третье место в 1988 г., под управлением которого находилось 9,6 млн. фунтов) и County Natwest Investment Management (занимавшим шестое место). Эти управляющие явились “пионерами” использования количественных подходов и занимают доминирующее положение в быстро развивающейся отрасли индексируемых фондов.

К третьей группе относятся торговые банки. Управляющим пенсионным фондом, занявшим первое место в 1988 г., стал Mercury Asset Management, под управлением которого находились 17,7 млрд. фунтов (табл. 20.5). Три торговых банка, Mercury, Schroeder и Baring, занимают устойчивую лидирующую позицию по управлению портфелями в группе торговых банков. Торговый банк Robert Flemming, занимающий четвертое место, для достижения своего нынешнего положения был вынужден расширить свою деятельность и переориентироваться на использование более специализированных механизмов, включающих индексные фонды, международные “зонтичные” фонды (инвестиционные фонды различного типа, сгруппированные под единым административным руководством) и фонды небольших компаний.

Оценка состояния кредитно-финансовых учреждений

В предыдущем разделе мы описали несколько методов оценки состояния портфеля. Одной из проблем, связанной с проведением этих оценок, является тот факт, что внутри одной групп институциональных инвесторов могут существовать значительные различия в формах ограничений, оказывающие серьезное влияние не только на гибкость производимых операций, но и на возможности, открытые для менеджера фондов в его стремлении достичь положительных инвестиционных результатов.

¹ Звено английской банковской системы, выполняет акцептные и другие операции.

В этом разделе мы рассмотрим три вида британских институциональных инвесторов: инвестиционные трасты, паевые трасты и пенсионные фонды. В каждом случае мы должны помнить о необходимости учитывать специальные ограничения или различия в гибкости производимых операций, относящиеся к каждому из этих трех видов инвесторов.

**ТАБЛИЦА 20.5 ВЕДУЩИЕ УПРАВЛЯЮЩИЕ ПЕНСИОННЫМИ
ФОНДАМИ В ВЕЛИКОБРИТАНИИ, КОНЕЦ 1988 ГОДА**

	Размер фондов	Количество клиентов
Mercury Asset Management	17754	553
Phillips & Drew	10687	195
Barclays de Zoete Wedd	9600	118
Robert Flemming	9240	147
Schroeder Investment Management	8694	158
County Natwest	7840	122
Prudential Portfolio Management	6100	39
Morgan Grenfell	5243	98
Henderson	4917	195
Baring Investment Management	4264	109
Lloyd Investment Management	3560	50
N.M. Rothschild	2700	81
Gartmore	2700	105
MIM	2616	125
Midland Montagu	2396	14
Kleinwort Benson	2324	74
Murray Johnstone	2100	57
Hambros Bank	2007	48
Lazard Investors	1800	36
Hill Samuel	1793	37

Источник. Barry Riley, "Shift from Balance to Specialization as a Key Management Strategy", Financial Times (4 May, 1989): v.

Пенсионные фонды

Управление пенсионными фондами в Великобритании уже сформировалось как самостоятельная отрасль. За период с 1986 по 1988 годы приток новых денежных средств, рассчитанный как процент от рыночной стоимости, составил приблизительно 5-6% (табл. 20.6). Тем не менее, ежегодные размещения притоков наличных средств, осуществляемые управляющими пенсионных фондов, подвержены резким изменениям. Так, например, группа управляющих пенсионными фондами в Великобритании в 1986—1987 гг. отказалась от работы с зарубежными акциями, а в 1987—1988 гг. вновь обратилась к операциям с этими акциями. В то же самый период управляющие сократили размер новых инвестиций в облигации и увеличили, а затем вновь сократили новые вложения наличных средств. Доходы по активам, находящимся в распоряжении пенсионных фондов, указаны в табл. 20.7. Самым "скудным" на доходы стал 1987 г., так как прибыль по совокупным активам составила лишь 3,4%. В 1988 г. доходы по большинству категорий активов достигли, а затем превысили средний уровень доходов, наблюдавшийся в течение многих лет. К сожалению, данные в таблице не отражают различий между отдельными инвестиционными планами¹ и доходами, получаемыми различными видами пенсионных фондов (быстро развивающимися или уже сформировавшимися).

¹ В отличие от фактических инвестиций.

ТАБЛИЦА 20.6 ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ ВЕЛИКОБРИТАНИИ, ЕЖЕГОДНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ ПОТОКОВ НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ (В ПРОЦЕНТАХ)

	Годы									
	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88
Английские акции	29	33	29	24	21	37	37	48	91	55
Зарубежные акции	11	23	24	25	17	-6	28	25	-16	26
Английские облигации	41	30	26	22	31	24	22	6	-9	-15
Зарубежные облигации	—	—	—	—	—	—	—	-2	-1	7
Индексация	—	—	—	9	10	10	9	7	-9	-2
Английская собственность	13	15	16	15	9	10	7	2	-5	7
Зарубежная собственность	—	—	—	—	—	—	—	-1	0	1
Наличные средства/ другие виды	6	-3	3	4	13	24	-4	18	49	21
“Новые деньги” в % от первоначальной рыноч- ной стоимости	20	19	15	13	12	9	8	7	5	5

Источник. WM Company.

ТАБЛИЦА 20.7 СОВОКУПНЫЕ ДОХОДЫ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ ВЕЛИКОБРИТАНИИ

	Совокупные доходы				
	10 лет ¹	8 лет ¹	5 лет ¹	1987	1988
Английские акции	20,4	20,5	18,3	7,1	10,4
Зарубежные акции	15,9	18,4	13,1	-18,5	23,4
Английские облигации	15,0	15,6	12,0	16,4	8,2
Зарубежные облигации	—	—	—	-1,0	4,6
Индексация	—	—	6,0	6,2	13,0
Наличные средства/другие инвестиции	11,1	10,6	9,9	8,1	9,2
Совокупные активы (исключая собственность)	17,1	18,0	15,1	2,4	12,1
Английская собственность	13,9	13,1	14,6	19,4	32,8
Зарубежная собственность	-	—	—	-14,1	10,7
СОВОКУПНЫЕ АКТИВЫ	17,0	17,0	14,7	3,4	13,8
Индекс розничных цен	7,9	5,9	4,9	3,7	6,8
Средняя прибыль	10,4	8,3	8,0	8,5	8,8

¹ Ежегодная процентная ставка.

Источник. WM Company.

Необходимо указать различия между отдельными видами инвестиционной практики, используемой пенсионными фондами Великобритании. Эти виды основаны на различных потребностях, связанных со специальными ограничениями на проводимые операции:

1. Существует фундаментальное различие между пенсионными системами, которые выплачивают пособия, размер которых определяется конечным размером заработной платы, и системами, которые строятся на основе получаемого годового дохода. В тех случаях, когда размер пенсионных обязательств определяется конечной заработной платой, в фонд должны вноситься специальные “взносы”, разработанные на основе точных статистических оценок дохода. В таком случае управление обязательствами по активам должно производиться достаточно осторожно и только с учетом обязательств по пассивам. В ситуации с систе-

мой, основанной на размере получаемого годового дохода, существуют возможности осуществления более рискованных (и гибких) операций.

2. Также сформировавшиеся и несформировавшиеся пенсионные системы требуют применения различных методов инвестиционного управления. Соответственно будет изменяться и допустимый уровень риска. Очевидно, что в случае быстро развивающихся молодых компаний значительный объем пенсионных обязательств не будет наблюдаться еще в течение многих лет. При таких не сформировавшихся системах открываются возможности размещения инвестиций в акции или земельную собственность, по которым возможно получение значительного дохода в течение длительных периодов времени. Факторы изменчивости и ликвидности в данном случае почти не учитываются. Наоборот, в пенсионных системах сформировавшихся компаний должна присутствовать более высокая степень обязательности, а главным требованием, предъявляемым к ценным бумагам (облигациям), будет фиксированный доход.

В период с 1979 по 1988 год состав активов пенсионных фондов заметно изменился (табл. 20.8). Значение английских и зарубежных акций повысилось, а важность английских облигаций понизилась. Частично это изменение объяснялось сокращением правительственного финансирования. В этот период менеджеры фондов в Великобритании столкнулись с проблемой сокращения предложения первоклассных (особо надежных) ценных бумаг, связанной с образованием активного сальдо государственного бюджета и соответствующим изъятием из обращения правительственных облигаций (см. дополнение 20.2, "Сокращение предложения первоклассных ценных бумаг"). Причиной того, что пенсионные фонды вкладывали значительные средства в облигации в конце 70-х годов, стал тот факт, что правительство Великобритании выпускало эти облигации в большом объеме. В период с 1978 по 1981 г. правительство выпускало долгосрочные облигации, доход по которым составлял 15%. В 1989 г. правительство осуществляло обратную покупку этих облигаций на основе дохода 9%, в результате чего менеджеры фондов получили дополнительную прибыль.

Чаше всего пенсионные фонды Великобритании не принимают агрессивных решений по размещению активов. В основном, управление пенсионными фондами достаточно незначительно отклоняется от структуры управления совокупного фонда. Этот консерватизм объясняется во многом не наличием системы строгого контроля за уровнем портфельного риска, а ограничением внешнего коммерческого риска самим управляющим. Ведь неправильные оценки или стратегические ошибки могут привести к потере многих клиентов.

ТАБЛИЦА 20.8 ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ ВЕЛИКОБРИТАНИИ — ИЗМЕНЯЮЩИЙСЯ СОСТАВ АКТИВОВ — ПРОЦЕНТНОЕ СООТНОШЕНИЕ НА КОНЕЦ ГОДА

СОСТАВ АКТИВОВ (процентное соотношение на конец года)				
	1979	1984	1987	1988
Английские акции	44	47	54	53
Зарубежные акции	6	16	14	16
Английские облигации	23	17	13	10
Зарубежные облигации	—	—	1	1
Индексация	—	3	3	3
Наличные средства/другие инвестиции	6	4	6	6
Английская собственность	22	13	9	10
Зарубежная собственность	—	—	1	1

Источник. WM Company.

Источник. Financial Times, (4 May, 1989).

Дополнение 20.2 СОКРАЩЕНИЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПЕРВОКЛАССНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Правительственные облигации, известные как первоклассные (с золотым обрезом) ценные бумаги, в течение долгих лет рассматривались управляющими пенсионных фондов Великобритании как один из основных элементов их деятельности. Всегда существовал свободный доступ к этим долгосрочным ценным бумагам, деноминированным в фунтах стерлингов. Однако образование в 80-х годах активного сальдо государственного бюджета Великобритании и принятие решения об использовании этого сальдо в целях сокращения объема неоплаченных долгов привели к возникновению некоторых проблем в работе управляющих внутренними пенсионными фондами¹. Если не первоклассные ценные бумаги, так что же тогда использовать?

Многие менеджеры, стремящиеся к получению фиксированного дохода, считали рынок "золотообрезных" ценных бумаг достаточно дорогостоящим и не использовали эти ценные бумаги при диверсификации своих портфелей. Однако резкое изменение кривой доходности стало знаком для некоторых управляющих пенсионных фондов, указывающим на то, что первоклассные ценные бумаги уже не следует рассматривать в качестве подходящего ориентира для долгосрочных процентных ставок. В течение второй половины 80-х годов количество выпущенных в обращение золотообрезных ценных бумаг сокращалось по крайней мере на 10% каждый год.

В это время инвесторы, стремящиеся к получению фиксированного дохода, начали использовать долгосрочные внутренние облигации или еврооблигации, деноминированные в фунтах стерлингов. В 1988 году эмиссия долгосрочных стерлинговых облигаций в форме еврооблигаций, обращающихся ценных бумаг или так называемые эмиссии "Бульдогов" (внутренние стерлинговые облигации, выпускаемые иностранными заемщиками) составили в общей сложности 2,6 млрд. фунтов.

По мнению одного из менеджеров фондов, учреждения, выполняющие функции доверенного лица, с настоящее время рассматривают возможность увеличения пропорции портфелей, составленных из международных правительственных облигаций. Это увеличение направлено на сокращение степени изменчивости дохода, а также на возмещение дохода, потерянного в результате сокращения числа правительственных первоклассных ценных бумаг. Увеличение темпов развития и ликвидности мирового рынка правительственных облигаций способствует осуществлению планов управляющих пенсионных фондов по инвестированию в эти секторы.

Паевые трасты

В 1989 году насчитывалось более 1300 британских паевых трастов, доступных для инвесторов в Великобритании. Паевые трасты заметно отличаются друг от друга по форме, размерам и инвестиционным целям. Если поставить перед собой цель осуществить сравнение паевых трастов по характеристикам их операций, то необходимая для выполнения этой задачи классификация 1300 паевых трастов по этому признаку представляется действительно устрашающей задачей.

Необходимо разбить паевые трасты на однородные категории, определяемые в соответствии с сущностью и целью фондов. Ассоциация паевых трастов разработала набор стандартных категорий трастов, с помощью которых может быть произведена оценка различных показателей. Первый набор стандартных категорий был опубликован в 1982 г., однако затем был пересмотрен. Новый выпуск этих категорий, опубликованный в 1989 году, описан в дополнении 20.3. Самый разумный подход к оценке показателей основан на сравнении фондов, входящих в одну и ту же категорию паевых трастов.

¹ Эта проблема была устранена в начале 90-х годов, когда вновь образовался дефицит государственного бюджета.

Инвестиционные трасты

Первый инвестиционный траст в Великобритании, Foreign & Colonial Investment Trust, был образован в 1868 году. С того момента важность этой формы инвестиций заметно возросла. Инвестиционные трасты предоставляют услуги по управлению и диверсификации тем инвесторам, которые в противном случае не смогли бы обеспечить выполнение этих функций самостоятельно. Многие эксперты утверждают, что родиной инвестиционных трастов является Шотландия, а в ее столице Эдинбурге расположено множество ведущих компаний по управлению денежными средствами, которые специализируются на этом виде деятельности.

Инвестиционные трасты во многом напоминают американские инвестиционные фонды закрытого типа, но между ними существует одно различие. По британским правилам в фондах этих компаний может быть большая доля заемных средств, что может оказать некоторое воздействие на их инвестиционные операции.

Первоначально, инвестиционные трасты организовывались с целью проведения активных межгосударственных инвестиционных операций, которые бы позволили воспользоваться преимуществами зарубежных облигаций с более высоким уровнем дохода (6—8%) по сравнению с доходом в Великобритании (2—3%). Однако, в недавнее время этот сектор приблизился к достижению глобального уровня. В качестве иллюстрации мы можем рассмотреть ситуацию с компанией Foreign & Colonial. В 1985 году управление компанией (Foreign & Colonial Management (FCM)) было реструктурировано с целью расширения спектра операций, проводимых этой компанией. FCM вместе с Long Term Credit Bank в Японии и Banco de Investimentos Garantia в Италии участвует в нескольких совместных предприятиях в международном управлении инвестициями (рис. 20.4).

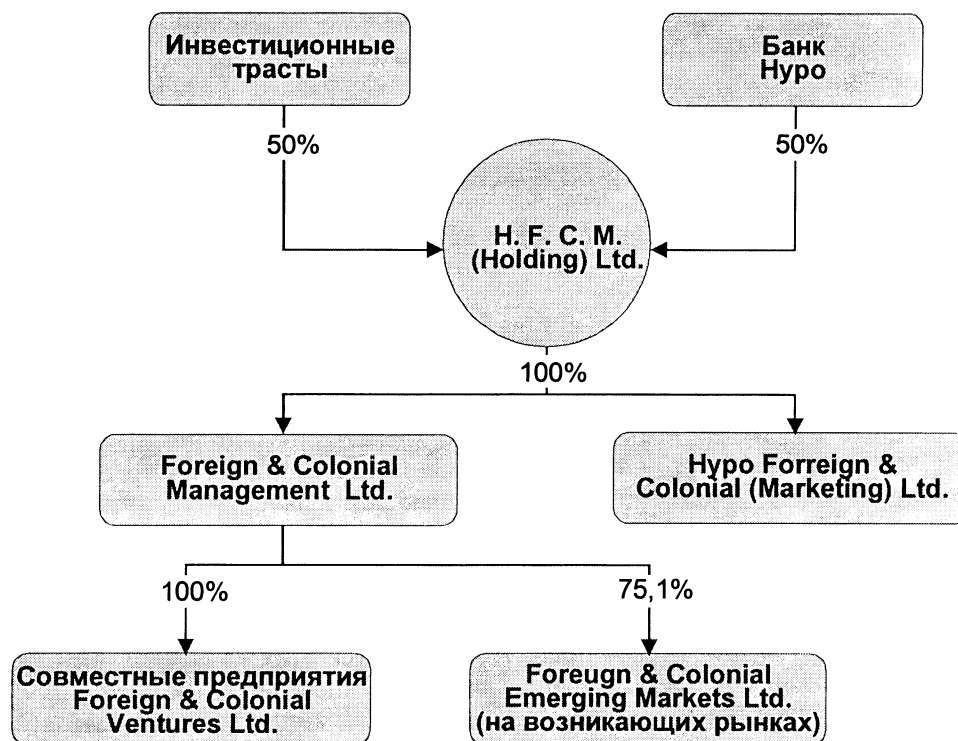


РИС. 20.4. ЗАРУБЕЖНАЯ И КОЛОНИАЛЬНАЯ СТРУКТУРА НУРО

В 1989 году были установлены партнерские отношения с Bayerisch Hypotheken — und — Wechsel — Bank в Мюнхене (Нуро банк). Нуро является пятым по величине коммерческим банком в Германии. Стратегической целью этого партнерства было совмещение навыков и опыта Foreign & Colonial и значительной розничной базы и возможностей Нуро по распространению продукции в Германии.

Банкиры Нуро и пять акционеров Инвестиционного траста осуществляют контроль за деятельностью FCM и его дочерней компании Нуро Foreign & Colonial (Маркетинг) через компанию Нуро Foreign & Colonial Management (Holdings). В 1993 году FCM приобрела компанию Latin American Securities и ее дочернюю компанию East Asia Securities, на основе которых была сформирована компания Foreign & Colonial Emerging Markets, в которой компании FCM принадлежит 75,1% акций, благодаря чему FCM становится одной из пяти ведущих компаний мира по управлению развивающимися рынками. Структура собственности этой группы отражена на рис. 20.4. При использовании новой глобальной стратегии, темпы роста фондов, находящихся под управлением этой группы, заметно увеличились, что показано на рис. 20.5.

Дополнение 20.3 НОВАЯ СИСТЕМА КАТЕГОРИЙ ДЛЯ ПАЕВЫХ ТРАСТОВ

1 августа 1989 года Ассоциацией паевых трастов (УТА) была опубликована и введена новая система классификаций для паевых трастов, направленная на упрощение сравнений показателей деятельности этих фондов. Основной целью новой классификации является разделение паевых трастов на строго однородные группы, что должно не только облегчить сравнение инвестиционных характеристик, но и сделать результаты этого сравнения более точными. Разделение трастов производится по географическим регионам, видам активов и инвестиционным целям. УТА представила следующие категории:

- Фонды Великобритании — все трасты, инвестиции которых в Великобритании составляют не менее 80% от их совокупных активов. Эти трасты подразделяются на следующие подгруппы: гибкие трасты (трасты со свободным выбором инвестиций); трасты с активами, состоящими исключительно из корпоративных акций; трасты развития; трасты с активами, состоящими исключительно из золотообрезных ценных бумаг и ценных бумаг с фиксированным процентом; трасты со сбалансированным портфелем.
- Международные фонды — все трасты, инвестиции которых в любой из географических регионов не превышают 80% от их совокупных активов. Эти трасты подразделяются на следующие подгруппы: трасты с активами, состоящими исключительно из корпоративных акций; трасты развития; трасты с активами, состоящими исключительно из ценных бумаг с фиксированным процентом; трасты со сбалансированным портфелем.
- Япония.
- Дальний Восток: (а) Включая Японию; (б) исключая Японию.
- Австралия.
- Северная Америка.
- Европа — включает фонды, в которых доля Великобритании не превышает 80% фонда.
- Специальные — специализирующиеся на инвестициях в производстве товаров и электроэнергии; специализирующиеся на финансовых операциях и операциях с и собственностью; инвестиционные паевые трасты, специализирующиеся на фондовых операциях; специализирующиеся в деятельности на денежном рынке.
- Освобожденные от налога паевые трасты — Фонды, освобожденные от налога, доступные только получившим специальное разрешение пенсионным фондам и благотворительным обществам.
- Пенсионные траст-фонды, образованные за счет имущества отдельных лиц и паевые трасты FSAVC.

С созданием единого европейского рынка для дальнейшей разработки классификаций паевых фондов станет необходимым интегрированное сотрудничество с аналогами УТА в континентальной Европе, направленное на принятие взаимно согласованной европейской классификации.

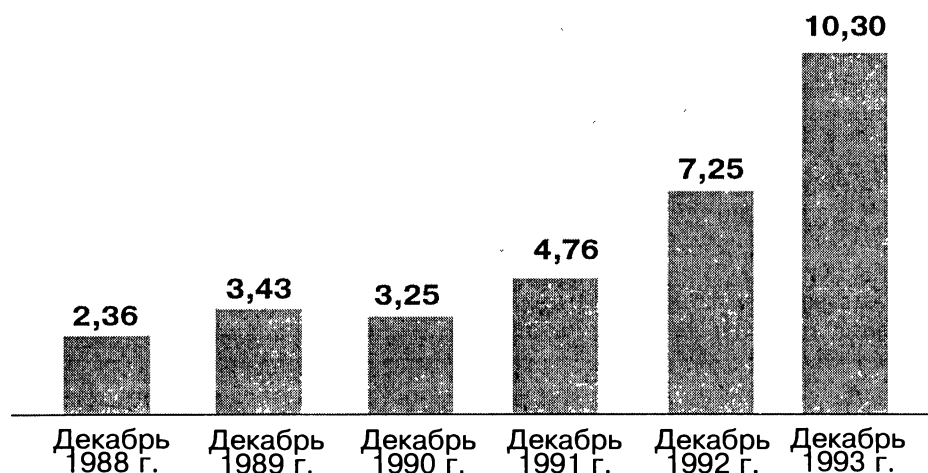


РИС. 20.5. РОСТ АКТИВОВ, НАХОДЯЩИХСЯ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ — NYFO FOREIGN & COLONIAL

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В этой главе мы обратились к изучению операционных показателей международных портфельных инвестиций. Индивидуальные и институциональные инвесторы сталкиваются с различными проблемами и обладают различными потребностями. Индивидуальные инвесторы могут осуществлять только ограниченное количество операций и должны разрабатывать свои собственные источники инвестиционной информации. Также они должны использовать определенные процедуры при осуществлении инвестиционных операций.

Индивидуальные инвесторы используют следующие инвестиционные механизмы: прямое приобретение на зарубежных рынках, Американские депозитные квитанции, фонды, действующие в одной стране, международные и глобальные фонды. В этом случае они могут подвергаться различным рискам, включая региональный риск, валютный риск, органический и неорганический риски.

Институциональные инвесторы располагают широким выбором возможных операций, которые, в основном, не доступны индивидуальным инвесторам. Также для них открыты более широкие возможности получения оперативной и не дорогостоящей информации. Более того, институциональные инвесторы располагают более значительными совокупными ресурсами, позволяющими им получать информацию и инвестиционные услуги.

Международное портфельное управление может осуществляться на основе пассивного или активного подходов. Теоретической основой пассивного управления является гипотеза о рыночной эффективности. Пассивное управление во многом соответствует индексному методу. Для осуществления активного управления необходим значительный объем данных прогнозов и анализов по национальным и отраслевым тенденциям. Модифицированное активное управление требует построения кривой предельного уровня эффективности на основе доступной инвестиционной информации.

Для осуществления оценок состояния портфелей может быть использовано несколько подходов. Однако при оценке состояния возникают следующие проблемы: необходимо определить подходящий ориентир; необходимо определить роль риска и

его влияние на оцениваемые характеристики, а также необходимость учета различных ограничений, налагаемых на определенные виды инвесторов. Критерии Трейнора и Шарпа могут помочь решить некоторые из этих проблем. С помощью объединенных таблиц можно получить оценку с учетом влияния рынка.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Глобальный индекс небольших компаний

Исследователи глобальных индексов фондового рынка постоянно ищут новые и инновационные методы использования полученных в результате анализа количественных результатов и предоставляемых ими услуг. В 1988 году по просьбе Morgan Grenfell Investment Services компания Natwest Securities (в обязанности которой входило проведение исследований в целью получения новых количественных данных, связанных с FT-Actuaries World Indices (фондовый индекс всех акций, публикуемый газетой “Файненшл Таймз”, Институтом актуариев и факультетом актуариев)) разработала серию индексов для небольших компаний, охватывающих все рынки в FT-Actuaries World Indices. В эти индексы включалась нижняя граница капитализации каждого рынка (равная 10%). Эти индексы рассчитываются на основе тех же ежедневных данных, которые используются и для расчета основных серий индексов.

В течение трех лет (1991—1993 гг.) небольшие компании демонстрируют высокую степень капитализации и большие значения индекса FT-A World. В 1993 г. основная граница FT-A World (10%) повысилась до 33,0% для стерлингового инвестора по сравнению с 24,6% для максимального уровня, составляющего 90% (рис. 20.6).



РИС. 20.6. ХАРАКТЕРИСТИКИ КОМПАНИЙ С НЕБОЛЬШОЙ СТЕПЕНЬЮ КАПИТАЛИЗАЦИИ ПО СРАВНЕНИЮ С ХАРАКТЕРИСТИКАМИ КОМПАНИЙ С БОЛЬШОЙ СТЕПЕНЬЮ КАПИТАЛИЗАЦИИ

В табл. 20.9 представлены характеристики дохода и риска Глобальных Небольших компаний (нижняя граница 10%) за пятилетний период до конца 1993 года. Эти характеристики были составлены на основе данных о ежемесячных доходах. Совокупный риск определяется стандартным отклонением; коэффициент “бета” указывает на степень чувствительности индекса небольших компаний к динамике всего рынка; Специфический риск связан с изменчивостью, которая обуславливается “эффектом небольших компаний”, R в квадрате — это процент различий между небольшими компаниями, которые могут быть связаны с рыночным риском или с коэффициентом “бета”; альфа — это характеристики сегмента небольших компаний в годовом исчислении без учета влияния рыночных характеристик.

ОБЗОРНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Опишите функциональные потребности индивидуального инвестора, осуществляющего международные диверсифицированные инвестиции.
2. Какие виды инвестиционных механизмов доступны индивидуальным инвесторам? Сопоставьте эти механизмы по признаку их влияния на операции инвестора, осуществляющего инвестиции удовлетворительным и эффективным способом.
3. Сопоставьте риски, с которыми сталкиваются индивидуальные инвесторы при использовании следующих механизмов:
фонд, действующий в одной стране; международный фонд; глобальный фонд.
4. Назовите основные проблемы, с которыми сталкиваются крупные институциональные инвесторы при осуществлении международных инвестиций.
5. Укажите различия между пассивным, активным и модифицированным активным подходом к управлению портфелем по каждому из данных признаков:
 - а) необходимый объем прогнозируемой информации;
 - б) предполагаемый уровень риска.
6. Некоторые эксперты считают, что оценка состояния международных инвестиционных портфелей — это достаточно трудное и непродуктивное занятие. Существуют ли основания для такого утверждения? Какие?
 - а). Приведите логическое обоснование подхода Трейнора к оценке портфельных характеристик.
 - б). Назовите отличие критерия Трейнора от критерия Шарпа.
7. Доход взаимного фонда составляет 16% по сравнению с рыночным доходом, равным 10%. Безрисковая ставка равна 6%. Оцените состояние этого фонда, используя критерий Трейнора.
8. В ситуации, описанной в предыдущем вопросе, вы также знаете, что стандартное отклонение дохода для этого взаимного фонда равно 0,20, а для рыночного индекса — 0,08. Оцените состояние фонда, используя критерий Шарпа.
9. Какие специфические проблемы встречаются при оценке степени эффективности функционирования:
 - а) управляющих фондами;
 - б) кредитно-финансовых учреждений наподобие пенсионных фондов?

ТАБЛИЦА 20.9 ХАРАКТЕРИСТИКИ РИСКА И ДОХОДНОСТИ

	Характеристики в годовом исчислении			Совокупный риск			Небольшие компании		
	Индекс FT-A World	Небольшой уровень капитализации	Индекс FT-A World	Небольшой уровень капитализации	Кэффициент "бета"	Специфический риск	R в квадрате	Кэффициент "альфа"	
Внутренняя валюта									
США	14,5	16,6	13,5	16,2	1,1	6,4	84,2	0,6	
Канада	7,1	1,7	11,5	15,9	1,1	9,4	65,1	-5,7	
Австрия	15,5	14,1	36,9	38,7	0,9	18,5	77,2	0,0	
Бельгия	8,3	10,9	17,3	25,3	1,2	13,0	73,4	0,7	
Дания	9,0	8,2	20,0	23,9	1,0	13,3	68,7	-0,5	
Финляндия	6,6	7,0	34,3	39,2	1,0	20,5	72,5	0,8	
Франция	12,0	15,8	19,5	21,2	1,0	7,9	86,0	3,5	
Германия	12,3	12,8	21,9	20,2	0,8	9,0	80,2	2,4	
Ирландия	12,3	11,5	24,8	26,5	0,9	14,9	68,4	0,7	
Италия	4,2	1,6	28,3	32,9	1,1	11,4	88,1	-2,8	
Нидерланды	17,7	11,5	14,8	19,4	1,0	11,5	64,8	-5,8	
Норвегия	10,1	2,7	27,8	42,4	1,2	24,4	66,8	-8,3	
Испания	8,3	-3,7	24,2	38,1	1,4	16,1	82,2	-13,5	
Швеция	15,7	10,6	29,7	27,4	0,8	14,2	73,3	-1,6	
Швейцария	19,9	8,7	19,6	21,0	0,9	12,7	63,8	-6,8	
Великобритания	18,4	15,7	18,4	24,3	1,2	9,4	85,1	-5,4	
Австралия	13,1	12,0	16,3	16,4	0,8	9,0	69,9	1,0	
Гонконг	39,5	35,3	30,9	27,6	0,9	8,9	89,7	1,6	
Япония	-9,0	-4,7	28,8	37,5	1,2	13,8	86,4	6,4	
Малайзия	36,0	46,1	28,4	37,8	1,1	20,0	72,0	4,6	
Новая Зеландия	8,1	2,8	26,0	30,7	1,0	17,5	67,7	-4,6	
Сингапур	22,0	25,3	25,1	23,9	0,9	9,8	83,3	5,3	
Мексика	83,6	50,5	37,6	27,9	0,5	20,3	47,0	9,2	
Южная Африка	24,7	26,6	22,4	23,4	0,9	11,9	74,1	3,9	
Доллары США									
Европа	12,2	10,5	18,4	20,2	1,0	6,7	88,9	-1,8	
Регион Тихого океана	-3,9	1,0	31,8	38,3	1,1	12,7	89,1	5,6	
Европейское побережье Тихого океана	1,7	4,7	23,4	28,0	1,1	8,7	90,3	2,7	
Европа за исключением Великобритании	11,0	9,0	18,7	19,5	1,0	6,5	88,8	-1,6	
Регион Тихого океана за исключением Японии	23,3	22,8	20,4	20,5	1,0	6,2	90,8	0,5	
Весь мир	6,6	9,3	16,7	19,8	1,1	6,0	90,8	1,8	

Цифры рассчитаны на основе ежемесячных данных о доходности за 5 лет.

Индексы FT-Actuaries World Indices™ составляются компаниями The Financial Times Limited, Goldman, Sachs & Co. и NatWest Securities Limited в сотрудничестве с Институтом Актуариев и Факультетом Актуариев.

10. Британский инвестор приобретает 2000 акций Phillip Morris по цене 70 долларов за акцию. Обменный курс составляет: фунт/доллар = 0,56. В течение следующего года инвестор получает дивиденды в размере 2,20 долларов на акцию. В это время обменный курс составляет: фунт/доллар = 0,59. В конце года инвестор продает акции по цене 84 доллара за акцию. Теперь обменный курс равен: фунт/доллар = 0,61. Рассчитайте совокупный доход без учета комиссий и налогов. Какую часть прибыли в долларах составляют дивиденды, доходы от прироста капитала? Какую часть прибыли в фунтах стерлингах составляет валютная прибыль, доходы от прироста капитала, дивиденды?
11. Германский менеджер фонда располагает 10 млн. долл., вложенными в акции США, торговые операции по которым проводятся через Нью-Йоркскую фондовую биржу (NYSE). Основная стоимость этого портфеля равна 6 миллионам долларов, и управляющий не собирается продавать его в настоящий момент. Однако Германский менеджер фонда выражает обеспокоенность спадом на фондовом рынке США и желал бы осуществить хеджирование с помощью покупки опциона “пут” по S&P 100. После ознакомления с информацией, представленной в таблице, он хотел бы приобрести “пут” S&P, равный 350. Однако в настоящий момент S&P находится на уровне 360.

Опционы “пут” S&P	Цена использования опциона (фиксированная)	Премия по опциону за август
Август 320	360	$2\frac{1}{4}$
Август 330	360	$3\frac{1}{8}$
Август 340	360	$5\frac{1}{4}$
Август 350	360	6
Август 360	360	$9\frac{1}{2}$

- а. Сколько будет стоить хеджирование?
- б. Что изменится, если германский менеджер фонда будет использовать опцион “пут” 320 за август? Ответ поясните.
12. Европейский менеджер фонда располагает 40 млн. долл., вложенными в еврооблигации, деноминированные в долларах. Их номинальная стоимость равна 35 млн. долл., они относительно неликвиды, а их сроки составляют от восьми до десяти лет. Менеджер фонда опасается, что процентные ставки в США в течение следующего года повысятся, и решает осуществить хеджирование, используя фьючерс на долгосрочные казначейские обязательства США. Возможно ли правильное осуществление этого хеджирования? Назовите сложности, которые могут возникнуть при осуществлении этих операций.
13. Год за годом инвестор, расположенный в США, увеличивал степень международных инвестиций. Было доказано, что благодаря международной диверсификации можно получить определенные важные преимущества.
- а. Используя информацию о доходности и риске в следующей таблице, приведите логическое обоснование необходимости диверсификации портфеля, включающего долларовые облигации, через включение в него облигаций в зарубежной валюте.
- б. Используя данные той же таблицы, приведите логическое обоснование необходимости диверсификации портфеля институционального инвестора США через включение в него акций и облигаций в зарубежной валюте.

ДОХОДНОСТЬ В ГОДОВОМ ИСЧИСЛЕНИИ, ЗА ПОСЛЕДНИЕ 12 ЛЕТ

Рынок	Доходность	Стандартное отклонение
Акции		
США	9,2%	13,2
Великобритании	6,2	14,3
Германии	8,1	16,8
Франции	7,3	11,7
Нидерландов	5,6	8,4
Гонконга	13,1	28,2
Мексики	18,2	27,1
Облигации		
Правительства США	5,4	7,6
Американские промышленные	5,8	8,5
Правительства Великобритании	11,3	12,5
Облигации Германских банков	6,4	9,8
Правительства Франции	9,5	10,4
Нидерландские промышленные	6,5	9,6

**Случай 1. ОРГАНИЗАЦИЯ ОТДЕЛЕНИЯ ПО ИЗУЧЕНИЮ АКЦИЙ.
(ПРОДОЛЖЕНИЕ ПЕРВОЙ ЧАСТИ, ПРИВЕДЕННОЙ В ГЛАВЕ 19)**

ЧАСТЬ II: ПЛАН МИСТЕРА ХЭЛВЕСТРОМА

При разработке своего плана организации лондонского отделения по изучению акций Мистер Хэлвестром должен был проделать серьезную работу и принять критические решения. Как лучше всего организовать это отделение? Открыть отделение "на пустом месте", нанимая финансовых аналитиков и другой персонал по одному? Или лучшим вариантом будет, если материнская фирма в Нью-Йорке приобретет крупный контрольный пакет акций в уже существующей фирме?

Мистер Хэлвестром выяснил, что 50% акций в небольшом британском торговом банке может быть приобретено за примерно 32 миллиона долларов. В этом торговом банке работают 46 человек:

Президент и два главных вице-президента	3
Биржевые маклеры по операциям с облигациями и маклеры, работающие на денежном рынке	15
Маклеры, работающие на фондовом рынке (Лондонская биржа)	5
Аналитики акций	4
Персонал по экономическим исследованиям	3
Должностные лица по корпоративным связям	2
Секретари и канцелярия	14
Всего	46

Уровень прибыльности этого банка был достаточно низок, а в последние банк начал терпеть убытки. Были представлены следующие данные за последние пять лет (после уплаты налогов):

Год	Миллионы фунтов
1986	+ 2,4
1987	- 0,3
1988	+ 0,1
1989	- 2,7
1990	- 4,6

**Случай 1. ОРГАНИЗАЦИЯ ОТДЕЛЕНИЯ ПО ИЗУЧЕНИЮ АКЦИЙ.
(ПРОДОЛЖЕНИЕ ПЕРВОЙ ЧАСТИ, ПРИВЕДЕННОЙ В ГЛАВЕ 19)**

Британский торговый банк уже имеет зарубежного инвестора (крупные голландский банк, владеющий 15% акций).

Британский торговый банк также имеет небольшое отделение во Франкфурте, в котором работают 2 человека (одно должностное лицо и один секретарь). Это отделение иногда предоставляет инвестиционный анализ германских компаний, получаемые от кредитно-финансовых учреждений Германии.

Осуществление альтернативного варианта, предполагающего открытие офиса в Лондоне "с нуля", потребует наличия первоначального персонала, состоящего из 14 человек, включая восемь аналитиков акций и одного экономиста. Ожидаемые ежегодные затраты были рассчитаны следующим образом:

Аренда офиса и оборудования	820000 фунтов
Расходы на персонал	390000 фунтов
	<hr/>
	1210000 фунтов

(1,64 доллара = 1 фунт)

Случай 2. ПРОДАТЬ, СОХРАНИТЬ ИЛИ ОБМЕНЯТЬ?

Мистер Рамирез, фондовый брокер в Нью-Йорке, в начале 1989 года посоветовал своему клиенту приобрести акции Pearson и Glaxo (зарегистрированные на Лондонской международной фондовой бирже). В это время курс обмена составлял 1,80 долларов/1 фунт, а цена одной акции Glaxo составляла 10,60 фунтов (было приобретено 4000 акций) и цена акции Pearson — 6,70 фунтов (было приобретено 5000 акций).

Семь месяцев спустя (в августе 1989 года) цена акции Glaxo повысилась до 15,70, а акции Pearson — до 8,40. Однако, курс фунта снизился до 1,55 доллара. И хотя прибыль во внутренней валюте (стерлингах) составляла почти 29000 фунтов или 38%, то прибыль в долларах составляла лишь 26000 долларов или 18%.

Затраты

Glaxo	4000 акций @ 10,60 —	фунт стерл. 42400 @ 1 доллар 1,80	\$ 76320
Pearson	5000 акций @ 6,70 —	фунт стерл. 33500 @ 1 доллар 1,80	60300
		фунт стерл. 75900	\$ 136620

Стоимость

Glaxo	4000 акций @ 5,70 —	фунт стерл. 62800 @ 1 доллар 1,55	\$ 97340
Pearson	5000 акций @ 8,40 —	фунт стерл. 42000 @ 1 доллар 1,55	65100
		фунт стерл. 104800	\$ 162440

Исходя из этих расчетов, клиент решил, что хочет получить прибыль в стерлингах. Мистер Рамирез указал, что долларовый доход составлял лишь 18%, а не 38%. После некоторых обсуждений мистер Рамирез обратился к клиенту со следующими альтернативными предложениями:

1. Продать акции и купить казначейские векселя Великобритании со сроком 3 месяца и доходом 13,5%.
2. Продать акции и купить казначейские облигации Великобритании со сроком 15 лет и доходностью 9,7%.
3. Продать акции и перевести полученные средства в доллары.
4. Оставить акции еще на срок три или шесть месяцев.

Какой из этих альтернативных вариантов был бы наиболее предпочтителен? Какую дополнительную специальную информацию (например, прогнозы) необходимо получить для того, чтобы выбрать наилучший вариант?

Краткая библиография

- Arnott, R. and R. Henricksson. "A Disciplined Approach to Global Asset Allocation," *Financial Analysts Journal*, March-April 1989.
- Brinson, G. and N. Fachler. "Measuring Non-US Equity Portfolio Performance," *Journal of Portfolio Management*, Spring 1985.
- Cumby, R. E. and J.D. Glen. "Evaluating the Performance of International Mutual Funds," *Journal of Finance*, June 1990.
- Halpern, Philip. "Investing Abroad: A Review of Capital Market Integration and Manager Performance," *Journal of Portfolio Management*, Winter 1993.
- Howell, M. and A. Cozzini. *International Equity Flows: 1990 Edition*, Salomon Brothers.
- Ibbotson, Roger, and Gary Brinson. *Global Investing*. New York: McGraw-Hill. 1993.
- Ibbotson, Roger, Laurence Siegel, and Kathryn Love. "World Wealth: U.S. and Foreign Market Values and Returns," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1985.
- Nowakowski, C. "International Performance Measurement: Problems and Solutions," *Columbia Journal of World Business*, May 1982.
- Park, K. and A.W. Van Agtmael. *The World's Emerging Stock Markets*. Probus, 1993.
- Porter, Michael T. "Closed End Emerging Country Funds Review," in Park & Van Agtmael, *The World's Emerging Stock Markets*. Probus, 1993.
- Sharpe, W. F. "Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, January 1966.
- Taylor, J. R. and A.M. Pietruska. "The Case for Active Currency Management," *Investment Management Review*, January -February 1989.
- Treynor, Jack, L. "How to Rate Management of Investment Funds," *Harvard Business Review*, January-February 1965.
- Van Agtmael, A.W. "Investing in Emerging Markets," in Park & Agtmael, *The World's Emerging Stocff Markets*. Probus, Chicago 1993.
- Wahab, M. and A. Khandwala. "Why Not Diversity Internationally With ADRs?" *Journal of Portfolio Management*, Winter 1993.
- Walmsley, Julian. *The New Financial Instruments*. New York: Wiley, 1988.

АЛФАВИТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ

А

Агентство, 280—314
Адлер, Майкл, 544
 азиатские валютные единицы (ACU), 177
Азиатский доллар, 290
Азиатско-Тихоокеанское экономическое сотрудничество (АРЕС), 6
AIG Корпорация, 511,
Аккредитив, 325-336
 автоматически возобновляемый, 328
 документация, 331
 импортный, 329
 неподтвержденный безотзывный, 327
 передаваемый (переуступаемый), 328
 подтвержденный безотзывный, 327
 резервный, 328
 экспортный, 332
 электронный, 336
Активное управление, 694-714
Акции на предъявителя, 614
Американская Фондовая биржа, 594
Американские депозитарные квитанции, 240, 637, 683, 685, 686-692
Анализ чувствительности, 510, 581
Арбитраж
 на денежном рынке, 380, 381
Арбитражное ценообразование, 646-647
Арбитражные операции с евровалютами и еврооблигациями, 386
Арпен, Джеффри, 486
Ассоциации международных своповых дилеров (ISDA), 212
Ассоциацию рынков международных ценных бумаг (ISMA), 209
Ассоциация дилеров по международным облигациям, 208
Ассоциация паевых трастов, 711
Ассоциация страхования заграничных кредитов, (FCIA), 343, 420
Аусфуркредит, 345

Б

Бавиши, Винод Б., 563, 586
Базельский комитет (Группа десяти), 184
Базельское соглашение 275, 301-303, 314,
Базельское соглашение, 183, 299, 424
Баклей, Питер, 486

Банк Америки, 434
Банк Англии, 249-251, 373
 инструменты контроля, 250
 клиринговые банки, 245
 ответственность, 243
Банк Барклайз (Barclays), 471
Банк международных расчетов (BIS), 392
Банк Нью-Йорка, 686
Банк Токио, 283
Банк Японии (BOJ), 254
Банки - корреспонденты, 280
Банковская ассоциация по внешней торговле (BAFT), 343
Банковские краткосрочные займы, 489
Банковский акцепт, 333
Банковский трест, 305
Банковское кредитование
 в 1960 году, 393
 в 1992 году, 395
 головное отделение, 396
 зарубежное отделение, 398,
 основные черты, 395
 развитие, 420
 ранжирование по странам, 392-393
Barclays de Zoete Wedd (BZW), 708
"Беглый" капитал, 431
 "Большой шок", 276, 284
 в Лондоне, 594, 603, 608
 в Мадриде, 594
 в Париже, 612
Бегство капитала, 408
Безиргэниэн, Стив, 486
Безрисковая ставка, 644, 651
Бейкер, Джеймс С., 300, 515, 563, 586
Бенет, Брюс А., 559
Берд, Р., 516, 537
Бердсли, Лоуренс Дж., 563, 586
Биржевой крах в октябре 1987, 612, 613, 694, 707
БиЭйТи (BAT), 471
Блок, Стэнли, 563, 587
Блокирование (замораживание) денежных средств, 532
БНП (BNP), 292
Боттс, Джеймс, 537
Брейди, облигации, 218, 425, 440
Брейди, перечень, 431
Брейди, план, 426, 430, 431, 436, 440
British Petroleum, 468
Бут, Лоренс Д., 515, 569, 586
Бэрингз, 295, 630-633, 708

В

- Валютные курсы, 91
 - контролируемые курсы, 109
 - курс по срочной сделке, 93
 - матрица курсов “spot”, 93
 - определение курса “spot”, 103
 - плавающий курс, 104
 - прогнозирование, 115
 - фиксированный курс, 106-107
- Валютные операции центрального банка, 102
- Валютные опционы, 130-133
- Валютные опционы, 552
- Валютные свопы, 139, 212, 213, 552
 - разработанные МБРР, 139
 - сделки, 139, 140
- Валютные свопы, 95
- Валютные форвардные контракты, 550
- Валютные фьючерсные контракты, 550
- Валютные фьючерсы и опционы, 96-97
- Валютный контроль, 612
 - снятие валютного контроля в Великобритании в 1979 году, 606
- Валютный риск потенциальных убытков, 539
- Валютный риск потенциальных убытков, 541
- Валютный риск, 404, 405
- Валютный рынок, 38
 - механизмы рынка, 88
 - мировая система, 83-84
 - объем ежедневных сделок, 84
 - объем рынка, 84
 - природа, 82
 - процентный арбитраж, 99
 - связь с международным евровалютным рынком, 87
 - хеджирование и спекуляции, 98-99
- Ван Хорн Джеймс С., 586
- Вексель для инкассирования, 338
- Вексель на предъявление, 332
- Великобритания
 - доклад комитета Вильсона 1980 г., 241
 - доклад комитета Макмиллана 1931 г., 241
 - доклад комитета Редклифа 1959 г., 241
 - контроль капитала в 1957 года, 241
 - кредитно-финансовые учреждения, 245
 - Лондон как финансовый центр, 241, 266
 - отмена контроля за капиталом в 1979 г., 241
 - экономические показатели, 244
- Взаимные фонды, 703
- Внебиржевая торговля, 596
- Внешняя торговля
 - затраты, 349
 - регулирование, 348-349
 - риски, 321-322, 325, 351
- Внутренняя норма прибыли (ВнНП), 566
- Возникающие долговые рынки, 218-219, 424, 435-441
 - ведущие торговцы, 437
 - виды долга, 438
 - вторичный рынок, 440
 - новая отрасль, 435- 436
 - новые кредиты, 438
 - срок долга, 440
 - торговый долг, 436-437
 - успех и развитие, 439
 - хроника дебиторов, 440-441
- Восприятие рисков инвесторами, 594
- Временная структура, 366
- Встречная торговля, 341
 - обратная покупка, 341
 - торговля “свитч”, 341
- Вторичный рынок
 - банковские долговые бумаги, 423, 425
 - свопы долг/акции, 428-429
 - Шефердсон, исследование, 435

Г

- Гартмор, 708
- Гегемония Великобритании, 592
- Генеральное соглашение по тарифам и торговле (GATT), 5, 355
- Гермес (Hermes), 345
- Гианотти, Джон, 530, 559
- Гидди, Ян, 559
- Главное бюджетно-контрольное управление (GAO), 622
- Гласс-Стигал, 291, 293
- Глобализация финансовых рынков, 11-12
- Глобальная облигация, 217, 590
- Глобальные финансовые рынки
 - взаимосвязи, 147
 - общий взгляд, 146
 - составляющие, 145
 - специальные характеристики, 147-148
- Глобальные финансы
 - долгосрочные проблемы, 18
 - определение, 2-3
 - проблемы, 14
 - составляющие части, 3
- Глобальный системный риск для ТНК, 476-477
- Глобальный фонд, 683, 685, 690
- Годдард Скотт, 585
- Гонконг и Сингапур, 514-515

Гонконгско-Шанхайский банк (Hong Kong Shanghai Bank), 283, 456
 Гордон Сара, 463, 466, 583, 585
 Гриффитс Сьюзан Х., 559
 Грубел, 653
 Груберт Гэрри, 537
 Группа Бичэм, 459
 Группа Десяти (G-10), набор требований к капиталу банка 1988 года, 184
 Группа пяти, 32
 Группа Семи, 5, 32
 Группа Чабб, 511

Д

Дай Ичи Каньо, 292
 Даймлер Бенц (Daimler Benz), 314
 Даннинг Джон, 464, 486
 Дафи Гюнтер, 559
 "Двойной дефицит", 11
 Двойной рынок, 515
 Двойной своп, 384
 Двухстрановая модель, 641
 Денежные операции банков, 363, 366
 прогнозы, 366
 Денежный рынок
 денежные операции банка, 363-364
 евровалюта, 361
 Лондон, 360
 местный, 360-361
 мировая финансовая система, 362
 Нью-Йорк, 360
 связи, 362
 Департамент гарантирования экспортных кредитов, 344
 Депозитный сертификат, 364
 Держатель еврооблигации, 192
 Детерминированный эквивалент, 571-572
 Джардин Груп, 456, 461
 Джек, Эндрю, 516
 Genentech, 458-459
 Джорион, Филипп, 559
 Дзайбацу, 281
 Дилинговая комната, 365, 369
 Диллард Джесс Ф, 559
 Диллон, Рид, 293, 295
 Димас Бернанд, 559
 Дойче Банк, Deutsche Bank, 314
 Документарное инкассо, 530
 параллельная внутренняя система, 534

Долговой кризис, 5, 273, 275-275, 392, 400, 414, 423, 424-434
 сокращение долгов, 430-433
 пересмотр сроков погашения кредита, 423, 426
 рефинансирование Мексики, 433-434
 понимание, 424-425
 реструктуризация долга, 17
 свопы, 426-427

Долговые займы, связанные с акциями, 207
 Долларовые облигации, выпущенные иностранцами на рынке США (Yankee bonds), 215
 Долларовый дефицит, 27
 Домашний банк, 315
 Доминиканская Республика, 524
 Доминирующий портфель, 643
 Дорнбуш, Рудигер, 242
 Дотан Амихуд, 585
 Dow Chemical Co., 485
 Дрезднер Банк (Dresdner Bank), 315, 316
 Друкер Питер Ф., 6

Е

Евробанк, 147, 148, 365, 369, 371
 Евровалюта, 361
 источники денежных средств ТНК, 489
 источники прибыли, 369
 повторные депозиты, 392
 спрос - предложение, 370
 цепочка повторных депозитов, 369
 Евровалютные депозитные инструменты
 виды евродолларовых депозитных сертификатов, 155
 депозитный сертификат, 155
 процентные ставки, 154
 расчеты по евродолларовым депозитным сертификатам, 156
 срочные депозиты, 153
 ставка на вторичном рынке, 155
 ставка на первичном рынке, 155
 Евровалютные синдицированные кредиты, 164-167
 возникновение, 164
 пересмотр сроков погашения кредитов, 167
 процедуры, 165
 ценообразование, 166
 Евровалютный арбитраж, 161-162
 Евровалютный межбанковский рынок
 межбанковские депозиты, 158

определение, 157
 последний кредитор в критической ситуации, 160
 риск на рынке, 161-163
 рынок свопов, 159
 структура и функции, 157-158

Евровалютный рынок
 воздействие на национальную денежную политику, 152
 возникновение, 148
 значение в мировой экономике, 151-152
 определение, 147
 размер и развитие, 149-150
 специфические характеристики, 147-148
 участники, 150

Евродолларовый арбитраж, 160-162, 377
 “Евроклиринг” - клиринговая система, 156

Еврооблигации в ЭКЮ (ECU), 202

Еврооблигации, 616
 андеррайтинг, 198-199
 валютный фактор, 200
 возникновение, 189
 вторичный рынок, 208
 налог с суммы дивидендов, размер рынка, 189
 немецкая марка, 199-200, 203
 определение, 188-189
 основные инструменты, 205-206
 распределяемых среди держателей облигаций, 208
 рыночные характеристики, 191

Европейская валютная система (EMS)
 Европейская валютная единица (ECU), 43
 операции, 46
 порядок осуществления платежей в рамках ЕВС, 46
 структура, 43

Европейский механизм валютных курсов
 кризис августа 1993 года, 590
 кризис сентября 1992 года, 590

Европейский фонд, 688

Европейское сообщество (ЕС), 6, 14, 241, 573

Евторынки, 147

Единый европейский рынок, 476

3

Заграничные облигации
 андеррайтинг, 194
 комиссионные сборы за продажу, 194

определение, 188
 премия за досрочное погашение займа, 193
 процентные ставки, 194
 рейтинг кредитоспособности облигаций, 193
 срок действия, 193

Закон о доходах 1962 года, 503

Закон о контроле за международным кредитованием 1983 года, 300, 400

Закон о международных банковских операциях 1978 года, 281, 283, 291, 293-295, 296

Закон о налоговой реформе 1986 года, 503

Закон о финансовых услугах, 707

Закон об иммунитете зарубежного суверенного государства 1976 года, 419

Закон Эджа, 180, 282, 283, 284, 290, 291, 294, 336

“Закрытые” фонды, 687-689

Зарегистрированные акции, 613

Зарубежное кредитование
 кредитные портфели, 395-396
 мировые источники и способы использования, 392
 развитие в прошлом, 393-395

Зиммер С.А., 516

Золотообрезные (первоклассные) ценные бумаги, 710-711

“Зонтичные” фонды, 707

Зоны наибольшего налогового благоприятствования (налоговое убежище), 274, 277

И

Ибботсен - Сигел - Лав, 703

IBM, 459

Извещающий банк, 329

Изменения мировой экономической Структуры, 6

Инвестиционная компания, 291

Инвестиционные доллары, 592

Инвестиционные общества с переменным капиталом (SICAV), 610

Инвестиционные трасты, 712-713

Инвестиционные фонды открытого типа, 690

Индекс Ханг Сенг, 595

Индексный фонд акций, 697, 701

Индексный фонд, 693, 694, 695, 697, 707

Индексы фондового рынка, 695
 индексные опционы, 701
 способы использования, 695

Индийский рынок долгосрочного ссудного капитала, 627

Индикативное планирование в Японии, 495
 Индикаторы долга, 416
 Иностранные банки в США, 289-299
 Иностранный налоговый кредит, 312
 "гроссинг-ап", метод суммирования
 (расчет общей суммы дохода до уплаты
 налогов), 501, 578
 двойное налогообложение, 501
 иностранный налоговый кредит,
 подлежащий оплате, 501-502
 Институт реконструкции промышленности
 (IRI), 615
 Институт финансирования промышленности
 (IFI), 615
 Институциональные инвесторы, 692, 694
 Институциональный инвестор, 478
 Интернационализация финансовых рынков, 229
 "Интернейшнл рипортс"
 (International Reports), 477
 ICI, 471
 Исследование Федерального
 Резервного банка Нью-Йорка, 308, 312-313
 Источники возобновляемого
 кредита (RUFs), 168

К

Кайндлберг, Чарльз, 462
 Калькуляция цены международных
 кредитов, 410, 411, 418
 Капиталовложения в облигации, 620
 Капиталы первого и второго порядков, 301
 County Natwest, 707
 Квзивексель, 530
 Квоук, Чак С. Уай., 516
 Кейпплинджер, Питер, 559
 Кейрецу, 281, 607
 Келли, Мари И. Викс, 562, 585
 Кидвелл, Дэвид С., 516
 Кидел, Дж. С., 537
 Ким, Йонг, 537
 Ким, Сук, 562, 586
 Китайская Народная Республика (КНР), 8
 Клиринговый банк, 707
 Кляйнворт Бенсон, 284, 607
 Кока-Кола (Coca-Cola), 457
 Колльер, П., 559
 Комиссия за управление, 690
 Комиссия по срочной биржевой торговле
 (CFTC), 702
 Комиссия по ценным бумагам и биржам
 (SEC), 602, 702

Комитет Кука, 183
 Комитеты по проверке регионального
 кредитования, 397, 399
 Коммерцбанк (Commerzbank), 314
 Компания Бристол-Майерс (Bristol-Myers Co.), 459
 Компьютерная торговая система (CATS), 612
 Конвертируемые еврооблигации, 205
 Конкурентоспособность банков, 269, 315
 Консигнация, 337
 Консорциальный банк, 283
 Контракт с гарантированными инвестициями
 (GIC), 697
 Контроль за капиталом, 274, 361
 Контроль за кредитами
 банками, 397-399
 службами по надзору, 400-403
 Контроль за риском
 виды рисков, 403-405
 снижение риска, 405, 420
 Корпоративные реструктуризации, 607
 Корпорация заграничных частных инвестиций
 (OPIC), 344, 511
 Корпорация финансирования
 частного экспорта (PEFCO), 343
 Корреляция доходов
 высокая корреляция, 655, 658
 нулевая корреляция, 652
 облигаций, 662
 облигаций и акций, 663
 слабая корреляция, 661
 Коури, Саркис Дж., 559
 Краткосрочные коммерческие евровекселя,
 (ЕСР), 168-168
 сравнение в внутренними
 коммерческими векселями, 168-169
 Кредитное ограничение, 393
 кредитные разницы, 411-413
 Кредитный риск, 404
 Кредитный рынок, 414
 Кредиты с плавающей ставкой, 414, 415, 420
 Кредиты
 головное отделение, 395
 зарубежных отделений, 395
 межбанковские требования, 392
 основные черты, 395
 развивающимся странам, 395
 Кривая доходности
 временная структура, 366-368
 евродоллара, 365-370
 Лондон, 378
 по процентным ставкам, 519
 форвардная доходность, 366

Кризис Рубенс, 537
 Крик Тревор, 563, 587
 Крупнейшие 100 банков, 278
 Кубэрич, Роджер М., 239
 Курсовые маклеры, 608
 Кэссон, Марк, 486

Л

Лайард, Ричард, 242
 Латиноамериканский Фонд акций
 (Latin Amer. Eq. Fund), 689
 Леви и Сарнат, 653
 Леви, Хейм, 537
 Лезард, Дональд, 568, 586, 660
 Ли, Кванг Чул, 516
 Лис, Фрэнсис, 463, 486, 537, 583, 585
 Лизинг, 341
 Линия рынка капиталов (CML), 651-653
 Линия рынка ценных бумаг (SML), 704-705
 "Личный ящик", 531
 Лолл, С., 486
 Лонг, Роберт Б., 537
 Лондон
 валютный рынок, 251, 377
 двухвалютные операции, 377
 Лондонская международная биржа финансовых
 фьючерсов (LIFFE), 156, 247, 607
 Лондонская ставка предложения по
 межбанковским депозитам
 (ЛИБОР), 166, 205, 413, 417
 Лондонский рынок капиталов
 Закон о строительных обществах
 1987 года, 243
 Закон о финансовых услугах
 1986 года, 243
 крах лондонского рынка
 в октябре 1987 года, 247
 Лондонская международная
 фондовая биржа, 247
 международные связи, 252
 первичный рынок, 247
 первоклассные ценные бумаги, 249
 электронная система биржевых
 котировок (SEAO), 247
 Лондонский рынок краткосрочного капитала, 249
 дополнительный или параллельный
 рынок, 251
 традиционный рынок, 249
 Лухрмэн, Тимоти А., 559
 Лэзерд, 284

М

Маастрихтское соглашение, 47
 Мадур, Джефф, 486, 537, 559
 МакКоли, Роберт Н., 516
 Марин Мидлэнд, 283
 Марковиц, 592
 Мэпп, М.В., 516
 Маталони, Раймонд Джр, 486
 Matsushita, 590
 Международная банковская система
 деятельность, 276-278
 конкурентоспособность, 293, 305-313
 организация, 280-289
 союзы, 275
 тенденции, 272-275
 Международная торговая палата, 343, 354
 Международная финансовая корпорация, 597,
 623, 626
 Международные облигации с нулевым
 Купоном, 205
 Международные облигации, 616
 валютная структура, 191
 источники денежных средств ТНК, 490
 Лондон, 193, 214
 Люксембург, 210
 Нью-Йорк, 193, 215
 определение, 188
 размер рынка, 189
 Франкфурт, 193
 Швейцария, 189, 193, 219
 Международные портфельные инвестиции
 препятствия, 594-597
 краткая история, 590
 причины роста, 592
 рост в последние годы, 591
 Международные финансовые филиалы, 525
 Международные финансовые центры, 229-230
 Международные фонды, 685, 690
 Международный банк кредита и коммерции,
 (BCCI), 297
 Международный банк реконструкции и
 развития, 5
 Международный банковские корпорации, 280,
 282, 283
 Международный валютный фонд
 (МВФ), 5, 17, 34
 Бреттонвудская система, 35
 обязательства стран-членов, 35
 Международный денежный рынок
 (IMM), 125, 156
 Международный казначейский отчет, 378-386
 внешний арбитраж, 380
 внутренний арбитраж, 380

Международный комитет по бухгалтерским стандартам (IASC), 597, 606
 Международный эффект Фишера, 113, 539, 649
 Mercury Asset Management, 708
 Метод “боттом-ап” (“снизу вверх”), 697
 Метод “топ-даун” (“сверху вниз”), 696
 Метод законодательного урегулирования, 281, 294
 Метод периода окупаемости капиталовложений, 567
 Ми, П., 537
 Министерства международной торговли и промышленности Японии, (MITI) 345
 Мировая денежная система, 20
 развитие, 24-34
 роль, 21
 Мировая торговля, 11
 Мировой долговой кризис, 32
 пересмотр сроков погашения долга, 32
 продажа долгов, 33
 секьюритизация долга, 32
 Мировой рыночный портфель, 691, 703
 Мировые потоки капитала, 11
 Многонациональные корпорации, 16
 Многострановая модель, 644-646
 подход “топ-даун”, 645
 Модель опционного ценообразования Блэка-Шоулза, 132
 Модель оценки капитальных активов (CAPM), 539, 644, 705
 Модель, 651
 Модифицированное активное управление, 696
 Моер, Л. Дж., 486
 Мораторий Бразилии, 425
 Морган Гренфел (Morgan Grenfell), 284
 Морган Гэрэнти (Morgan Guaranty), 277, 425, 686
 Морган, Дж. Пи., (Morgan J. P.), 305
 Morgan Grenfell Investment, 715
 Morgan Stanley Capital International, 703
 Мэрдок, Ричард Дж., 559
 Murray Johnstone, 707
 “Мягкие” доллары, 692

Н

Налог на добавленную стоимость (НДС), 498
 Налог с доходов корпораций 495-496
 Налог уравнивающий ставки процента (IET), 29, 149, 189, 591
 Налоги на экспорт, 350
 Налоговое убежище, 271
 Налогообложение капитала, 495, 496

Налогообложение ТНК

доход, подлежащий налогообложению согласно статье F, 503-504
 налоговые льготы, получаемые зарубежной дочерней компанией в США за уплаченный налог за рубежом, 501
 общемировая база, 501
 отсрочка выплаты задолженностей по налоговым платежам в США, 502
 расходы, подлежащие вычету, 498
 формы организации, 497-498

Натансон, Леонард, 562, 586
 Natwest Securities, 715
 Национальная комиссия по ценным бумагам и биржам (CONSOB), 615
 Национальная корпоративная система Японии, 496
 Национальная Радиовещательная компания (National Broadcasting Co.), 456
 Национальные налоговые системы, 495
 Национальные системы, 280
 Национальный банк Франклина (Franklin National Bank), 299
 Национальный Вестминстерский банк, 283
 Недостаток капитала банка, 309
 Неорганический риск, 684, 702
 Неприятие риска, 650
 Несовпадение по срокам, 364, 370
 Nestle, 6139-614
 Нефтедолларовый кризис, 591
 Нефтяные шоки, 274
 Новые индустриальные страны, 15
 Нью-йоркская фондовая биржа (NYSE), 236, 240, 591, 593, 602

О

Облак, Дэвид Дж., 562, 586
 Облигации в йенах, эмитируемые в Японии нерезидентами (Samurai bonds), 215
 Облигации с изменяющейся ставкой (FRN), 205
 Обмен внешнего долга на паевые вложения в акции, 630
 Общий внешний тариф, 574
 Общий рынок, 28
 Объединение Германии, 47
 Объединение Германии, 590
 Объединенные таблицы, 707
 Овадиа, Ари, 585
 Овердрафт, 489

Ограничение кредитования в США, 149
 Ограничения риска потенциальных убытков, 410
 Операционный валютный риск
 потенциальных убытков, 541-542
 момент наступления события, 543
 Оптимальные портфели, 655, 656, 664
 размещение активов, 665, 670
 Оптимальные стратегии, 669-670
 Организация объединенных наций, 5
 Организация стран - экспортеров нефти
 (ОПЕК), 5, 11, 149, 420
 Органический риск, 405, 420, 684, 690, 704, 705
 глобальный, 685, 688
 модифицированный, 685, 688, 690
 Освобождение от налога по
 территориальному принципу, 495
 Отделения, банковские, 286
 балансовый отчет, 286
 важность, 285
 зарубежные, 287
 развитие (рост), 276
 распределение, 288
 система отделений, 287
 характеристики, 288-289
 Открытая процентная позиция, 539
 Открытый счет, 337
 Отношение цены к прибыли, 309, 608, 641
 Официальные резервы, 39
 Оффшорные банковские центры, 169
 общие характеристики, 169
 основные банковские центры
 Гонконг, 178
 Карибский, 182
 Лондон, 172
 Люксембург, 173
 Сингапур, 176
 Швейцария, 174
 три основных типа оффшорных рынков, 170
 Оффшорные рынки, 369
 Оценка характеристик, 702-714

П

Паевый траст, 711-712
 Парижский клуб, 425, 4267, 431
 Паритет покупательной
 способности, 111, 539, 555
 Паритет процентных ставок, 110, 114,
 373, 374, 493
 Парк, Янг С., 516
 Пассивная индексация, 693, 695
 Пенсионные фонды, 604, 693, 694, 703, 708-709
 США, 591

Первый американский банковский союз
 (First American Bankshares), 296
 Первый национальный банк Чикаго
 (First National Bank Chicago), 113-114
 Пересмотр сроков погашения кредита, 423, 426
 выплата комиссий, 427
 Пересчет долга Мексики, 426
 Период изменения валютных курсов, 649
 Перолд, Андре Ф., 559
 План Бейкера, 425
 План Маршалла, 5
 Платежный баланс Бразилии, 75, 76
 Платежный баланс
 баланс движения капиталов, 57
 источники и способы использования
 денежных средств, 53
 односторонний трансферт, 58
 определение, 53
 официальные расчеты, 58
 платежный баланс США, 62
 процесс корректировки, 72
 составление платежного баланса, 58, 61
 состояние равновесия/состояние
 неустойчивости, 64
 текущий баланс, 58
 учет, 59, 60
 Платежный риск, 324
 Площадь Тяньаньмынь, 594
 Повторная покупка ранее
 проданных акций, 606
 Позиционирование денежных средств, 374-376
 Политический риск, 322, 408-409
 Портфели облигаций, 661-664
 корреляции, 661
 правительственные облигации, 662, 663
 соотношение дохода и риска, 664
 характеристика, 662
 Портфельное страхование, 697
 Портфельное управление
 активное, 696
 пассивное, 695
 тактическое управление активами, 693
 три подхода, 694
 Потоки наличных средств, связанные с
 проектом, 563
 Потребность государственного сектора в
 средствах для покрытия дефицита (PSBR), 242
 Price Waterhouse, 597
 Предельная прибыль на инвестированный
 капитал, 508
 Предельного размера кредита, 398, 410-411
 должностное лицо по кредитам, 398
 по стране, 398

Предельный уровень эффективности, 656, 668, 669, 673
 Представительство, 282, 290
 Преобразование сроков, 370
 Прибыль
 долг “растущих” стран, 439
 Приватизация, 602, 607, 609, 629
 Привилегированная акция, 303, 306
 Проблемы в области бухгалтерского учета, 599
 Прогнозирование сметы будущих наличных поступлений и платежей, 528
 Программа выпуска евронот (NIFs), 12, 168, 276
 Процентные свопы, 212, 274, 276
 Процентный арбитраж, 371
 Процентный шок, 274
 Прямые зарубежные инвестиции, 448
 баланс движения платежей, 449
 британские инвестиции в США, 468
 мотивация, 455, 456
 Определение Министерства торговли США, 449
 перемещение капитала, 448
 поглощение, 452
 последовательность, 455
 сопоставление контролирующих и портфельных инвестиций, 449, 474
 чистые DFI США, 453
 японские инвестиции в США, 470-471
 Пэрри, Томас Г., 486

Р

Рагаци, Джорджио, 474, 486
 Рагмэн, Алан, 586
 Развивающиеся рынки акций, 523
 Развивающиеся рынки
 акции, 523-532
 Международная финансовая корпорация, 623
 основные показатели, 526
 сегментированные, 525-526
 Размещение инвестиционных возможностей (IOL), 472-474
 Разовая комиссия, 413, 417, 418, 422
 Ранзал, Джеральд, 516
 Распад Советского Союза, 590
 Рациональные ожидания, 650-651
 Реальная стоимость денежных средств, 364, 381
 Реальный обменный валютный курс, 493
 Региональный риск потенциальных убытков, 395, 396, 397, 540

Региональный риск, 348, 404, 405-413
 для прямых инвестиций, 477
 измерение угрозы регионального риска, 406
 использование анализа риска, 410
 количественный анализ, 407
 определение, 404, 405
 политический риск, 408
 элементы, 404, 405
 Региональный фонд, 689
 Регистрация ценных бумаг
 одновременно на нескольких биржах, 592
 Резервный аккредитив, 308
 Ремарации Германии, 425
 Рециклирование нефтедолларов, 30-31, 149, 274, 394
 Риббинс, С. М., 494, 516
 Рикс, Дэвид, 486
 Римский клуб, 6
 Рипли, 65
 Риск и доходность, 666-667, 673
 Риск неплатежеспособности суверенного государства, 404
 Риск потенциальных убытков при пересчете из одной валюты в другую, 547
 корректировка при пересчете, 548
 метод текущих курсов, 548
 Риск потенциальных убытков, 541-542
 Робинсон, Жан Харди, 537
 Royal Dutch Petroleum, 612
 Рон-Пуленк Эс А, 459
 Рорер групп, 459
 Ротшильд, 284
 руководящее денежно-кредитное учреждение Сингапура (MAS), 177
 Рынки акций
 Австралия, 612
 Бразилия, 629
 ведущие, 597-600
 Великобритания, 606
 высокая концентрация, 612
 Германия, 608
 дилеры, 603
 Италия, 614
 Канада, 611
 капитализация, 602, 604
 Мексика, 629
 Нидерланды, 612
 оборот, 604
 организация, 602
 перекрестное владение, 607
 развивающиеся, 623-629

система аукционов, 603
 США, 606
 установление уровня цен, 603
 Франция, 610
 Швейцария, 613
 Япония, 607

Рынок долгосрочного ссудного капитала
 связи, 590
 сегментированный, 590-591
 тенденция к сближению, 591

Рынок облигаций
 ведущие рынки, 616-618
 размер, 616
 секторы рынка, 617, 618, 619
 тенденция к сближению, 591

Рынок фьючерсов, 125
 процесс торгов, 127-128
 торговые операции, 125
 требования маржи, 125
 условия контракта, 127

Рыночный портфель, 644, 652
 Рыночный риск, 324

С

Саатчи энд Саатчи, 471
 Salomon Bros., 615, 622, 692
 Салмен, Эван С., 559
 CAMEL, 403
 Сато, М., 516, 537
 СВИФТ (SWIFT) (Международная
 межбанковская электронная система
 платежей), 13, 90, 156, 240
 "Свободные" маклеры, 607
 Своп долг/акции, 428-429
 недостатки, 430
 Североамериканского соглашения
 о свободной торговле (НАФТА), 6, 629
 "СЕДЕЛ", Центр поставки ценных бумаг, 186
 Секьюритизация, 274
 Сеть свопов, 41
 "Сжатие" портфеля активов, 625
 Сименс (Siemens), 459
 Сингапурская международная финансовая
 биржа (SIMEX), 156
 Сингапурская ставка предложения по
 межбанковским депозитам (SIBOR), 166
 Сингапурский рынок азиатских долларов, 177
 Синдицирование еврокредитов, 404, 417-423
 банк-агент, 417
 банк-ориентир, 417

вторичный рынок, 423
 документация, 419
 ежегодные объемы (суммы), 416
 индикаторы долга, 416
 калькуляция цены кредита, 418
 новые направления, 423
 плавающая ставка, 414, 415, 420
 рост, 414
 синдицирование, 417
 статьи, пункты кредита, 419
 управляющий банк, 417

Система международных банковских "зон"
 (подразделений банков) с льготным
 режимом (IFB), 150, 240, 282, 284, 290, 291
 Ситибанк (Citibank), 434

аннулирование долга, 425

Ситикорп (Citicorp), 686

Скеперланда, А.И., 486

Скидка на считающийся уплаченным за
 рубежом налог, 579

Scudder New Asia Fund, 689

Скуибб корпорейшн (Squibb Corp.), 459

Службы по надзору (за кредитами), 400-402

банковский отдел штата Нью-Йорк, 400

Валютный контролер, 400, 401

Межведомственный комитет по оценке
 регионального риска (ICERC), 400, 401
 проверки, 401

Федеральная корпорация страхования
 депозитов (FDIC), 400, 401

Федеральная резервная система, 400, 401

Федеральный совет по надзору за
 финансовыми учреждениями
 (FFIEC), 396, 400

Смит, Клиффорд В., 559

Смит, Ричард, 537, 559

СмитКлайн Бэкман корпорейшн (Smith Kline
 Beckman Corp.), 459

Смитсоновское соглашение, 30

Совместное проведение финансовой
 политики, 183

Современная портфельная теория, 694

Сокращение долга, 430-433

мексиканское соглашение, 433-434
 облигации, 431

перечень Брейди, 431

темпы перевода, 431

Солник и Ноштин, 664-671

Солник, 645, 657

Сонен, Люк А., 537, 559

Соотношение долга, 415

Сопоставление трех важнейших финансовых
 центров: Нью-Йорк, Лондон, Токио, 265-266

- международные связи, 266
- финансовая система, 265
- экономика, 265
- Составление портфеля, 694, 702
- Спекулятивная позиция, 374-376
- Сравнение точек зрения и позиций материнской компании и зарубежного дочернего отделения, 564
- Сравнительный анализ платежных балансов, 67
- Среднесрочная евронота, 169
- Сринивазулу, С. Л., 559
- Сринивизан, В., 537
- Срочный вексель, 333
- Ставки налогов с доходов, распространяемых Среди держателей акций, 496
- Сталц, Рене, 559
- Стандарт финансовой отчетности № 52, 553
- Стандарт финансовой отчетности №8, 553
- Статистические оценки, 709
- Стерлинговые еврооблигации, 200
- Стобах, Р. Б., 494, 516
- Стоимость денежных средств, 363, 366
 - номинальная, 364
 - реальная стоимость, 364, 380
- Стоимость капитала, 305
 - для банков, 308-312
 - для финансовых продуктов, 310
 - и доля кредита, 307
 - и уровень прибыли, 309
 - и налогообложение, 312-313
 - международная конкуренция, 308-309
 - стоимость акций, 309
- Стоимость основных фондов, 642-643
- Стоимость свопа, 384
- Стоунхилл, Артур, 562, 586
- Страны с развитой рыночной экономикой, 13-14
- Стратегия на основе нескольких активов, 664-671
- Страхование политического риска, 511
- Страхование
 - COFACE, 345
 - ECGD, 344
 - Гермес (Hermes), 345
 - Корпорация заграничных частных инвестиций (OPIC), 344
- Структура группы, 625-626
- Стэнли, Марджори Т., 516, 562, 586
- США
 - закон Эджа, 240
 - кредитно-финансовые учреждения, 233
 - Нью-Йорк как финансовый центр, 231, 266
 - финансовая система США, 233
 - финансовые активы, 234
 - экономические показатели, 232
- США, валютный рынок, 239
 - интеграция с мировым рынком, 239
 - национальный рынок, 239
 - оборот, 239
 - стоимость доллара США, 239
- США, денежный рынок
 - инвестиционные фонды открытого типа, 238
 - Нью-Йоркский денежный рынок, 238
 - передаваемые вкладные сертификаты, 238
 - рыночные инструменты, 238
 - размер рынка, 237
 - Федеральный резервный банк Нью-Йорка, 238
- США, рынок капиталов
 - “бросовые” облигации, 237
 - ипотечный рынок, 236
 - Комиссия по ценным бумагам и биржам, 237
 - контроль капитала, 28
 - Нью-Йорк — центр рынка капитала США, 235
 - облигации “Yankee”, 237
 - Постановление 144А Комиссии по ценным бумагам и биржам, 267
 - размер рынка, 237
 - рейтинги компаний Moody’s, 237
 - рейтинги компаний Standatd and Poor’s, 237
 - рынок акций, 237
 - ценные казначейские бумаги США, 236
- США, Федеральная Резервная система, 234
 - денежно-кредитная политика, 234
 - ежегодный отчет, 239
 - Комитет по операциям на открытом рынке, 238

Т

- Тактическое управление активами, 693
- Таннел, Л., 537
- Текущий риск потенциальных убытков, 545
- Телерейт - электронная информационная Система по ценным бумагам, 622
- Темпы роста мировой экономики, 8
- ТНК, взаимная компенсация требований и обязательств на региональном уровне, 524
- ТНК, контроль и регулирование денежных операций, 518

внутрисистемные кредиты, 527
 двойной контроль, 534
 перевод дивидендов, 492
 подходы отдельных филиалов, 520
 региональная централизация, 534
 системные подходы, 520-521
 стратегии выплат, 526
 условия кредитов, 529

ТНК, купля-продажа методом
 открытого счета, 491

ТНК, региональная финансовая штаб
 квартира многонациональной корпорации, 491

ТНК, региональный риск, 477

ТНК, стоимость капитала, 506
 полная стоимость, 507
 предельная стоимость, 507

стоимость займов до уплаты налогов, 507

ТНК, управление денежными средствами, 492

Товарно-кредитная корпорация, 344

Токио, фондовая биржа, 262

“большая четверка”, 255

либеризация иены, 253

конвертируемые облигации и облигации
 с подписными сертификатами, 261

крах валютного рынка Токио, 253

объем торговли на фондовых биржах, 262

объем торговых операций, 262

структура распределения

собственности на акции, 263

Томадакис, Ставрос, 586

Томпсон консьюмер электроникс инк, 460

Томпсон, С. Р., 516

Тонкин, 597

Торговля евровалютами, 365

Торговый банк, 282, 284, 707

Трансакционные издержки, 596, 684

Трастовая компания изготовителей Ганновера, 277

Трастовая компания, 291

Требования к капиталу

для банков, 299-305

на основе риска, 275, 300, 305

первого порядка, 301-303

второго порядка, 301-303

Требуемая норма прибыли, 309

Трейнора критерий, 704, 705

Тэтчер, Маргарет, 242

Тэтчер, правительство, 607

У

Уилборг, Клас, 559

Уилсон, Марк, 586

Универсальный банк, 281, 291, 608

Унифицированный европейский рынок, 6

Уолтерс, Алан, 242

Управление внешней торговли (FCS), 354-355

Управление регулирования иностранных
 инвестиций (FIRB), 612

Управление сбором наличных средств, 529

Управление ценных бумаг

и инвестиций, 243, 607

Управляющие портфелями активов, 17

Урегулирование спорных вопросов, 354

Ускорение или затягивание расчетов по
 внешнеторговым операциям, 531

Установление отпускных (трансфертных)
 цен, 491, 492, 526, 532

Участие в кредитах, 420

Ф

Факторинг, 338

Фараггер, Эдвард, 562, 586

Фиат (Fiat), 595, 615

Филиал фирмы Фольксваген в США, 463

Филиппатос, Джордж С., 562, 586

Филипс консьюмер электроникс компани

(Philips Consumer Electronics Co.), 460

Финансовый инжиниринг, 13

Флеминг Роберт (Robert Flemming), 708

Фолкс В. Р., 516

Фонд, представляющий одну страну, 591, 683,
 687, 689

Фондовая биржа

Гонконг, 594

комиссии, 593

Милан, 595

Фондовые индексы

Baring Emerging Markets Index (BEMI), 631

Morgan Stanley Capital International
 (MSCI), 597

Strategies Research International, 597

World-Vest, 597

Фондовые портфели (акций), 654, 655, 656

Фондовый индекс “Файненшл Таймз”

FT World Actuaries, 715

Форвардная кривая доходности, 366

Форфейтинг, 338-340,

Французская компания страхования внешней
 торговли (COFACE), 345

Фримэн Марк, 585

Фриш Даниэль Дж., 516

Фрост и Салливан, 478

Х

Хававини, 596, 602
 Хаймер Стефен, 462
 Хеджирование, 511
 Хельм Рой Дж., 562, 586
 Хендерсон, 708
 Herstatt Bank, 299, 400
 Холланд Джон, 585
 Хорст Томас, 516, 537
 Hoffman La Roche, 458-459
 Хэмброс, 284
 Хэммилл Джим, 469, 486
 Хэнсон Траст (Hanson Trust), 471
 Хэртмэн Дэвид Г., 516

Ц

Центр ООН по транснациональным
 корпорациям, 597
 Централизованный депозиторий, 524
 Центры повторного учета, 525
 Циклы развития права собственности, 594

Ч

Четыре “С”, 398
 Чикаго Борд оф Трейд (СВОТ)
 (Чикагская торговая палата), 622
 Чикагская товарная биржа, 128
 Чистая текущая стоимость (ЧТС), 566
 Чой, Джонгмо Джей, 515
 Чэн, К. Ханг, 559

Ш

Шанк, Д. К., 559
 Шапиро, Алан, 537
 Шарпа критерий, 704-706
 Швейцарская банковская корпорация, 434
 Шерман, Х. А., 516
 Шоки
 процентная ставка, 421
 цена на нефть, 421, 423
 Шолертон - Пайрейртс - Солник, 661-664
 Шолл, Рассел, 486
 Shroeder, 708

Э

Эггервел, Рэдж, 516
 Эдмундс, Дж. С., 518, 537
 Экономическая среда, 5-6
 Экономические факторы и платежный баланс,
 70-72
 Экономический риск потенциальных убытков, 541
 Экспортно-импортный банк США, 343, 420
 Экспортно-импортный банк Японии, 345
 Электронная система биржевых котировок
 экранного типа, 607
 Электронная система межбанковских
 клиринговых расчетов (CHIPS), 90
 Эррунза и Розенберг, 525
 Эррунза, 625
 Эффективные (продуктивные) рынки, 539, 647-650

Я**Япония**

 активное сальдо платежного
 баланса по текущим операциям, 253,
 активное сальдо торгового баланса, 259
 личные сбережения, 259
 перелив фондов, 258
 реставрация Мэйдзи, 253
 Токио как финансовый центр, 253, 266
 финансовая система, 257
 экономические показатели, 256
 экономическое “чудо”, 253
 Японская финансовая система, 255-257
 Японская фискальная система, 496
 Японский исследовательский
 институт ценных бумаг, 253
 Японский рынок капиталов
 вторичный рынок, 261
 иеновые облигации, выпускаемые
 иностранными заемщиками, 259
 первичный рынок, 259
 финансовая либеризация, 258
 Японский рынок краткосрочного капитала, 261
 инструменты денежного рынка, 264
 либеризация рынка йен, 264
 рынок Генсаки, 263, 264

Издательско-консалтинговая компания "ДеКА" выражает особую признательность *Первому заместителю директора Института экономики Российской академии наук, доктору экономических наук, профессору*

Мильнеру Борису Захаровичу,

благодаря инициативе и поддержке которого стало возможным издание книги "Мировые финансы" на русском языке.



Также Издательско-консалтинговая компания "ДеКА" благодарит всех, кто принимал участие и оказывал помощь в научном редактировании русского перевода книги и подготовке его к изданию.

Среди них:

Белова Галина Николаевна, заведующая отделом внешних связей Института экономики Российской академии наук.

Лимитовский Михаил Александрович, к.э.н., доцент, научный руководитель и ведущий преподаватель по основному блоку дисциплин Школы финансового менеджмента Академии народного хозяйства при Правительстве РФ.

Лобанова Елена Николаевна, к.э.н., профессор, Директор Школы финансового менеджмента Академии народного хозяйства при Правительстве РФ.

Макушин Михаил Викторович, начальник лаборатории технико-экономического анализа ЦНИИ "Электроника".



Э62

Максимо В. Энг, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер
Мировые финансы. Пер. с англ., — М.: ООО Издательско-
консалтинговая компания "ДеКА", 1998. — 768 с.

ISBN 5-89645-004-4 (рус.)

ISBN 0-673-46948-4 (англ.)

В книге сосредоточено внимание на пяти наиболее взаимосвязанных областях мировой финансовой инфраструктуры. Во-первых, она включает среду мировых финансов, главным образом мировой денежной системы. Во-вторых, здесь исследуются мировые финансовые рынки, включая валютный рынок, международный евровалютный рынок и рынок международных облигаций. Третий, четвертый и пятый разделы рассматривают международное банковское дело, финансы международных корпораций и управление международными портфелями. Данная книга раскрывает сущность деятельности основных составляющих мировой финансовой системы, проводимых операций и процессов принятия решений.

Книга предназначена для повседневного использования как средним и высшим звеном управления коммерческого банка, кредитными, финансовыми, аудиторскими и консалтинговыми организациями, налоговыми инспекциями, государственными финансовыми и банковскими учреждениями, так и специалистами-практиками кредитно-инвестиционной и финансовой сферы деятельности, рынка ценных бумаг, а также преподавателями, студентами, научными сотрудниками высших и средних специальных учебных заведений.

УДК 339.7.01

ББК 65.268

Научное издание

Максимо В. Энг,
Фрэнсис А. Лис,
Лоуренс Дж. Мауер

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

Ответственный за выпуск:

Оригинал-макет:

А.В. Шишкин

Д.А. Бахмарова

А.В. Горюнова

А.Ю. Давыдов

А.В. Шишкин

Литературное редактирование
и корректура:

М.В. Анфиногенова

И.Р. Михеева

Сдано в набор 02.02.98. Подписано в печать 01.06.98. Формат 84х108 ¹/₁₆. Бумага офсетная.
Печать офсетная. Усл. печ. л. 80,7. Уч.-изд. л. 61,8. Тираж без объявл. Заказ № 1999.

ООО ИКК "ДеКА"

Лицензия на издательскую деятельность ЛР № 065321 от 04 августа 1997 г.

117415, Москва, пр. Вернадского, 39

тел. (095) 432-92-04, 432-91-87

факс (095) 431-49-83

ISBN 5-89645-004-4



Московская типография №2
Комитета по печати Российской Федерации.
129085, Москва, проспект Мира, 105.

ОСНОВНЫЕ УРАВНЕНИЯ

		Стр.
Кросс-курс	$\frac{\text{Валюта А}}{\text{Валюта В}} = \frac{\text{Валюта А}}{\text{Валюта С}} \times \frac{\text{Валюта С}}{\text{Валюта В}}$	91
Курс по срочной сделке, выраженный как ставка процента	Форвардная премия или скидка = $\frac{F-S}{S} \times \frac{12}{n} \times 100$	96
Чистая прибыль по процентному арбитражу	Чистая прибыль (\$ → £) = $i_{\text{£}} - i_{\$} - \frac{F-S}{S}$	101
Паритет покупательной способности	$S = S_{t-1} \frac{P_d}{P_j}$	112
Эффект Фишера	$i = R + f$	114
Международный эффект Фишера	$\frac{i_{\$} - i_{\text{£}}}{1 + i_{\text{£}}} = \frac{S_{t+1} - S}{S}$	114
Паритет процентной ставки	$\frac{i_{\$} - i_{\text{£}}}{1 + i_{\text{£}}} = \frac{F-S}{S}$	115
Фактическая стоимость внутренних средств	$C_{dom} = \frac{CD_{US} + P_{FDIC}}{1 - R_{CD}}$	162
Фактическая стоимость евродолларовых средств	$C_{ext} = \frac{ED_{BID}}{1 - ED_{RR}}$	163
Стоимость собственного капитала банка	Доход после выплаты налогов = Процент собственного капитала × Требуемая норма прибыли	309
Требуемая разница по банковским активам	Разница = $\frac{\text{Стоимость собственного капитала} \times \text{Вес риска} \times \text{Процент собственного капитала}}{(1 - \text{Налоговая ставка})}$	311

		Стр.
Ожидаемый доход по портфелю	$R_e = (W_{US} \times R_{US}) + (W_{Cdn} \times R_{Cdn})$	465
Среднее квадратическое отклонение по портфелю	$\sigma = \sqrt{W_{US}^2 \sigma_{US}^2 + W_{Cdn}^2 \sigma_{Cdn}^2 + 2W_{US} W_{Cdn} (COV_{US-Cdn})}$	466
Полная стоимость капитала ТНК	$K_c = \frac{E \times R_e}{V} + \frac{D}{V} \times R_D \times (1 - t_{us})$	507
Чистая текущая стоимость	$NPV = -I_o + \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+k)^i} + \frac{T_n}{(1+k)^n}$	567
Внутренняя норма прибыли	$I_o = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{T_n}{(1+r)^n}$	568
Модель оценки капитальных активов	$E_i = RFR + \beta_i(M)$	644
Теория арбитражного ценообразования	$E(R) = R_o + \beta_1 RP_1 + \beta_2 RP_2 + \dots + \beta_k RP_k$	647
Рыночная стоимость ADR	Рыночная стоимость = Стоимость депонированной иностранной ценной бумаги \times Валютный курс \times Число иностранных акций в ADR	687
Критерий портфельного риска Трейнора	$TRN_i = \frac{R_i - RFR}{\beta_i}$	704
Критерий Шарпа	$SHP_i = \frac{R_i - RFR}{S_i}$	705

