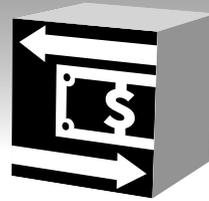


# РАЗДЕЛ IV

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ

- *Международная валютная система и её эволюция*
- *Международные финансовые организации: МВФ и МБРР*
- *Проблема внешней задолженности развивающихся стран*
- *Финансовая глобализация и её последствия*



## **Глава 1**

### **Формирование и развитие международной валютной системы**

#### ***1. 1. Характеристика валютной системы и её элементов***

Международные валютно-кредитные отношения (МВКО) — это отношения между странами, обусловленные функционированием денег и ссудного капитала в международном обращении. Зародились в глубокой древности во времена развития купеческой торговли и меняльного дела. В эпоху феодализма и раннего капитализма стала развиваться система расчетов между торговцами через банки и вексельное обращение. Первоначально они были подчинены развитию торговли между нациями, а теперь приобрели самостоятельное (автономное) значение и помимо торговли связаны с перемещением инвестиций и фиктивного капитала между странами. В них вовлекались частные и официальные лица (национальные, центральные и транснациональные банки, правительства и международные организации). В XIX в. еще не существовало международной системы их регулирования. Первоначально сложились национальные денежно-кредитные отношения, а в XX веке сложились международные валютно-кредитные отношения на базе норм и принципов международных экономических организаций. В 1930 г. возник Банк международных расчетов (БМР, Базель, Швейцария), который обеспечивал сотрудничество между центральными банками (ЦБ) в

**Таблица 1.1**  
**Сопоставление национальной, региональной и международной валютных систем**

Элементы	Национальная	Регион (ЕВС)	Международная	Глобальная
Валюта	национальная	ЭКЮ, ЕВРО	резервные, СДР	евровалюта
Условия конвертируемости	СКВ, ограниченная, замкнутая	Условия взаимной конвертируемости		СКВ
Режимы валютных курсов	плавающий, фиксированный, управляемый	регламентация режимов валютных курсов; совместные валютные интервенции		плавающие валютные курсы
масштаб валютного рынка и механизм регулирования	Внутренний, регулируемый ЦБ	Интеграция национальных денежных систем (зона евро) на основе региональных соглашений (ЭВС)	Международный финансовый рынок (Международные валютные соглашения)	Еврорынок действует стихийно
Институты	национальное законодательство ЦБ и Минфин (казначейство)	Наднациональные (региональные) ЕЦБ, ЭКОФИН	МВФ, БМР	Проблема регулирования

целях создания благоприятных условий для международных финансовых операций. В БМР его участники хранят часть своих золотых запасов как средство обеспечения своих операций: предоставление правительственных кредитов и проведение взаимных расчетов. В его состав входят ЦБ развитых стран и ряд коммерческих банков США. По Уставу на БМР возложены две основные функции: 1) содействовать сотрудничеству между ЦБ; 2) выступать в качестве наблюдателя за МВС, устанавливает минимальные стандарты поведения для транснациональных коммерческих банков (ТНБ).

МВС должна действовать стабильно, обеспечивать международный обмен достаточным количеством пользующихся доверием платежных расчетных средств; поддерживать стабильность валютного курса; соблюдать жесткую финансовую дисциплину в странах с ведущей валютой.

В истории были примеры нестабильности валютных и кредитных отношений, такие, как крах золотого стандарта; массовая девальвация валют; валютные спекуляции и кризис внешних платежей; паралич мирового кредита и паника на мировых финансовых рынках, которые порождают кризис внутренней денежной системы.

Отношения между нациями в финансовой сфере развиваются на нескольких «этажах» и существует определенная организация этих отношений на межгосударственном уровне на основе межправительственных соглашений, международных Конвенций и Устава МВФ. В настоящее время в мировом хозяйстве сформировался развитый глобальный финансовый рынок без границ, действующий стихийно (транснациональный уровень). Состояние этих отношений, события на мировых финансовых рынках оказывают воздействие как на экономические, так и на политические отношения.

Рассмотрим международную валютную систему (МВС), которую образуют отношения между странами, связанные с перемещением наличных и безналичных денег (в виде записей на счетах в банках) через национальные границы. Различают национальную, региональную, международную и глобальную системы. Они отличаются уровнями функционирования (масштабностью) и механизмом регулирования. Их основные элементы приведены в таблице 1.1.

### **1.2. Валютные отношения в эпоху золотого стандарта**

Деньги всегда были связующим звеном между нациями. Они составляли ядро валютной системы, задача которой — содействовать развитию мировой торговли. Первая МВС сложилась на основе золотого стандарта в XIX в., который был распространен в промышленных странах Европы и Северной Америки. Система была эффективной до первой мировой войны, которая расшатала ее. Великая депрессия 30-х гг. XX в. выявила ее неприспособленность к новым реальностям. На чем она была основана?

- Каждая валюта определялась весом золота (фунт, доллар, марка и др.);
- осуществлялась конвертируемость каждой валюты в золото;
- количество денег в обращении регулировалось золотым запасом;
- золото свободно перемещалось между странами.

Эта система обеспечивала стабильность валютных курсов и платежных балансов (ПБ). Валютный паритет определялся через соотношение их золотого веса. Дефицитный ПБ в результате утечки золота за границу, уменьшения валюты в обращении и снижения цен на внутреннем рынке — все это делало экспорт конкурентоспособным. В результате, ПБ выравнивался.

Однако, как международное средство расчетов и платежей золото в значительной степени испытывало конкуренцию со стороны фунта. В XIX — начале XX вв. лондонский Сити был признанным международным финансовым центром. После первой мировой войны значительно возрос валютный и экономический потенциал США. Нью-Йорк превратился в мировой финансовый центр, увеличился экспорт капитала. США превратились из должника в кредитора и были единственной страной, сохранившей золотомонетный стандарт, а курс доллара к западноевропейским валютам увеличился на 10–90%.

После войны существовал золотодевизный стандарт. Золото исключалось из внутренних операций, обратимость банкнот в золото больше не обеспечивалась. После Депрессии курсы ведущих валют

снизились на 50–84%. Многие европейские страны ввели валютные ограничения и заморозили выплату по долгам (Германия, Австрия). Английский фунт в 1931 г. отменил конвертируемость в золото и его курс был снижен на 30,5%. Причина — ухудшение ПБ. Был установлен валютный демпинг: внешнее обесценение валют ускорилось по отношению к Франции и США.

Международный кредит, особенно долгосрочный, был парализован в результате массового банкротства иностранных должников (около 25 государств прекратили внешние платежи). В апреле 1933 г. был отменен золотомонетный стандарт в США в связи с падением цен, банкротством банков (40% от общего количества). Доллар был девальвирован (уменьшение золотого содержания) в 1934 г. на 40% (по сравнению с 1929 г.), а официальная цена золота повысилась с 20,6 до 35 долл. за тройскую унцию. США взяли на себя обязательство обменивать доллар на золото по этой цене для иностранных ЦБ в целях укрепления международной позиций своей валюты.

Накануне войны сложились валютные блоки — группировки стран, зависимые в валютных отношениях от возглавляющей ее державы, которая диктовала им единую политику в области МЭО и использует их как привилегированный рынок сбыта, источник дешевого сырья. Курс их валют был привязан к ведущей валюте, а валютные резервы размещались в стране-гегемоне.

В 1931 г. сложился стерлинговый блок во главе с Британией; с 1933 г. — долларовый блок во главе с США. Страны, стремившиеся сохранить золотой стандарт (Бенилюкс, Франция, Швейцария, Италия, Чехословакия и Польша), создали в 1933 г. золотой блок. В последствие эти страны терпели убытки от валютного демпинга со стороны стран, отменивших золотой стандарт (распался в 1936 г.). В 1936 г. Франция отменила золотой стандарт вследствие дефицита ПБ и отлива золота из страны. Франк был девальвирован на 25%, а инфляция снизила конкурентоспособность французских фирм. В 1936 г. все развитые страны практически отказались от золотой обратимости валют. Усиление протекционизма, массовые девальвации (политика разорения соседа) и крах международной торговли как следствие национализма привели ко второй мировой войне.

### **1.3. Бреттон-Вудская валютная система**

Основные черты послевоенной валютной системы были сформулированы в Бреттон-вудских соглашениях 1944 г. Доллар был признан эквивалентом золота в международных расчетах; валюты всех других стран были привязаны к доллару по твердому паритету, а ЦБ должны были принимать меры защиты этих твердых паритетов от спекуляций. США обязывались обменивать доллары, накопленные ЦБ других стран, на золото по твердой цене (т.н. золотодевизный стандарт).

Впервые в истории созданы международные валютно-кредитные организации, функционирование которых основывалось на следующих принципах:

- либерализация движения товаров и денег;
- стабильность валютных отношений;
- конвертируемость валют должна обеспечить свободу и многосторонность расчетов по текущим операциям.

МВФ пытался путем этих соглашений обеспечить валютную стабильность, которые заменили бы собой стихийный механизм достижения валютного равновесия при золотом стандарте. Деятельность Фонда исходит из представления, что мировое хозяйство может нормально функционировать только при обеспечении частному капиталу большей степени свободы действий в международном масштабе и отсутствии значительных и постоянных барьеров для движения товаров.

Сразу же после войны внешние расчеты в большинстве стран были строго регламентированных и регулировались двусторонними соглашениями о клиринге (clearing) — системе безналичных расчетов за товары и услуги на взаимном зачете встречных потоков на основе стоимостного равенства. Это было необходимо, чтобы добиться конвертируемости. Лишь после 1958 г. европейские страны решили признать *de jure* внешнюю конвертируемость своих валют, а в 1964 г. — и Япония. Большинство РС поддерживали строгие ограничения валютного обмена и не обеспечивали внешнюю конвертируемость своей валюты.

Под давлением США в МВС утвердился долларовой стандарт. Доллар — единственная валюта, конвертируемая в золото, стала базой валютных паритетов и преобладающим средством в международных расчетах, а фунт был крайне нестабильным, хотя за ним по традиции сохранялась роль резервной валюты.

Все центральные банки имели резервы в долларах (as good as gold), и существовала обязательная обратимость в золото, обеспеченная обязательствами американской ФРС. США использовали статус доллара для покрытия своей валютой дефицита своего ПБ. В США в 1949 г. сосредотачивалась 75% золотых запасов несоциалистического мира.

Доллар США, золотой паритет которого был установлен 35 долл. за унцию (31,1 г.) в 1934 г., с тех пор (до начала 70-х гг.) официально сохранял неизменным установленный курс, хотя валюты многих государств могли быть свободно девальвированы. С 1958 г. возрастает дефицит ПБ США (3 млрд. долл.) и происходит утечка золота. С конца 1960-х гг. наступил кризис системы в результате изменения соотношения сил, усиления инфляции и неравновесия ПБ: хронический дефицит имели Великобритания и США, а положительное сальдо ФРГ и Япония, что усиливало колебание валютных курсов.

В США с 60-х гг. дефицит по текущим операциям ПБ составлял 2,5 млрд. долларов в год, и уменьшался золотой запас (в 1970 г. он составил 11 млрд. долларов, а долларовые авуары за границей — 20 млрд. в официальных организациях и 30 млрд. в коммерческих банках). Распространенным явлением стали «золотые лихорадки» — спекуляции на повышении цены золота в долларах. Появились новые сильные валюты: дойчмарки (DM), гульдены, швейцарские франки (SFr) и чуть позже иены (Y). В конце 1967 г. вспыхнула «золотая лихорадка», объем тезаврированного золота увеличился на 2 млрд. долл. (в виде накопления его как сокровища).

В ноябре 1967 г. английское правительство вынуждено было девальвировать фунт на 14,3%, что повлекло за собой девальвация валют ещё 14 стран. В 1968–1969 гг. — кризис франка и спекуляция в международном масштабе на западногерманскую марку и ревальвация марки. В 1968 г. прорабатывается

проект СДР, который должен был содействовать значительному увеличению размера кредитов в рамках МВФ<sup>1</sup>. С помощью этих мер удалось в определенной мере ослабить воздействие спекуляции на золото.

15 августа 1971 г. был официально приостановлен обмен доллара на золото, и фактически золотой стандарт был заменен долларовой. Введена дополнительная 10% импортная пошлина в США. Наплыв долларов в страны Западной Европы и Японию вызвал массовый переход к плавающим валютным курсам и спекуляциям. Доллар обесценивался, и впервые за четверть века больше не было международного валютного порядка.

Появились «горячие деньги» — евродоллары — деньги «без родины», которые дестабилизировали денежное обращение и подпитывали инфляцию в Европе. В конце 1972 г. ежегодный рост цен в некоторых ПРС был близок к 10%. Произошел окончательный крах стабильности валютных курсов.

Спекуляция бушевала и заставила закрыть валютные рынки на время переговоров в марте 1973 г. Был достигнут новый консенсус: переход к плавающим валютным курсам с марта 1973 г., что выправило «курсовые перекосы» и сняло напряжение на валютных рынках.

Прекращение в августе 1971 г. обмена доллара на золото, две девальвации доллара в течение 14 месяцев (1971 г. — на 7,89% и в 1973 г. — на 10%), отказ большинства ведущих стран от твердых паритетов подорвали принципы послевоенной системы расчетов.

Падение доверия к доллару объясняется двумя причинами. Во-первых, это инфляция и дефицит ПБ; во-вторых, это избыток долларов за рубежом. Массовый наплыв долларов в Западную Европу сильно дезорганизовал денежное обращение в этих странах и способствовал развитию в них инфляции. Поэтому страны Западной Европы, «Общего рынка», особенно Франция, были заинтересованы в ограничении ведущей роли доллара в валютной системе.

---

<sup>1</sup> СДР — Специальные права заимствования (Special drawing rights, SDR) — сумма резервных платежных средств страны в МВФ —; впервые выпущены МВФ в 1970 г.

Отказ от поддержания фиксированных паритетов и возможность более широких колебаний курсов выливались в опасные торговые войны: проведение девальвации с целью усиления конкурентных позиций, валютный демпинг, что было распространено в 30-е гг.

**Поиски выхода из кризиса.** «Группа 10» (ведущие страны МВФ) в декабре 1971 г. в Вашингтоне пришла к компромиссу (Смитсоновское соглашение): одновременно была проведена ревальвация валют партнеров США по отношению к доллару (марки, франка и фунта, иены); были восстановлены твердые курсы валют с колебаниями 2,25%; доллар был девальвирован. Покрывая национальной валютой свои долги, США способствовали накачиванию в международный оборот доллара (8,9 млрд. — 1950 г.; 292,5 — 1980 г.). Другие страны стали кредиторами поневоле по отношению к США.

В это же время происходит формирование западноевропейской зоны валютной стабильности. Страны ЕЭС решают поддерживать взаимные курсы своих валют внутри фиксированных пределов. Однако после «нефтяного шока» французский франк в 1974 г. вышел из этого механизма.

В начале 1974 г. все ведущие валюты свободно плавали, и послевоенная система распалась. Колебания курсовых соотношений составляло 20% в год в конце 70-х гг. Курс доллара падал в течение этих лет.

#### **1.4. Ямайская валютная система и проблема валютной координации**

Поиски выхода из кризиса велись долго. Сперва в академических, затем в правящих кругах. «Комитет двадцати»<sup>1</sup> МВФ подготовил в 1972–1974 гг. проект реформы МВС. Ямайское соглашение (январь 1976 г.) стран-членов МВФ ратифицировано в апреле 1978 г. Оно внесло изменения в Устав Фонда:

---

<sup>1</sup> Так назывался Комитет Совета управляющих по вопросам реформы МВС, образованный согласно резолюции Совета управляющих МВФ и где были представлены интересы РС.

- демонетизация золота de jure;
- отменена его официальная цена; прекращен обмен доллара на золото;
- каждая страна-член МВФ имела право выбора любого режима валютного курса, известив об этом Фонд.

В результате 58 стран приняли решение об установлении курса своих валют по отношению к валюте страны, основного торгового партнера (к доллару, франку и др.). Другие страны привязали курс к СДР и другим корзинам валют. 8 стран ЕЭС в 1979 г. образовали ЕВС на основе ЭКЮ. Её стоимость рассчитывалась на основе корзины валют. Самым весомым компонентом ЭКЮ была марка ФРГ (1/3). Эмиссия ЭКЮ частично обеспечивалась золотом. Установлено совместное плавание  $\pm 2,25$  от центрального курса. С августа 1993 г. в результате обострения валютных отношений в ЕС рамки валютных колебаний расширены до  $\pm 15\%$ . США и Канада, Великобритания и Япония установили режим независимого плавления.

МВФ, сохранившийся на обломках старой системы, был призван усилить межгосударственное валютное регулирование. В частности, он запрещал манипуляцию валютными курсами и были предусмотрены, в случае необходимости, интервенции для предотвращения беспорядков на валютных рынках. Был необходим учет интересов других стран в случае проведения интервенции в валюте этих стран<sup>1</sup>. МВФ постоянно (особенно энергично с 1993 г.) добивается от стран-членов устранения валютных ограничений и множественности валютных курсов. Однако значительная часть РС все еще не имеют возможности установить в полном объеме свободную конвертацию своих валют по текущим операциям.

Укрепление валютно-экономических позиций новых центров Западной Европы и Японии обеспечило переход от долларовой к мультивалютному стандарту на основе ведущих валют (марки, йены, франка и т.д.). Однако, не один из трех центров

---

<sup>1</sup> Основные принципы курсовой политики каждой страны-члена МВФ были закреплены в 1977 г. в его документе «Надзор за политикой в области валютных курсов», который приобрел законную силу одновременно с началом действия нового Устава.

не имеет такого превосходства над другими в валютной сфере, чтобы обеспечить безраздельное господство своей валюты, что лишь обостряет противоречие между ними.

**Преимущества системы плавающих курсов:**

- упростилось автоматическое регулирование ПБ;
- у каждой стране появилась бóльшая свобода в выборе своей национальной экономической политики;
- плавающие валютные курсы позволили избежать чрезмерной спекуляции — спекулятивная игра на повышение и понижение становится игрой с нулевой суммой (одни теряют то, что выигрывают другие);
- «плавание» несомненно лучше приспособлено к различным внешним шокам (типа «нефтяного»), чем фиксированные паритеты.

У этой системы есть и критики. Например, несостоятельность концепции урегулирования платежей проявилась в следующем: постоянный рост курса доллара в первой половине 80-х гг. по отношению к йене и марке ФРГ происходил на фон углубления текущего дефицита торгового баланса США и увеличения положительного сальдо Германии и Японии; в 1985—1987 гг. доллар потерял свою стоимость, а неравновесие ПБ оставалось.

Плавание курсов является одной из причин обеспечения длительного отклонения американской экономики от равновесия; высоких процентных ставок как реакции на непредсказуемость в будущем; обострение нестабильности цен на рынках сырья, топлива и усиления бремени долгов «третьего мира».

С конца 1970-х гг. США перешли от оборонительных действий 1960—70-х годов к тактике прямого диктата и навязывания своих решений. Для покрытия дефицита американское правительство размещало займы на американском денежном рынке, что вызвало спрос на денежный капитал и рост процентов до 20% и выше в начале 1980-х гг. по сравнению с 4—6% в 1960-е гг. Курс американского доллара, начиная с 1980 г., начал повышаться.

Западноевропейские страны вынуждены были проводить ответное повышение процентов в своих странах, что снижа-

ло хозяйственную активность и сдерживало выход из экономического кризиса. Не усилила валютных позиций стран Западной Европы деятельность созданной в 1979 г. ЕВС, в которую входили 8 из 10 стран «Общего рынка» (кроме Англии и Греции). Не было достигнуто стабильности: сильные валюты были ревальвированы (марка и гульден), а слабые — девальвировались (лира, франк, крона).

Страны G7 на встрече в Вильямсберге (1983 г.) договорилась координировать усилия для стабилизации валютных курсов путем проведения совместных интервенций на валютных рынках. С января 1985 г. министры финансов и управляющие ЦБ из пяти развитых стран проводили совместные интервенции с целью контроля над курсом доллара. С октября 1986 г. США Япония и страны Западной Европы заключают двустороннее соглашение по согласованию процентных ставок.

Несомненно, в один прекрасный день ведущие страны сделают достоянием общественности решетку валютных курсов, которую они, очевидно, составили и держат в секрете, определяя целевые зоны паритетов доллара, йены, евро, которые они могли бы защищать.

### ***1.5. Валютная интеграция в Западной Европе и становление биполярной МВС***

Образование ЕВС (1979 г.) почти одновременно с Ямайской валютной системой явилось результатом компромисса. Это заметно повысило роль стран Сообщества в решении международных валютных вопросов, в т.ч. и в рамках МВФ. Налицо стремление оградить экономику ЕС от пагубного влияния доллара. При благоприятных условиях эю мог превратиться в резервную валюту, что беспокоит США. Эю составил конкуренцию валютам Великобритании, Франции, Нидерландов. Резко возросли банковские активы в эю; она стала третьей по значению на облигационном рынке и пятой в валютных резервах развитых стран.

Региональная валюта также была положена в основу центральных курсов валют стран — членов ЕВС («паритетная

сетка»<sup>1</sup>); она также использовалась в расчетах и платежах как на официальном уровне, так и в частном обороте. Развитие ЕВС предполагало расширение денежных функций ЭКЮ и создание на заключительном этапе валютного союза (дополнение 1.1).

Есть ли у евро шансы потеснить доллар? Статус мировой валюты определяется целым рядом факторов:

- экономической мощью страны и ее долей в мировой торговле;
- внешнеэкономической независимостью, слабой уязвимостью со стороны зарубежных рынков;
- стабильностью валюты;
- масштабом рынков капитала и степенью их либерализации.

По численности населения, экономическому потенциалу, доле в мировой торговле ЕС является лидирующим регионом среди развитых стран. Что касается экономической независимости, Европа, возможно, уступает США, но зато заметно опережает Японию. Вопрос о стабильности будущей европейской валюты остается пока открытым. Что касается масштабов рынка капиталов, то Европа пока отстает от США, хотя разрыв все время сокращается.

В феврале 1997 г. суммарная капитализация рынка акций стран ЕС составляла 4,6 трлн. долларов, то есть более половины рынка США (8,7 трлн.), существенно превосходя японский (3,1 трлн.). Показатели же экономического потенциала ЕС и США примерно одинаковы. Такое соотношение объясняется тем, что рынки акций в Европе в основном национально ориентированы. Иностранные акции, как и иностранные инвесторы, представлены на 32 европейских биржах весьма бледно. По-

---

<sup>1</sup> Члены ЕВС поддерживали курсы своих валют в определенных пределах. Валюты стран ЕЭС не могли отклоняться от центрального более чем на  $\pm 2,25\%$ , а песета и фунт, эскудо и лира на  $\pm 6\%$ . В 1973 г. был создан ЕФВС для поддержания регулируемого валютного коридора («валютная змея», или «змея в тоннеле»). Частью ЕВС было введение ЭКЮ (1979 г.), состоящей из средневзвешенных долей валют стран-членов ЕЭС (всего 12 валют, в т.ч. дойчмарка (DM) — 30%, франк (FFr) — 19%, фунт — 12%, лира — 9,95; бельгийский франк (BFr) — 7,8; песета — 5,18 и крона 2,53).

### Дополнение 1.1 Четыре стадии эволюции ЕВС

1. До середины 80-х гг. она была довольно свободной, терпимой к различию инфляционных условий в странах членах. Изменения паритета были частыми и незначительными.

2. С середины 80-х гг. до 1992 г. — усиление роли дейчмарки (DM) как основной валюты. Испания, Британия и Португалия вступили в эту систему. Ужесточение кредитно-денежной политики и снижение инфляции.

3. Кризис с 1992 г.: две валюты покинули систему и отправились в свободное плавание. В 1993 г. диапазон колебаний был расширен до 15%. Дивергенция среди стран-членов. Возобновление валютного и антиинфляционного контроля в одной группе стран и смягчение — в другой.

4. С 1994 г. — движение к ЕВС-2. Когда Германия стала *primus inter pares* (первой среди равных), центром ЕВС с устойчиво низкой инфляцией, остальные страны постепенно потеряли валютную независимость. В 1994 г. создан Европейский валютный институт как прообраз ЕЦБ. Согласно Мадридскому сценарию были предусмотрены три фазы перехода к евро:

- с 1995 г. — подготовительная (до конца 1999 г.). Отбор стран-кандидатов по критериям. Критерии конвергенции: уровень текущей инфляции не должен превышать 1,5% уровня самой низкой инфляции в стране с самой низкой инфляцией; отсутствие девальвации; государственный долг не более 60% ВВП и бюджетный дефицит не более 3%;

- с 1999 г. — «зона евро». Вторая фаза длится до 1 января 2002 г. На этой фазе подготовка к введению единой валюты, которая вытеснит национальные. Жесткая фиксация курсов валют по отношению к евро;

- с января 2002 г. — отмена национальных денег и перевод всех денежно-кредитных и финансовых отношений в евро.

настоящему международный статус имеет только Лондонская фондовая биржа. С введением евро произойдет концентрация и интернационализация европейского рынка акций и общий недостаток ликвидности будет преодолен. Быстрому росту рынка акций будет способствовать и приватизация.

Что касается рынка облигаций, здесь позиции стран — кандидатов ЭВС еще более заманчивы. По оценкам специалистов Deutsche Bank, объем рынка облигаций, деноминированных в евро, примерно сопоставим с долларowymi бумагами. Уже на этапе подготовки к введению евро произошло выравнивание процентных ставок по займам, как того требовал один из критериев конвергенции, и их общее снижение.

Если евро окажется стабильной и сильной валютой, увеличатся и вклады международных инвесторов в европейские банки. Соответственно роль последних на денежном рынке возрастает.

Таким образом, в результате перехода к единой валюте произошла переориентация потоков капитала в пользу Европы. Сможет ли евро исполнять функции мировой валюты, будет также зависеть от того, признают ли его центробанки мира конкурентом доллару в качестве резервной валюты. Доля доллара в валютных резервах центробанков упала с 1973 г. по 1995 г. с 76 до 56,4%. Однако немецкая марка не могла претендовать на замещение доллара в качестве основной резервной валюты по причине несопоставимости масштабов их применения (14,2% резервов в 1995 г.). С введением евро ситуация должна в корне измениться.

Европейский финансовый рынок — второй по величине в мире. Евро хотя и не вытеснит доллар как ведущую валюту, но положит конец эре доминирования доллара. В скором времени он отвоюет более высокую долю на рынке валютных резервов. Если на этапе подготовке к евро национальные валюты стран участниц ЭВС составляли 18% от общего пирога всех официальных резервов, то в 2002 г. они уже на 30% состояли из евро. Многие эмиссионные банки привлекает возможность разделить резервы на две ведущие валюты, уменьшив тем самым риск колебания валютных курсов.

### **1.6. Валютная взаимозависимость развитых стран**

На протяжении 1970-х гг. Вашингтон по сути дела осуществлял линию на преднамеренное понижение курса доллара как орудие против своих конкурентов. С начала 1980-х гг. администрация Рейгана прибегла к ограничению кредитных операций и повышению процентных ставок. Перебазировавшиеся в США капиталы наряду с внутренними займами используются для финансирования хронического дефицита федерального бюджета, принявшего критические масштабы (150 млрд.) из-за резкого скачка военных расходов в начале и середине 80-х годов. Но начала проявляться другая тенденция — лавинообразное нарастание отрицательного сальдо торгового баланса: если в 1980 г. оно составило 36,2 млрд. долл., то в 1987 г. — 170 млрд. долл. В результате, к апрелю 1987 г. курс доллара по сравнению с 1985 г. снизился почти на 35%. Особенно существенно укрепили свои позиции по отношению к доллару японская иена и марка ФРГ.

В 1980-е гг. проявилось стремление США решать свои проблемы за чужой счет. Например, в середине 1980-х гг. они настойчиво требовали от Японии и ФРГ стимулировать их внутренний спрос и снизить процентные ставки, что должно было увеличить сбыт американских товаров в этих странах. Особенно трудное положение сложилось в американско-японских экономических отношениях (у Японии на США приходится около 50% товарооборота по сравнению с 15% у ФРГ).

Партнеры — соперники США стали проявлять недовольство по поводу колебания долларовой маятника, позволяющего США использовать с односторонней выгодой экономическую ситуацию в мире. Поворотным моментом стало подписание Луврского соглашения (февраль 1987 г.) о содействии стабилизации курса доллара на существующем уровне. В соответствии с ним ФРС впервые с начала «плавания» валютных курсов обязана сама активно участвовать в совместных операциях центральных банков по предотвращению резких колебаний курса доллара.

В 1989 г. совместными усилиями была осуществлена «мягкая посадка» доллара, т.е. без экономического спада. Но внешнеэкономическое неравновесие и иностранная задолженность США, возникшие в 80-е годы, делают сегодня их бремя мировой державы более тяжелым. Развитие мировой экономики в ближайшие годы будет во многом зависеть от того, насколько глубоко США осознают, что живут в тесно взаимосвязанном мире, в котором можно достичь собственных интересов лишь путем эффективного сотрудничества с другими странами. В Западной Европе ясно отдают себе отчет, что ожидаемое улучшение торгового баланса США в значительной степени будет достигнуто за их счет (при таком долларе даже лучшие компании не смогут продержаться). Падение курса доллара в настоящее время может привести к стагнации европейской экономики.

Большинство специалистов считают, что более стабильные валютные курсы будут возможны, только если правительства гармонизируют кредитно-денежную политику. Но глобальное сотрудничество — дело трудное, особенно когда внутривнутриполитические тревоги, опасения по поводу инфляции приходят в столкновение с первоочередными международными задачами. Долларовые счета, долларовые вклады, облигации, акции — все это не только олицетворение международного бизнеса. Это — свидетельство гипертрофированной роли доллара. Все страны страдают от хронической валютно-финансовой нестабильности в мире и в этом смысле являются жертвами гегемонизма доллара.

## Глава 2 Институты Бреттон-Вудской системы

МВФ и МБРР были созданы в 1944 г. на международной конференции в Бреттон-Вудсе на основе соглашения между 29 странами. Сейчас членами являются 184 страны.

### **2.1. Структура и деятельность МВФ**

Собственный капитал Фонда состоит из взносов государств-членов по подписке. Каждая страна имеет квоту в СДР (в соответствии со своим экономическим потенциалом). Эта квота определяет количество голосов и возможность использования ресурсов Фонда. Располагая наибольшим числом голосов, ПРС имеют право вето по большинству принимаемых решений, по которым требуется квалифицированное большинство голосов.

Голосование пропорционально квотам: 1 голос на каждые 100 тыс. ед. СДР квоты. 24 ПРС имеют 59,6% голосов в МВФ, в т.ч. США — 17,7, Германия — 5,5%, Япония — 5,5%, Великобритания — 4,9%, ЕС — 28,62%, Россия — 2,79% (или 8 млрд. долл.). По менее важным вопросам нужно набрать 70% голосов; по более важным — 85%.

Ресурсы Фонда состоят из общего фонда валют и международных валютных резервов (исключая золото), внесенных членами согласно их квотам. Каждая страна платит 75% квоты собственной валютой, а 25% в форме международных резервов (до 1978 г. 25% квоты оплачивалась золотом, ныне резервными активами): СДР и конвертируемой валютой. В соответствии с квотой каждая страна наделяется специальными правами заимствования (СДР), которые могут использоваться для финансирования дефицита ПБ.

На сегодня капитал Фонда составляет 212 млрд. СДР (284 млрд. долл.); на долю развитых стран приходится— 60,6% всей суммы, а развивающихся— 29%. Заемные средства формируются за счет займов у казначейства. В 1964 году «Группа 10» подписала Генеральное соглашение о займах о предоставлении кредитов Фонду до 6 млрд. долл. ежегодно (сейчас до 17 млрд. долл.).

## **Дополнение 2.1**

### **Структура МВФ**

Совет управляющих — высший орган принятия решений МВФ — состоит из одного управляющего и заместителя от каждой страны-члена. Управляющий назначается каждой страной (это обычно министр финансов или управляющий ЦБ). Все решения принимаются путем голосования в Совете управляющих. Последний может делегировать Исполнительному Совету все, кроме некоторых исключительных полномочий. Совет управляющих обычно собирается раз в год.

Исполнительный совет (Совет) ведет ежедневные дела МВФ. Он состоит из 24 Директоров, которые назначаются или избираются странами-членами или группой стран, и Директора-распорядителя, который является его главой. Совет обычно собирается несколько раз в неделю. Совет выполняет работу в значительной степени на основе бумаг, подготовленных Управлением МВФ и штатом. В 1997/98 г. Совет потратил более половины своего времени на вопросы, касающиеся государств-членов (Ст. IV: консультации, обзоры и утверждения соглашений), а остальное время на вопросы политики, такие, как обзор мировой экономики, развитие мирового рынка капитала, финансовые ресурсы МВФ, наблюдение, вопросы данных, положение с долгом, программы и кредиты МВФ.

Временный комитет Совета управляющих по международной валютной системе — консультативный орган, состоящий из 24 управляющих Фонда, министров или других официальных лиц сопоставимого ранга, представляющий тех же самых членов, что и Исполнительный совет. Этот комитет собирается дважды в год, в апреле или мае, и во время ежегодного собрания Совета управляющих в сентябре или октябре. Среди его обязанностей — советы и отчеты Совету управляющих по вопросам управления и адаптации международной валютной системы, включая внезапные беспорядки, которые могут угрожать ей, и предложения по исправлению Статей Соглашения.

Комитет развития (Объединенный министерский комитет Совета управляющих Банка и Фонда по передаче реальных ресурсов в РС) состоит из 24 членов—министров финансов и официальных лиц схожего ранга—и обычно собирается в тоже самое время, что и временный комитет. Он готовит советы и отчеты Советам управляющих Фонда и Банка по всем аспектам передачи реальных ресурсов в РС.

Устав предусматривает регулирование валютных курсов, установление многосторонней системы платежей и устранение валютных ограничений. Золото практически исключено из расчетов между МВФ и его членами, однако официальные золотые запасы остаются резервным фондом мировых средств платежа, но возможность выражения стоимости валюты в золоте исключается (золото не должно служить мерой стоимости и точкой отсчета валютных курсов).

МВФ наделен с 1969 г. полномочиями создавать «при возникновении долговременной глобальной потребности в международных ликвидных резервах» безусловные ликвидные средства путем выпуска СДР (Special Drawing Rights, SDR). Они являются международным резервным активом и предназначены для пополнения официальных валютных резервов, погашения пассивного сальдо ПБ и расчетов стран с Фондом.

С 1978 г. введены изменения в Устав: предусмотрены переход к режиму плавающих курсов, т.е. свобода выбора отдельными странами режима валютных курсов (привязке к другим валютам или корзине валют, СДР) и практика согласования относительных пределов колебаний валютных курсов. Юридически завершена демонетизация золота: отменена его официальная цена, золотые паритеты, прекращен размен доллара на золото.

## **2.2. Кредитная политика Фонда**

Займы МВФ обычно предоставляются согласно соглашениям на условиях, которые страна должна выполнить, чтобы получить доступ к займу. Все соглашения должны быть одобрены исполнительным Советом. Соглашения базируются на экономических программах, сформулированных странами совместно с МВФ и представленных исполнительному Совету как «письмо о намерениях» (а «letter of intent»). Займы затем предоставляются поэтапно, по мере выполнения программы.

Объемы займов, предоставляемых МВФ, со временем значительно колебались. Например, нефтяной шок в 1970-х гг. и долговой кризис 1980-х гг. сопровождалось резким увеличением заимствований. В 1990-е гг. процесс перехода в в постсоциа-

листоческих странах и кризис в ряде стран с зарождающимися рынками обусловили еще один заметный всплеск спроса на ресурсы МВФ.

**Концессиональные и неконцессиональные ссуды.** За годы своей деятельности МВФ развил множество долговых инструментов или фондов («facilities»), которые были приспособлены к специфическим обстоятельствам самых разных членов. Страны с низкими доходами могут заимствовать под низкие (льготные) процентные ставки благодаря Фонду сокращения бедности и роста (PRGF). Существует пять механизмов предоставления неконцессиональных ссуд: Соглашения стэнд-бай, Фонд расширенного кредитования, Фонд дополнительных резервов, целевые кредитные линии и Фонд компенсационного финансирования.

Кроме PRGF, все другие Фонды используются по рыночным процентным ставкам, известных как «ставка обременения» (с коррекцией на просроченную задолженность) и включает премию или «наценку.» Эта ставка рассчитывается в СДР, и пересматривается еженедельно в зависимости от изменений краткосрочных ставок на основных международных денежных рынках (в настоящее время она на уровне 2,9%). МВФ препятствует чрезмерному использованию своих ресурсов, взимая значительную наценку за большие займы, а страны стараются выплатить займы раньше срока, если их внешние позиции позволяют это.

**Фонд сокращения бедности и роста (PRGF).** В течение многих лет МВФ предоставлял помощь странам с низкими доходами из Фонда структурной перестройки. Однако, в 1999 г. было принято решение сосредоточиться на бедности и этот Фонд был заменен PRGF. Займы согласно PRGF базируются на документе «Стратегия сокращения бедности (PRSP)», который разработан государством с привлечением гражданского общества и других партнеров по развитию, особенно Мировым банком. Удерживаемая процентная ставка по займам PRGF всего 0,5%, а возврат ссуд осуществляется в течение 5½–10 лет.

**Соглашение Стэнд-бай (SBA).** Оно призвано помочь преодолеть проблемы текущего ПБ и наиболее широко используемый

## **Дополнение 2.2**

### **Что такое Всеобщее соглашение о займах (ВСЗ)?**

ВСЗ позволяет МВФ привлекать установленное количество валют от 11 промышленных стран (их центральных банков), при определенных обстоятельствах по рыночным процентным ставкам. Потенциально доступная сумма кредита согласно ВСЗ составляет 17 млрд. СДР (или 23 млрд.долл.), и ещё дополнительно 1,5 млрд. СДР согласно достигнутому соглашению с Саудовской Аравией (СА).

ВСЗ возобновлялось 9 раз, а самый последний раз — в ноябре 2002 г. когда исполнительный Совет одобрил его возобновление на следующий 5-летний период с декабря 2003 г. В ответ на растущее давление на ресурсы Фонда, вызванное долговым кризисом в странах Латинской Америки в 1982 г., было решено пересмотреть Соглашение в 1983 г, в результате которого существенно увеличилась кредитная линия согласно ВСЗ с 6 млрд. до 17 млрд. СДР и плюс еще 1,5 млрд. СДР на основе ассоциированного соглашения с СА.

Другие основные поправки ВСЗ дают полномочия МВФ использовать средства для финансирования тех стран, которые не являются участниками ВСЗ, если Фонд столкнется с ситуацией, когда у него нет своих собственных адекватных ресурсов. Первоначально кредиты согласно ВСЗ имели процентные ставки ниже рыночных; ко времени увеличения ВСЗ они повысились вдвое.

### **Что из себя представляет Новое соглашение о займах (НСЗ)?**

После мексиканского финансового кризиса в 1994 г. беспокойство относительно нехватки ресурсов, чтобы отвечать на будущие финансовые кризисы, побудила членов G-7 в 1995 г. на Саммите в Галифаксе (Halifax Summit) призвать «Группу-10» (G-10) и другие финансово сильные страны выработать соглашение, которое позволило бы удвоить привлечение займов МВФ. Исполнительный совет принял решение, устанавливающее НСЗ, которое вступило в силу в ноябре 1998 г. По этому кредитному соглашению между МВФ и 26 членами и институтами предоставляются дополнительные ресурсы МВФ, чтобы предупредить или справиться с ухудшением международной валютной системы, угрожающей её стабильности.

Обязательства отдельных участников зависят от их экономической мощи, измеренной величиной квоты в МВФ, как наиболее преобладающий критерий. Член МВФ или институт, который не является в настоящее время участником НСЗ, может быть допущен

к участию ко времени пересмотра решения, если МВФ и участники, представляющие 80% числа членов кредитного соглашения, одобряют запрос. Новые участники могут быть приняты и в другое время, посредством поправки к НСЗ, внесенной исполнительным Советом и участниками, на которых приходится 85% суммы кредитного соглашения.

В ноябре 2002 г. соглашение было возобновлено на следующий 5-летний период, начиная с ноября 2003 г. Также, Центральный банк Чили (как её официальный институт) стал новым участником (с февраля 2003 г.) с кредитной долей, равной 340 млн. СДР.

### **Как ВСЗ и НСЗ соотносятся между собой?**

НСЗ не заменило существующее ВСЗ, которое остается в силе. Однако, НСЗ будет первым и основным источником помощи в случае потребности в дополнительных ресурсах для МВФ. Максимальное количество ресурсов, доступное для МВФ согласно этому соглашению, равно 34 млрд. СДР (около 45 млн. долл.), это в 2 раза больше, чем по одному ВСЗ.

### **Когда они могут быть активированы?**

Предложение с обращением к ВСЗ или НСЗ директора-распорядителя вступит в силу в том случае, если оно получит поддержку участниками соглашений и исполнительным Советом. НСЗ было активировано, чтобы профинансировать Соглашение стэнд-бай для Бразилии в декабре 1998 г., когда МВФ запросил 9,1 млн. СДР, из которых было использовано 2,9 млн. ВСЗ было активировано 10 раз. В последний раз — в июле 1998 г. на сумму 6,3 млн. СДР в связи с финансированием Соглашения о расширенном финансировании России. Из этой суммы было использовано только 1,4 млн. СДР. В марте 1999 г. они были прекращены для обеих стран, когда Фонд оплатил все свои обязательства по данным соглашениям, после вступления в силу одиннадцатого Всеобщего пересмотра квот и оплаты большей части пересмотренного увеличения квот.

Фонд МВФ. Его продолжительность обычно 12–18 месяцев. Выплаты осуществляются в пределах 2¼–4 лет, если нет продления. Эти займы весьма дорогие.

**Фонд расширенного финансирования (EFF).** Это Фонд был основан в 1974 г., чтобы помочь странам со значительными структурными дефицитами ПБ. Соглашения согласно EFF более длительны (3 года). Платежи производятся в течение 4½–7 лет, если не осуществляется пролонгация. Наценка весьма существенна.

**Дополнительный резервный Фонд (SRF)** был учрежден в 1997 г., чтобы удовлетворить потребность в краткосрочном финансировании и в большом объеме. Внезапная потеря доверия рынка, которую испытали страны с зарождающимися рынками в 1990-е гг., привела к массовому оттоку капитала и это потребовало широкомасштабных займов, чем когда либо за всю историю МВФ. Страны должны были их вернуть в течение 1–1½ лет, или, в крайнем случае, им предоставлялся еще один год. Все эти займы имеют существенную наценку в размере 3–5 п.п.

**Целевые кредитные линии (CCL)** отличаются от других Фондов тем, что он нацелен помочь членам предотвратить кризис. Основанный в 1999 г., он предназначен для стран, проводящим здоровую экономическую политику, которым угрожает кризис, произошедший в каком-либо регионе мира, — феномен, известный как «финансовая инфекция». Условия займа согласно CCL такие же, как и в SRF, но он имеет меньшую наценку на 1½–3½ п.п.

**Фонд компенсационного финансирования (CFF)** был основан в 1960-е гг. с целью помочь странам преодолеть внезапное сокращение экспортных доходов или увеличение в стоимости импорта зерна из-за колебаний мировых цен на сырьё. Финансовые условия те же, что и в соглашениях SBA, кроме того, что займы CFF не имеют наценки. Чрезвычайная помощь предназначена тем странам, которые испытывают природное бедствие или конфликт. Кредитование происходит по базовым ставкам, а платежи должны быть осуществлены в течение 3¼–5 лет.

### **2.3. Структура Всемирного Банка**

Год основания МБРР — 1945; число членов — 184; квота страны-члена в Банке равна её квоте в МВФ, которая в свою очередь отражает экономическую мощь страны в мировой экономике. Страна одновременно является членом этих двух организаций. Источник финансирования: оплаченный капитал, заимствования на мировом рынке капитала, выплаты по ранее предоставленным займам, нераспределенная прибыль.

Руководство — Совет управляющих, Директорат (исполнительный орган) и президент. Сессия проводится один раз в год. Применяется система взвешенных голосов (величиной доли в уставном капитале);  $\frac{2}{3}$  управляющих составляют кворум. Расчеты голосов в МВФ и МБРР ведутся по аналогичной схеме. РС вместе имеют 30,1% голосов и, таким образом, располагают правом вето по вопросам, требующим большинства. «Семерка» располагает почти половиной всех голосов в Совете. Штаб-квартира в Вашингтоне.

Уставной капитал формируется путем подписки стран-членов на акции (165 млрд. долл.). Наибольшая доля — США (10%), Италия, ФРГ, Франция, Великобритания, Япония (8,5%), страны ЕС — 51%.

Кредиты Банка обходятся дешевле банковских ссуд. Совокупные займы за весь период его деятельности составили 371 млрд.долл., в т.ч. заимствования в 2002 ф.г. -- 11,5 млрд.долл. для 96 новых операций в 40 странах. Условия заимствования: средняя стоимость займов плюс спрэд на весь период 12–20 лет; льготный период от 3 до 5 лет по большинству займов. МБРР получает большую часть своих средств путем продажи бонов на международном рынке капитала. Именно через этот Банк частный капитал США и других развитых стран направляется в страны Азии, Африки и Латинской Америки. Хотя эта организация не стремится к максимизации прибыли, она зарабатывает чистый доход каждый год начиная с 1948 г. В практику Банка не входит пересмотр условий платежей или участие в соглашениях по реоформлению долга по своим займам.

Кредиты предоставляются для совместного финансирования инвестиционных проектов с коммерческими банками (инфраструктура — транспорт, связь и энергетика, ООС, приватизация). При решении вопроса о предоставлении средств банк требует широкой информации в области экономики и финансов и направляет свои миссии. Поскольку процент высокий, поэтому кредитами могут пользоваться не все страны.

**МФК** — международная финансовая корпорация (с 1956 г.); число членов: 174. Членство предполагает одновременное участие в МБРР. Источники финансирования: привлечение средств с рынка капитала (80%) и от МБРР (20%). Портфель обязательств: на сегодня составляет 21,2 млрд., в т.ч. в 1999 г.: 3,6 млрд.долл. в 79 странах. Условия заимствования: рыночные ставки, длительный срок погашения, со сроком отсрочки платежа 4 года. МФК способствует экономическому росту в развивающемся мире путем финансирования инвестиций в частном секторе, мобилизуя капитал на международном финансовом рынке, предоставляя техническую помощь правительствам и бизнесу. Совместно с частными инвесторами, она предоставляет займы и покупает акции предприятий в РС, демонстрируя прибыльность инвестиций в этих странах. Она также помогает в развитии эффективного рынка капитала.

**МАР** — Международная ассоциация развития — основана в 1960 г.; число членов -- 160. Критерий членства предполагает одновременное участие в МБРР. Критерий доступности к ресурсам: бедность (душевой доход 875 долл. США) и недоступность кредита из-за его стоимости. Объем ресурсов, выделяемых стране, зависит от рейтинга заемщика на основе результатов ежегодной оценки эффективности проводимой в стране политики и её институциональной системы.

Источники финансирования: взносы правительств, перечисления от прибыли МБРР, платежи по прежним кредитам. Совокупные займы: 115,9 млрд.долл. Займы в 2002 г.: 6,8 млрд.долл. по 145 новым операциям в 53 странах. Условия заимствования: беспроцентные (оплата услуг в размере 0,75%) на срок 35—40 лет с 10-ним льготным периодом. Капитал МАР

зависит от взносов своих богатых стран, включая некоторые РС. В 1999 ф.г. 81 стран пользовались ресурсами этой организации. Кредиты предоставляются только правительствам. МАР юридически и финансово автономна от МБРР, но имеет тот же самый штат, а проекты поддержки должны удовлетворять тем же самым критериям.

**МАГИ** (с 1988 г.) — Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций — поощряет инвестиции в акционерный капитал и другие ПЗИ в развивающиеся страны путем их страхования от некоммерческих рисков. Консультирует правительственные органы стран-членов относительно разработки и осуществления политики, касающиеся инвестиций. Срок гарантий — 15–20 лет, которые обеспечивают покрытие до 90% общего объема риска. Одновременное членство в МБРР и МВФ. обязательно.

**Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (ICSID)** основан в 1966 г. Критерий членства — одновременное участие в МБРР. Общее число споров — 65, в т.ч. в 1999 г. — 11. Эта организация обеспечивает механизм урегулирование инвестиционных споров между странами-участницами через применение или арбитраж. Условия обращения в арбитраж под эгидой ICSID предусматривены международными инвестиционными соглашениями, законами по иностранным инвестициям и двух- и многосторонних инвестиционными договорами.

#### **2.4. Деятельность Мирового банка**

Первоначально Банк кредитовал РС в соответствии с концепцией «основных нужд» (1970-е гг.). Росли расходы на развитие инфраструктуры, сельского хозяйства и образования. Промышленность занимала скромное место (не более 4% от общей суммы). Согласно данной концепции, средства на финансирование этой отрасли должны изыскиваться из других источников: зарубежных инвестиций, экспортных кредитов и прочее.

В 1980-е гг. усилия Банка были направлены на проведение реформ в развивающихся странах. В 1980 г. он впервые предоставил кредиты на структурную адаптацию, способствующую

изменению в политике и экономике этих стран с тем, чтобы они сократили дефициты ПБ по текущим операциям. В частности, предусматривалось проведение реформы цен, уменьшение бюджетных дефицитов и приватизация. Банк, в отличие от МВФ, может поддерживать свои программы также кредитованием отдельных отраслей и объектов. МБРР пытается стимулировать приток в РС предпринимательского капитала. Для этих целей было создано МАГИ (1985 г.) с фондом в 1 млрд. долларов, которое гарантирует от политических рисков.

Статья 1 Устава МБРР предусматривает следующие цели: реконструкция и развитие территории стран-членов; создание условий для привлечения капитала на восстановление экономики; конверсия производства; участие в совместном финансировании в кооперации с внешними и местными инвесторами; повышение производительности, уровня жизни.

МБРР, помимо поддержки долгосрочных программ, кредитует также среднесрочные программы поддержки рыночных реформ (инфраструктура, управление и образование). В центре программ — определение инвестиционных приоритетов, максимальная мобилизация собственных усилий и ресурсов страны-реципиента при ограниченном участии ресурсов МБРР. Во второй половине 80-х гг. сложилась специфическая форма финансирования, включающая такие виды кредитов:

- под отдельные инвестиционные проекты;
- структурной адаптации;
- технической поддержки;
- чрезвычайные восстановительные кредиты.

Содержание и охват программ структурной адаптации. Кредитование на цели структурных преобразований было начато в 1980 г. как временное финансирование платежного баланса стран-членов до тех пор, пока начнут сказываться стабилизационные меры и меры по структурным преобразованиям. Однако с тех пор такое кредитование превратилось в важный инструмент развития для поддержки социальных, структурных и секторальных реформ. В 1990-х гг. кредитование на цели структурных преобразований получило большую ориентацию на процессы развития, причем с

усилением акцента на сокращение бедности, развитие рыночных институтов, проведение сложных социальных и структурных реформ. Оно сосредотачивалось на надлежащем управлении и активной поддержке реформы управления государственным сектором. Например, утвержденный в мае 2001 г. Программный кредит на цели структурных преобразований и децентрализации для Боливии поддерживал усилия правительства, направленные на достижение большей справедливости и транспарентности государственных расходов в социальной сфере.

В ответ на меняющиеся потребности заемщиков за прошедшие два десятилетия разработаны новые, разнообразные подходы к кредитованию на цели структурных преобразований. Например, кредиты на цели поддержки сокращения бедности (КПСБ) представляют собой использование кредитования на цели структурных преобразований для более надежной поддержки реализации страновых стратегий сокращения бедности, изложенных в разрабатываемых национальными правительствами документах по Стратегии сокращения бедности. Отталкиваясь от прочных аналитических обоснований фидуциарных механизмов и социального воздействия, первые КПСБ поддерживали ключевые социальные и структурные реформы в Уганде (уделяя особое внимание совершенствованию государственных услуг в области здравоохранения, образования и водоснабжения), Вьетнаме (сосредоточиваясь на государственных расходах, торговле, инвестициях в частный сектор) и в Буркина-Фасо (поддерживая реформу государственного сектора и надлежащее управление, а также секторальные меры политики в пользу бедных слоев населения).

Условия предоставления финансирования. Условия предоставления финансирования увязывают предоставляемую Банком финансовую поддержку с реализацией программы реформ, критически важных для экономического и социального развития страны. Здесь принципиально важна приверженность страны делу реформы, и с помощью условий предоставления финансирования можно с пользой для дела повысить заинтересованность страны в реализации программы, необходимую

## Раздел IV

---

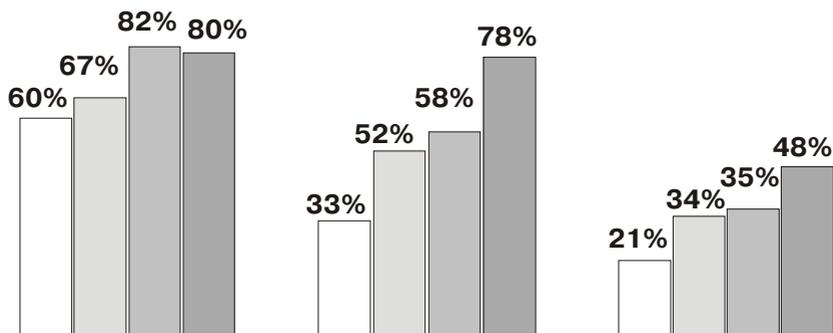
для обеспечения успеха реформ, поддерживаемых бюджетозамещающими займами.

Условия предоставления кредитов на цели структурных преобразований развивались параллельно с содержанием. Доля условий предоставления бюджетозамещающего займа, прямо поддерживающих реформы в социальном секторе, увеличилась с 3% в 1980–1988 финансовых годах до более чем 21% в 1998–2001 финансовых годах. Например, Программный заем на социальную реформу в Перу, утвержденный в июне 2001 г., поддерживает среднесрочные социальные реформы через транспарентные и основанные на участии механизмы распределения ресурсов, рационализацию расходов и систематическое отслеживание результатов социальных программ. Опираясь на аналогичные принципы в работе со странами со средним уровнем дохода, Всемирный банк и МВФ укрепляют свое сотрудничество в поддержке развития стран посредством более логичного и сфокусированного списка условий по программам.

**Качество.** В 1990-х гг. резко повысилась результативность кредитования на цели структурных преобразований—удовлетворительные рейтинги, присваиваемые Департаментом оценки операций (ДОО), увеличились с 60% бюджетозамещающих кредитов или выше в 1980-х гг. до 67% в 1990–94 финансовых годах и затем до 80% в 1999–2001 финансовых годах (рис 2.1.).

Значительная часть такого улучшения в результатах кредитования на цели структурных преобразований объясняется существенным улучшением результатов стран-заемщиц; использованием уроков предыдущего опыта кредитования на цели структурных преобразований; усовершенствованной структурой займов, соответствующей конкретным обстоятельствам стран. Один из ключевых факторов, объясняющих повышение качества, — большая избирательность, проявляемая Банком при предоставлении кредитов на цели структурных преобразований странам, демонстрирующим более высокие результаты, а также высококачественные программы в поддержку разрабатываемых самими странами стратегий развития и сокращения бедности.

Рисунок 2.1

**Рейтинги бюджетозамещающих займов на момент окончания, 1980–2001 финансовые годы**

Финансовые годы (слева направо): 1980–89, 1990–94, 1995–98, 1999–2001; соответственно по рейтингам за каждый период — 1) удовлетворительные; 2) вероятная устойчивость; 3) существенное воздействие на институциональное развитие.

Кредитование на цели структурных преобразований в будущем. Банк планирует обновить руководящие принципы операционной политики в отношении кредитования на цели структурных преобразований, и в скором будущем начнет консультации со странами-членами и заинтересованными сторонами и лицами. В основу консультаций ляжет готовящийся Банком в настоящее время меморандум с перечислением вопросов для обсуждения, в т.ч. — как увеличить воздействие бюджетозамещающих кредитов на бедность и социальную сферу; повысить заинтересованность страны в реализации программы; определить правильные размер и структуру займа; содействовать сотрудничеству между организациями, занимающимися развитием. По результатам консультаций будет составлен проект Операционной политики/Процедур Банка (ОП/ВП) 8,60, который будет размещен в Интернете для замечаний и комментариев, а затем окончательно доработан после утверждения данной меры политики Исполнительными директорами Банка.

### **Глава 3** **Международная ликвидность** **и проявления кризисов ликвидности**

#### **3. 1. Сущность международной ликвидности** **и её оценка**

Международная валютная ликвидность (МВЛ) — обеспечение международных расчетов необходимыми платежными средствами. На уровне страны речь идет о её платежеспособности. Для оценки МВЛ используются специальные коэффициенты, показывающее соотношение валютных резервов и обязательств по внешним платежам. Официальные резервы страны состоят из золотовалютных запасов, хранящихся в ЦБ и резервной позиции в МВФ (оплачивается в СКВ), а также СДР — специальных прав заимствования, которые эмитирует МВФ. Это счета страны в МВФ, которые она может использовать для расчета по своим внешним обязательствам.

Согласно методологии МВФ, достаточным является уровень валютных резервов, который соответствует размеру трехмесячного импорта, рассчитанного как среднеарифметическая величина от объема импортных поступлений по месяцам (это актуально для РС с сильной зависимостью от импорта). При высокой корреляции между экспортом и импортом более приемлем такой показатель, как сопоставление динамики валютных резервов и сальдо торгового баланса.

На международном уровне под МВЛ понимается совокупность надежных средств платежа, используемых в международном обороте (СКВ, находящиеся в резерва ЦБ; золотые запасы всех стран и резервные позиции в МВФ). В настоящее время международные резервы составляют 699 млрд. долл. (по сравнению с 31,4 млрд. в 1970 г.). Доллар США сейчас занимает центральное положение в международных финансах и платежах. Дефицит торгового баланса и ПБ США сопровождается ростом официальных резервов и ликвидности во всех других странах.

Потребность в резервах как для каждой страны, так и для всего «торгового мира» зависит от объема торговли и расчетов на определенный период. Показатель резкого ухудшения ликвидности в 70-е гг. XX в. приведены в нижеследующей таблице (табл.3.1).

**Таблица 3.1****Показатель ликвидности в группе развитых стран\*, в %**

<b>Годы</b>	<b>Уровень ликвидности</b>	<b>В т.ч. по золоту</b>
<b>1938</b>	117	113
<b>1948</b>	81	56
<b>1970</b>	31	13
<b>1973</b>	35	8
<b>1975</b>	28	—

\* Золотовалютные резервы / (стоимость импорта СИФ) x 100%

Источник: Statistical Yearbook of UN. 1976/77. International Financial Statistics. IMF. 1976.

Ухудшение ликвидности по золоту было вызвано низким уровнем добычи золота в развитых странах, тезаврацией, низкой ценой золота. Кредитные бумажные деньги постепенно вытеснили золото из внутреннего и международного оборота. Оно перестало непосредственно обслуживать экономические связи как средство обращения, но оно сохранила за собой важную роль в качестве чрезвычайных мировых денег.

С начала 60-х гг. ПРС встали на путь создания дополнительных механизмов привлечения ликвидных средств на уровне ЦБ путем заключения серии двусторонних и многосторонних соглашений о резервных кредитах, т.е. о взаимном предоставлении в кредит своей валюты в ограниченных размерах. С 1963 по 1968 гг. в рамках «Группы 10» (США, Англия, Франция, Италия, ФРГ, Япония, Канада, Бельгия, Голландия и Швеция) велись переговоры о совершенствовании механизма регулирования международной ликвидности. (проект СДР.) Международные денежные средства, созданные МВФ, распределялись между странами для пополнения их официальных резервов в соответствии с вкладом каждой страны. В ней предоставляются краткосрочные кредиты. Фактическая

«эмиссия» осуществлялась путем зачисления на спецсчет страны в МВФ. Страны, испытывающие дефицит ПБ, могли обменять СДР на необходимые ей валюты и использовать их, в результате чего сумма СДР на ее счете уменьшается. Так, Бразилия получила возможность продать часть своих СДР США за доллары. Первоначально МВФ ввел правило ограничения: страна не могла использовать свыше 70%, выделенных в ее распоряжение СДР. С 1981 г. правило восстановления (reconstitution) СДР было отменено. В результате страны-участницы соглашения об СДР получили возможность использовать 100% выделенного лимита СДР безвозвратно.

Всего с 1970 г. в два приема (1970/72 и 1979/81 гг.) выпущено в общей сложности 21,4 млрд. СДР (около 34 млрд. долл.), которые были распределены среди всех государств-членов пропорционально их квотам. Хотя СДР провозглашены базой Ямайской валютной системы (1976 г.), они не стали эталонами стоимости и основным международным резервно-платежным средством. На них приходится 4,6% международных валютных резервов.

Не достигнута главная цель СДР — они используются не столько для покрытия дефицита ПБ (около 20%), сколько для погашения кредитов МВФ. Продвижение процесса перестройки структуры международной ликвидности путем перехода на коллективную валютную единицу тормозят США, поскольку они не намерены отказываться от того, чтобы доллар продолжал выступать в качестве международного платежного и резервного средства.

В настоящее время роль золота и СДР несопоставимо малы по сравнению с американским долларом. В последние годы отмечены настоящим взрывом официальных резервных авуаров. Это произошло в результате массивных интервенций ЦБ, направленных на регулирование валютных рынков в рамках соглашений «G-7». Резервы на сегодня сконцентрированы в развитых странах (63%). Среди развивающихся стран доминирует Китай. Снижается доля золота, доллар пока занимает доминирующие позиции на мировых валютных рынках, повышается роль евро и иены.

### **3.2. Платежный баланс и механизм его выравнивания**

Платежный баланс (ПБ) суммирует международные операции между резидентами своей страны и резидентами других стран. Текущий ПБ суммируют реальные сделки или операции, происходящие в стране в течение года. Он учитывает торговлю товарами и услугами, процентные и иные доходы, трансферты. Дебетовые записи отражают выплаты отечественных резидентов иностранным, а кредитовые — выплаты иностранных резидентов отечественным. Баланс капитала отражает движение прямых и портфельных инвестиций и внешние займы. Баланс для текущих платежей и капитала называют базисным балансом. Он является мерой долгосрочной международной экономической стабильности страны.

**Схема ПБ по текущим и капитальным статьям и расчет итогового сальдо**

**А.** Счет текущих операций (товары, услуги, трансферты, проценты и пр.). Итог (сальдо).

Счет операций с капиталом:

**В.** Долгосрочный капитал (инвестиции и кредиты).

**С.** Краткосрочный капитал

**Д.** Ошибки и пропуски. Итог (A+B+C+D).

Способы финансирования:

**Е.** Компенсационные статьи

**Ф.** Чрезвычайные источники покрытия

**Г.** Валютные резервы (A+B+C+D+E+F+G — расчетный баланс).

Счет операций с официальными резервами:

**Н.** Итоговое изменение резервов (золото, СКВ, СДР, резервная позиция в МВФ, кредиты МВФ).

**Итого 0** (счет текущих операций + счет операций с капиталом = изменение объема резервных активов)

Основные различия между расчетными и платежными балансами:

В расчетный баланс (РБ) включаются требования и обязательства страны к загранице, в т.ч. непогашенные; в ПБ входят только фактически произведенные поступления и платежи;

В РБ отражаются все полученные и предоставленные кредиты, в т.ч. непогашенные, которые не включаются в ПБ;

Конечное сальдо — активное или пассивное — платежного и расчетного баланса не совпадают и обычно противоположны;

В ПБ включаются только оплаченные экспорт и импорт, а расчетный охватывает и неоплаченную часть текущих операций, осуществляемого в кредит.

Пути корректирования неравномерного ПБ:

- ограничение импорта;
- коррекция внутренних перекосов;
- изменение валютного курса.

При определении сальдо ПБ его статьи подразделяются на основные и балансирующие. В числе основных статей — операции, влияющие на сальдо ПБ и обладающие относительной самостоятельностью: текущие операции и движение долгосрочного капитала. К балансирующим статьям относятся операции, не имеющие самостоятельного значения: движение валютных резервов, изменения краткосрочных активов, отдельные виды иностранной помощи, внешние государственные займы, кредиты международных организаций.

В 50–60-х гг. США покрывали до 70–80% своего дефицита в долларах, а после отмены конверсии в золото в 1971 г. — до 100%. Это привело, в конечном счете, к избытку долларов в международном обороте, их обесцениванию (особенно в 70-е годы). Другие государства, чтобы погасить дефицит ПБ, должны были эту валюту «зарабатывать» путем экспорта части национального богатства.

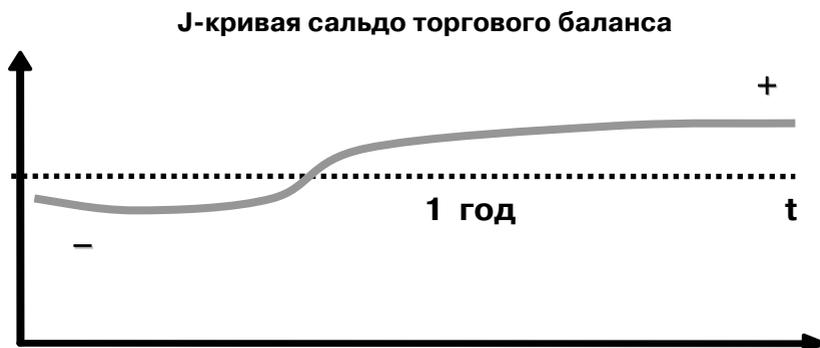
Новым способом покрытия пассивного сальдо ПБ стали краткосрочные кредиты по соглашениям «своп», взаимно предоставляемые центробанками в национальной валюте. Вспомогательным средством балансирования ПБ является продажа иностранных и национальных ценных бумаг за инвалюту, размещая их в ЦБ других стран. Например, США частично погашают пассивное сальдо своего ПБ, размещая облигации казначейства в центробанках других стран. К временным методам покрытия дефицита ПБ относятся также льготные кредиты, полученные по линии иностранной помощи со стороны других стран ценой политических и экономических уступок.

Окончательным методом балансирования ПБ является использование страной своих официальных золотовалютных резервов, а

Таблица 3.2

**Платежный баланс России в 1999–2002 гг.,  
в млрд. долл.**

	1999	2000	2001	2002
<b>Счет текущих операций, из них</b>	24,6	46,3	34,5	31,7
<b>Торговый баланс</b>	36,1	60,7	47,8	45,3
<b>Баланс услуг</b>	-4,4	-7,8	-9,0	-8,7
<b>Баланс инвестиционных доходов (проценты, дивиденды)</b>	-7,9	-6,9	-4,0	-4,7
<b>Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами</b>	-16,0	-21,0	-17,7	-11,6
<b>Капитальные трансферты</b>	-0,3	11,0	-9,4	-6,4
<b>Всего обязательства (– снижение; + рост), в т.ч.:</b>	1,5	-11,5	-5,0	0,3
<b>госсектора</b>	0,0	-14,7	-12,9	-12,6
<b>частного сектора</b>	1,5	3,2	7,9	13,0
<b>Всего активы (кроме резервных) + снижение; – рост, в т.ч.:</b>	-17,1	-20,4	-3,1	-5,4
<b>госсектора</b>	-1,3	-1,6	10,1	11,4
<b>частного сектора</b>	-15,8	-18,8	-13,2	-16,8
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	-6,9	-9,3	-8,5	-8,7
<b>Изменение валютных резервов (– рост)</b>	-1,8	-16,0	-8,2	-11,4



главным средством служат резервы СКВ. С 70-х гг. для приобретения инвалюты, необходимой для покрытия дефицита ПБ, стали применяться СДР путем перевода их со счета одной страны на счет другой страны в МВФ.

Если расчетный баланс (соотношения требований и обязательств безотносительно какой-то даты) активный, то страна является нетто-кредитором, если пассивный, то это страна-должник. Дефицит в стране ключевой валюты есть «дефицит без слез», если валюта используется как средство международных расчетов.

Критики из стран с положительным сальдо ПБ обвиняют США в том, что они «завтракают бесплатно» благодаря тому, что весь мир держит банковские депозиты в долларах и тем самым финансируют американский дефицит. Постоянный устойчивый дефицит ПБ США может привести к ускорению инфляции в мире, т.к. другие страны, покупая доллары, выбрасывают свои валюты, происходит рост денежной базы в странах-покупателях долларов и предложение денег.

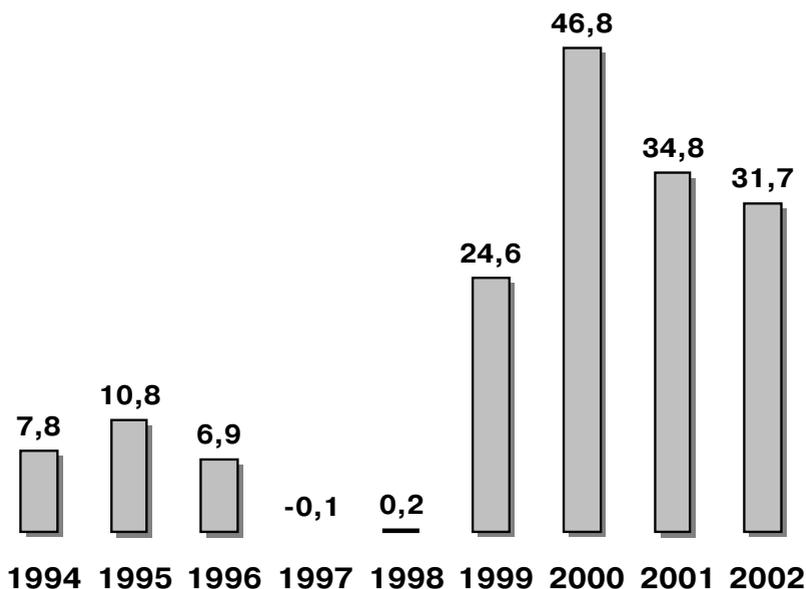
Как изменение валютного курса отражается на торговом балансе? С наибольшей вероятностью, падение стоимости национальной валюты всегда влечет за собой улучшение торгового баланса и баланса по текущим операциям, особенно в долгосрочной перспективе. Эластичность экспорта и импорта к изменению валютного курса достаточно высока, и это обеспечивает стабилизацию торгового баланса.  $TБ = P_{Ex} \times Ex - P_{Im} \times Im$  — формула изменения текущего ба-

ланса, где  $P$  — цены экспорта и импорта в национальной валюте. Торговый баланс имеет отрицательное сальдо в течение нескольких месяцев после девальвации, а затем может произойти улучшение его состояния, которое преобладает некоторое время (рис.3.1).

Рассмотрим пример: поставки из Британии в США компьютеров по цене 100 фунтов за штуку (100 комп. x 100 фунтов = 10000 фунтов или 15000 долл. при курсе 1,5 долл. /фунт). Если фунт будет девальвирован, а цена в фунтах без изменений, то реальный объем экспорта повысится, т.к. английские компьютеры станут дешевле на других рынках и спрос на них будет расти (хотя выручка в долларах снизится: при новом курсе 1,2 долл. /фунт, объем поставок 12 тыс. долл.). В тоже время импорт американских товаров будет дороже. Положительное изменение баланса будет тем больше, чем выше условия эластичности спроса на экспортно-импортные товары в данной стране. На рис. 3.2. хорошо

**Рисунок 3.2**

**Динамика сальдо счета текущих операций,  
в млрд. долл. США**



видно, как эффект девальвации рубля после кризиса 1998 жг. проявился в улучшении счетов текущего ПБ, прежде всего, за счет роста экспорта и снижения импорта.

### **3.3. Кризис международной ликвидности**

До 1958 г. США были свободны от ограничений платежного баланса во внешней политике. Они были в состоянии помогать Европе и Японии посредством инвестиций, торговых преимуществ. После 1958 г. ПБ США стал отрицательным, в этих условиях иностранные резервы в долларах резко возросли. В середине 60-х гг. актив торгового баланса США стал сокращаться, и это является самым ярким свидетельством быстрой смены того, что называли долларовым голодом на долларовое пресыщение. Основой этого было восстановление экономик стран — партнеров США в Западной Европе и Японии. По существу, после 1958 г. между тремя ведущими центрами была заключена сделка, отчасти по экономическим, но в большей степени по политическим причинам.

Страны Западной Европы (особенно ФРГ) и Япония согласились финансировать дефициты ПБ США и, таким образом, этот процесс стал способом поддержания системы международной безопасности и международного экономического порядка. США проводили с конца 50-х годов политику за счет иностранного официального кредита, а с 80-х годов они делали это за счет иностранного частного кредита. Только таким образом США финансировали военное присутствие за рубежом и внешнюю помощь. Однако внутри нее была заложена «бомба», которая поставила под угрозу жизнеспособность международного порядка. С одной стороны, международная роль доллара как валюты резервов, сделок, инвестиций давала США огромные политические и экономические привилегии. С другой стороны, США не могли девальвировать доллар против других валют для улучшения своего торгового баланса и ПБ без согласия своих торговых партнеров.

Но когда в конце 60-х гг. возникла реальная угроза девальвации доллара, мировые валютные рынки стали испытывать давление со стороны спекулянтов. Это проявилось, в частности, в следующем:

- «Золотая лихорадка» или бегство от неустойчивых валют к золоту и периодическое повышение его цены. Массовая девальвация валют в 60-е гг. вызвала приступ золотой лихорадки, которая обнажила слабость доллара. Владельцы долларов стали отдавать предпочтение золоту, что вызвало рост цен на него.

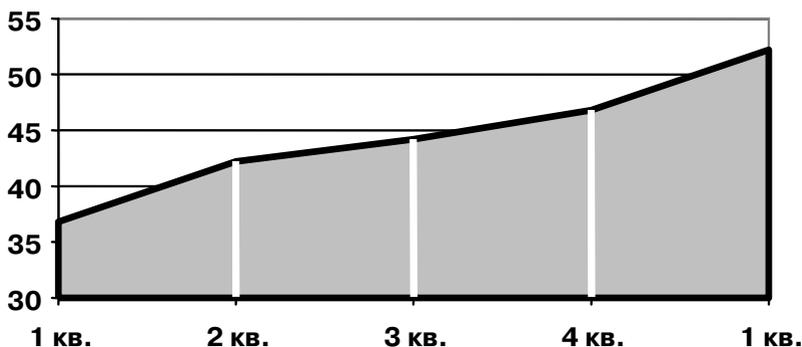
- «Валютная лихорадка» — перемещение «горячих денег», массовая продажа неустойчивых валют в ожидании их девальвации, игра на повышении сильных валют-кандидатов на ревальвацию. Например, повышенный спрос на марки в конце 60-х гг. был вызван её ревальвацией, поскольку её официальный курс был занижен. Спекулятивный бум охватил банки: массовая скупка марок за доллары на сумму 1 млрд. марок, что вызвало повышение её курса. И официальный курс был повышен 24 октября 1969 г с 4 до 3,66 марок за доллар.

- Массовые изменения курсов ведущих валют; обострение проблемы международной валютной ликвидности, т.е. пользование в международном торгово-платежном обороте удовлетворительными платёжными средствами.

Валютный кризис достиг кульминации весной—летом 1971 г., когда в его эпицентре оказалась резервная валюта — доллар. К 1971 г. покупательная способность доллара снизилась на  $\frac{2}{3}$  по сравнению с 1934 г. К тому же США имели хронический дефицит ПБ (71,7 млрд. долл.). Рыночная цена золота повысилась до 44—50 долл. Паника охватила фондовые биржи — снижение курса ценных бумаг в ожидании изменения курсовых соотношений валют.

Средневзвешенная величина девальвации доллара достигла 10—12%, а в 1973 г. — повторная девальвация на 10% и повышение официальной цены золота на 11,1% (с 38 до 42 долл.). Ведущие развитые страны подписали Парижское соглашение (16,03,1973) о переходе от фиксированного к плавающим валютным курсам. В условиях мирового экономического кри-

**Золото-валютные резервы Банка России  
в 2002–2003 гг. (поквартально)**



зиса 1974/75 гг. колебания курсов валют достигала 20% в год. Политика США в 70-е гг. была направлена на снижение курса доллара в борьбе за мировые рынки сбыта. Покрывая дефицит текущего ПБ национальной валютой, наращивая внешний долг, США использовали кредиты других стран для решения своих внутренних проблем.

Признаком кризиса ликвидности на уровне отдельной страны является нарушение графика платежей по обслуживанию долга. Например, в 1982 г. — кризис доверия странам третьего мира (о своей неплатежеспособности в течение короткого периода объявило 40 развивающихся стран). Кредиторы приостановили новое кредитование и требовали возврата долгов. Чтобы преодолеть кризис задолженности, РС нужно было достичь кредитоспособности. Только к концу 1987 г. после, того, как банки образовали крупные резервы для страхования сомнительных долгов, этот кризис перестал угрожать нормальному функционированию мировой валютной и кредитной системы. Во второй половине 80-х гг. ВВП и экспорт стран-должников рос более высокими темпами, поэтому показатели соотношения долга, ВВП и экспорта возвратились к уровню начала 80-х гг. (в 1992 г. норма обслуживания долга составляла

15% против 18,6% в 60-е гг.). В начале 90-х гг. РС стали чистыми получателями финансовых ресурсов.

Для многих развивающихся стран со средним уровнем развития задолженность перестала препятствовать доступу на международный рынок ссудных капиталов. Другой положительной тенденцией является рост потоков государственной помощи в виде даров или новых займов.

В частности, в два раза увеличилась японская помощь. Усилился также приток прямых инвестиций. Его величина в начале 90-х гг. в три раза превышает уровень 1986 г. Часть прямых инвестиций была обеспечена за счет обмена долга РС на активы компаний.

В России проблема международной ликвидности связана с величиной внешнего долга и слабой привлекательностью для иностранных инвесторов. Эта ситуация усугубляется неучтенной величиной экспорта и импорта, ростом нелегального вывоза капитала («утечка капиталов»). Получение новых кредитов у МВФ обуславливалось все более жесткими условиями, что настоятельно требовало активизации экономических реформ и повышения темпов экономического роста.

## Глава 4 Проблема внешнего долга

### ***4.1. Истоки кризиса задолженности в 80-е гг. XX в.***

В начале 80-х годов проблема ликвидности в мировом хозяйстве обострилась: в 1982 г. Мексика, а за ней ряд других латиноамериканских стран заявили о невозможности выплачивать долги по графику и обратились к кредиторам с просьбой провести реструктуризацию внешнего долга на многосторонней основе путем коллективных переговоров на Лондонском совещании в верхах в июле 1983 г.

Угроза банкротства нависла над многими крупными банками, особенно американскими. Только к концу 1987 г., после того, как банки образовали крупные резервы для страхования сомнительных долгов, кризис платежеспособности перестал угрожать нормальному функционированию мирового финансового рынка.

Рассмотрим истоки этого кризиса? До 70-х гг. развивающиеся страны привлекали преимущественно средства из официальных источников, в т.ч. безвозвратные субсидии в значительных размерах. Только отдельные крупные банки, обычно британские, имели спорадические кредитные отношения с этими странами. Ко второй половине 70-х годов их роль возросла. Относительно небольшие группы, главным образом, американских банков стали активно искать клиентов в РС. Банки кредитовали правительства, другие банки и компании под государственные гарантии. Займы предоставлялись синдикатами (английскими и американскими). Европейские банки были менее активными в кредитных операциях в развивающихся странах, что объяснялось более жестким регулированием банков в Западной Европе. Реальные учетные ставки на эти займы в течение 1972–1976 гг. были отрицательными, что стимулировало спрос.

Однако за 70–80-е гг. долг увеличился почти на 700 млрд. долл., т.к. многие РС вышли на мировой рынок ссудного капитала (произошло увеличение их долга с 8,7 млрд. долл.

в 1955 г. до 1190 млрд. долл. в 1987 г.). Во многих случаях, средства, мобилизованные на рынках ссудного капитала, шли на финансирование текущих расходов правительства и оплату старых долгов. Имеющиеся оценки показали, что в структуре внешнего долга РС на долю займов промышленного назначения приходилось около 25%; около 40% шло на покрытие расходов центрального правительства, а остальная часть шла на займы государственных и полугосударственных финансовых учреждений и банков (Аргентина, Колумбия, Перу и Ямайка). В 1973–1982 гг. 80% займов шло на компенсацию роста цены нефти и резких колебаний экспортных доходов. В географическом отношении основная доля международного банковского кредитования приходилась на Латинскую Америку, в т.ч. на Мексику, Бразилию, Аргентину и Венесуэлу  $\frac{1}{3}$  всех банковских кредитов в 1982 г.; доля Восточной Азии стабильна — одна третья часть<sub>4</sub>, а на долю Африки — 10%.

**Таблица 4.1**

**Платежи процентов по долгам  
(как доля от экспорта товаров и услуг), в %**

	1978	1980	1982
<b>Все РС</b>	8	11	17
<b>Мексика</b>	20	20	31
<b>Бразилия</b>	24	32	50
<b>Аргентина</b>	11	22	52
<b>Республика Корея</b>	6	12	14

Источник.: The Times. 1984. April 12.

Начало 80-х гг. совпало с выплатой основной части долга РС. Норма обслуживания долга (отношение платежей по обслуживанию долга к экспортной выручке) поднялась с 10% в середине 70-х гг. до 40% для большинства РС (табл. 4.1).

Экспортное покрытие задолженности латиноамериканских стран, т.е. сопоставление обязательств в инвалюте с объемом эк-

спорта) было очень низким (более 100%), отсюда -- нарастание кризиса задолженности. Рост задолженности РС привел к тому, что все большая часть новых займов шло на рефинансирование прежних долгов, на выплату процентов по ним и возврата основного госзайма. По данным Мирового Банка, из 40 млрд. долл., полученных этими странами в 1983 г., только 1 млрд. долл. остался в их распоряжении, а остальная сумма пошла на рефинансирование прежних займов.

В период экономического кризиса 1980–1982 гг. резко подскочили учетные ставки в США (70%), что обусловило приток капиталов в эту страну. Это привело к росту процентных платежей по старым долгам в 3,5–4 раза. В 1982 г. 34 страны просрочили выплаты по долгам (Аргентина, Бразилия, Чили, Эквадор, Мексика и другие). Рост задолженности способствовал сокращению государственных валютных резервов РС. К тому же в середине 80-х цены на минеральное сырье резко упали, возвратившись к уровню начала 60-х гг. Экспортные доходы нефте-импортирующих стран уменьшились на одну четверть, что привело к снижению нормы накопления, темпов экономического роста и росту инфляции. Особый ущерб потерпели страны тропической Африки и Латинской Америки. За 1979–1983 гг. число случаев неплатежей возросло до 50, охватив 28 государств — заёмщиков. Чистый отток средств из развивающихся стран за 1983–1990 гг. составил 174 млрд. долларов. Лишь с 1987 гг. прирост внешнего долга существенно снизился, уменьшившись к 1992 г. на 116 млрд. долл. по сравнению с 352 млрд. за предыдущее пятилетие; в начале 90-х гг. выплаты частным кредиторам составляли  $\frac{2}{3}$  общей суммы платежей, а официальным —  $\frac{1}{3}$ .

В 90-е гг. появилась новая группа должников — страны СНГ. Их внешняя задолженность в 1992 г. достигла 80 млрд. долларов. На сегодня большой долг имеют Бразилия (более 100 млрд. долл.), Мексика. Внешний долг Индии, Индонезии, Аргентины и Китая от 50 до 80 млрд. долл. Далее Южная Корея, Нигерия, Филиппины, Венесуэла (по 30 млрд.).

**Таблица 4.2**

**Долговые обязательства  
развивающихся стран и переходных экономик  
перед банками развитых стран  
(на 1 января 1999 г.), в млрд. долл.**

<b>Регионы и страны</b>	<b>Сумма долга</b>
<b>Азия, в т.ч.</b>	693,5
<b>Азия-5</b>	210,4
<b>Китай</b>	174,6
<b>Гонконг</b>	59,3
<b>Латинская Америка, в т.ч.</b>	295,7
<b>Аргентина</b>	60,2
<b>Мексика</b>	62,9
<b>Бразилия</b>	84,6
<b>Переходные экономики</b>	133,5
<b>Россия</b>	76,0
<b>Ближний Восток</b>	57,3
<b>Африка</b>	58,3
<b>Все страны</b>	1185,1

#### **4.2. Способы обслуживания внешнего долга**

Во второй половине 80-х гг. была выработана политика совместного снижения задолженности целого ряда стран, на которые в совокупности приходилось свыше 70% внешнего долга.

Первый вариант касался официальных кредиторов. Первые условия переоформления задолженности в рамках Парижского клуба были приняты в Торонто (1988 г.). Либо списание долга на  $\frac{1}{3}$  либо пониженные процентов (на 3,5 п.п. ниже рыночной или половина рыночной ставки). 29 стран-должников реструктурировали внешнюю задолженность объемом 5,9 млрд. долл.

Лондонские условия (1991–1994 гг.): установление трехгодичного периода, после которого кредиторы фиксируют четкость исполнения программы МВФ страной должником, а также заключение соглашений с другими кредиторами на условиях, не хуже существующих договоренностей по переоформлению задолженности официальным кредиторам. Всего 23 страны реструктурировали свой долг на сумму 9,1 млрд. долл.

Неапольские условия (с декабря 1994 г.): получение должником отсрочки выплаты основной части долга сроком до трех лет. Эти условия распространяются на страны со среднегодовым ВВП на душу населения менее 500 долл. (норма обслуживания: 350% к уровню экспорта). При этих условиях допускается списание общей величины долга или процентных выплат до 67%.

Хьюстонские условия (с 1990 г.): страны — должники Парижского клуба со средним уровнем дохода производят конверсию долгов в акции, национальную валюту или обменивать долги по рыночному курсу для вложения их в национальные фонды на различные благотворительные цели. Среди кредиторов активно конвертировали свои кредиты Франция (974 млн. долл.), Швейцария (726 млн. долл.), Бельгия (151 млн. долл.) и Германия (130 млн. долл.).

Второй вариант — реструктурирование коммерческого долга. Переоформление задолженности коммерческим кредиторам путем выкупа долговых обязательств с дисконтом со вторичного рынка странами с низким уровнем дохода за счет средств Фонда МАР, со-

кращения задолженности или конверсии долгов, путём снижения долга и его обслуживания в рамках плана Брэйди (1989 г.)<sup>1</sup>. В ряде случаев должнику предоставляется право выкупа своих долговых обязательств по пониженной цене. В Латинской Америке был использован следующий вариант: обмен долга на долгосрочные госбумаги стран-должников (*brady bonds*) с условием создания этими странами страховых фондов в американских казначейских векселях. С середины 80-х гг. функционирует вторичный рынок долговых обязательств РС. Продажи на нем долгов осуществляется со скидкой, размеры которой зависят от платежеспособности страны.

Поддержка по линии Фонда осуществляется при выполнении страной-должником следующих условий: наличие программы стабилизации экономики, согласованной с МАР; наличие стратегии управления внешним долгом. На конец 1994 г. по линии Фонда МАР профинансировано с прочими донорами из числа международных финансовых организаций операций на сумму, эквивалентную задолженности в 815 млн. долл.

**Конверсия долгов.** Активизация операций произошла после усиления интереса коммерческих банков (Ситикорп) к данной программе с мая 1987 г., а пик популярности — начало 90-х гг. Перевод долгов в акции страны-должника прибыльно до тех пор, пока их национальная стоимость ниже мировой. Перевод долга в национальную валюту (долг для развития).

Государства-должники приняли на себя обязательства: переход к рыночным валютным курсам, процентам, ценам и зарплате; жесткая кредитно-денежная политика; структурные реформы. В

---

<sup>1</sup> План означал принятие страной-должником одобренной МВФ и Всемирным Банком национальной программы экономического развития.

Опция А: выкуп страной-должником части своих обязательств по ценам ниже вторичного рынка (10–15% суммы долга). Опция В: обмен долга (основной суммы и процентов по нему) на равные по номиналу или дисконтные облигации с длительным сроком обращения и льготным периодам выплаты процентов. Опция С: обмен части долговых обязательств и процентов по ним на национальную валюту должника (с целью создания в этой стране благотворительных фондов) или акции национальных компаний. Банки кредиторы могут выбирать одну опцию или меню (набор). К концу 1995 г. число стран в рамках плана Брэйди достигла 23.

этом случае МБРР и МВФ рассматривали вопрос о предоставлении им дополнительного кредитования и принимали меры к финансированию со стороны неофициальных кредиторов. К числу таких мер относится разработка своего рода «бизнес-планов» финансовой стабилизации для стран-реципиентов, оказание им технического содействия. Участие этих институтов было максимальным для наименее развитых стран.

Для прочих стран решаются преимущественно текущие проблемы ПБ. Под эгидой МВФ в 1993/94 фин. году десятки стран-должников достигли соглашения с Парижским клубом. Достижение согласованной позиции по ключевым направлениям экономической политики, одобрение новых кредитов бреттон-вудскими институтами есть сигнал к реструктуризации официальных долгов и предоставление новых займов.

Основной урок для стран-заёмщиков из опыта конца 80-х — первой половине 90-х гг., что приток капитала извне, тем более по линии официальных кредиторов, не способен заменить национальную политику, направленную на стимулирование внутренних сбережений и эффективное использование инвестиций. Оптимальная структура экономической политики, кредитуемой бреттон-вудскими институтами, включает в себя:

- сокращение бюджетного дефицита, реформу налогообложения, уменьшение государственного субсидирования;
- структурную реформу, в т.ч. широкую приватизацию, поощрение открытости национальной экономики, оптимизация ценовой структуры;
- институциональную реформу, в т.ч. стимулирование развития финансового сектора, фондового рынка;
- либерализация иностранных портфельных инвестиций, репатриация прибылей иностранными инвесторами.

Стабилизационная политика, структурные преобразования неизбежно влекут перераспределение доходов, что обостряет проблему бедности. В связи с этим МВФ предоставляет техническую помощь на направлениях социальной защиты (например, была предусмотрена бюджетная компенсация пенсионерам, безработным, малоимущим роста цен на хлеб в Казахстане и Киргизии).

Качественные оценки приводят к выводу, что программы эффективны в тех случаях, когда страны — реципиенты последовательно их реализуют (Южная Корея, Турция). Если страны меняют направления реформ до выполнения адаптационной программы (Боливия, Сенегал), эти программы не приносят ощутимого успеха. К внешнему фактору успеха относится способность самих институтов корректировать собственную политику с учетом экономической ситуации в стране-реципиенте.

Решение проблемы внешнего долга должно быть также согласовано с реструктуризацией внутреннего долга. Внешние кредиторы не должны получать чрезмерное превосходство или старшинство.

Наиболее критическим аспектом решения долговой проблемы является временная приостановка платежей по долгу, что помогает приостановить девальвацию валюты, приступить к исполнению программы приспособления и организовать переговоры кредиторов-дебиторов. Проведя организованно реструктуризацию долга, это позволит достичь лучших результатов для всех сторон.

Чтобы быть эффективной, приостановка должна происходить в правильно выбранное время. Необходимо брать в расчет три фактора. Первое — правительства могут отложить объявление приостановки выплаты долга, боясь потерять доверие и кредитоспособность и, т.о., значительно уменьшить выгоды (как это было в Восточной Азии в 1997 г.). Второе — необходимо препятствовать правительству-дебитору со слабой репутацией использовать приостановку; это возможно только в исключительных обстоятельствах и в чрезвычайном положении. И третье — необходимо приостановить на возможно ранней дате, так чтобы все (или большинство кредиторов) разделили издержки реструктуризации.

### ***4.3. Роль реструктуризации долга и предоставление пакета помощи***

Реструктуризация долга и пакеты помощи (rescue packages) призваны помочь некоторым странам, попавшим под воздействие финансового кризиса, компенсировать нехватку частного внешнего финансирования. Рассмотрим это на примере некоторых стран и регионов в середине 90-х гг. XX в.

Страны Восточной Азии, кроме Индонезии, продолжали обслуживать свой долг, которые пересмотрели условия выплаты долга кредиторам Парижского клуба. Ситуация в России оставалась трудной. Обслуживание долга в значительной мере производилась за счет бюджетных средств, а власти столкнулись со значительными трудностями в выработке программ приспособления. Кризисные страны достигли значительного прогресса в рефинансировании внешнего долга внутренних банковских систем, частично благодаря тому, что ограниченное число кредиторов и дебиторов ускорили переговоры. Был достигнут меньший прогресс в реструктуризации внешнего долга корпоративного сектора.

Официальная поддержка кризисных стран смягчила системный кризис и уменьшила издержки приспособления. С августа 1997 до декабря 1998 гг. международное сообщество решило выделить почти 190 млрд. для Таиланда, Кореи, Индонезии, России и Бразилии. Суммы выплат согласно пакетам помощи зависели от выполнения реформ.

Эффективность пакета помощи и реструктуризации долга близко связаны. В Корею и Таиланде реструктуризация долга банковской системы и выплаты, согласно программе реформ, происходили быстро и, хотя рецессия была глубже, чем ожидалась, восстановление происходило также очень быстро. Так как распределение бремени частных кредиторов банковских систем было меньше, чем других кредиторов и держателей акций, растет беспокойство, что пакеты помощи увеличивают *moral hazard* в специфических сегментах заемщиков и кредиторов. В Индонезии трудности выполнения политики затормозило выплаты согласно пакетам помощи. Для России выплаты были приостановлены. Прогресс в реструктуризации долга был ограничен в обеих странах, и они оставались в длительной рецессии.

**Реструктуризация долга.** Разрешение финансовых кризисов часто, но необязательно, требует некоторых форм реструктуризации. Опыт Латинской Америки, также как и недавние кризисы, показал, что многие страны испытывают трудности в полном обслуживании существующего долга, когда новое финансирование исчезает.

Из 56 кризисов платежных балансов с 1970 г. 35 сопровождались либо реструктуризацией долга, либо увеличением задолженности. В интересах как кредиторов, так и дебиторов гарантировать согласованную и организованную реструктуризацию долга, прежде всего, чтобы избежать дефолта, который влечет потери для кредиторов и сокращение финансирования дебиторов. Учитывая существенные риски международных банков в отношении развивающихся стран и заинтересованность в их политической стабильности, правительства кредиторов играют важную роль в содействии переговоров по долгу.

Один критический аспект финансового кризиса 1997–98 гг., который отличает его от наиболее ранних — важная роль внешнего долга частного сектора. На частный сектор приходилось 60% общего долга в Индонезии, 69% — в Таиланде и 90% -- в Корее. Реструктуризация трансграничного долга, принадлежащего частному сектору, может быть затруднено из-за отсутствия универсально признанной основы для банкротства. Отсутствует механизм, относящийся к платежам по долгу частного сектора, аналогичный по платежам суверенного долга (такие как, Парижский клуб по официальному долгу и более неформальный Лондонский клуб— типа консорциума коммерческих банков, который имеет отношение к пересмотру суверенного долга).

**Суверенный долг.** Долг общественного сектора играет только ограниченную роль в проблемах, с которыми столкнулись страны, наиболее пострадавшие от финансовых кризисов (кроме России). Корея и Таиланд имели относительно небольшой размер госдолга и здоровую бюджетную позицию, так что даже серьёзное прерывание внешнего финансирования не угрожало способности правительства делать платежи по обслуживанию долга. Но управление суверенным долгом остается критическим вопросом для обеспечения устойчивости потоков капитала, и несколько РС предприняли шаги по усилению своих действий в области управлением долга (Дополнение 4.1).

**Индонезия.** Среди кризисных стран Восточной Азии, у этой страны была самая значительная величина внешнего госдол-

### **Дополнение 4.1 Преимущества хорошего управления долгом**

В течение последнего десятилетия происходящие долговые кризисы в РС имели повышенное осознание необходимости поддерживать приемлемый уровень долга. Это потребовало достижения баланса между сокращением риска и издержками, и углубление внутренних рынков, чтобы сократить чрезмерную зависимость от иностранного финансирования. Диверсификация источников иностранного финансирования также важна. Однако, слишком часто с растущим доступом к иностранному рынку капитала, выбор валюты и сроков погашения внешнего долга РС руководствуются скорее краткосрочными, нежели долгосрочными стратегиями.

РС особенно подвержены изменчивости глобальных рынков из-за их огромных накопленных иностранных долгов. Заявленные внешние долги, а также гарантированные государством обязательства РС в настоящее время более, чем в 2,5 раза больше их международных резервов. Шестьдесят процентов этих обязательств — по плавающим процентным ставкам (в основном индексированные по LIBOR) а 20% всех обязательств (включая также частный сектор) — краткосрочный, со сроком погашения меньше года. Также недавний отчет Мировой банк показал, что 70% суверенных заемщиков в развивающихся странах не страхуют свои процентные или валютные риски.

Аргументы в пользу активного управления задолженностью убеждают: диверсификация портфеля, улучшение кредитного рейтинга, и вовремя сделанные платежи по обслуживанию долга всегда приводят к понижению издержек заимствования. Средний уровень спреда по евробондам зарождающихся рынков для 17 главных заемщиков сейчас превышает 500 basis points. Уменьшение наполовину этого спреда со временем сэкономило бы 42 млрд.долл. в год, что эквивалентно 3% стоимости экспорта этих стран и 1% их ВВП.

Несколько РС, включая Аргентину, Бразилию, Колумбию, Чехию и Венгрию среди тех, которые избрали стратегический подход в управлении долгом. Хотя каждый заемщик уникальный и руководствуется различным набором предпочтений риска (risk preferences), существует несколько общих принципов для стратегии управления долгом. Первичные цели — улучшение кредитных рейтингов, ограничения влияния изменчивости глобальных рынков, сохранение доступа к международным рынкам капитала и минимизирование издержек заимствования.

Прежде всего, страны должны следовать инициативе управляющих долгом (менеджеров) из ПРС и увязывать процесс разработки бюджета и его финансированием (политику управления долгом), и устанавливать жесткие ограничения на заимствование, при которых госпредприятиям даны жесткие ограничения на суммы их заимство-

вания. Это поможет изолировать суверенное заимствование от различных давлений (например, от особых групп интересов), которые могут привести к чрезмерным и нежелательным долгам. Важно, чтобы политические цели стратегии управления долгом распространялись через средства сообщения и измерялись посредством ряда четко сформулированных количественных ограничений, таких как потолок на суммы займа или достижение заданного уровня.

Во-вторых, страны, которые придерживались стратегии эффективным управлением долга, полностью отдавали себе отчет, что восприятие платежеспособности (*creditworthiness*) иностранными инвесторами играет важную роль в определении доступности, стоимости и устойчивости капитала. Они понимают важность связи с рынком и необходимость регулярно информировать международное сообщество не только об общей экономической ситуации, но также о бюджете и своей политике, чтобы привлечь иностранных инвесторов.

В-третьих, чтобы смягчить воздействие рыночных шоков и избежать необходимости размещать долг, когда рынки неблагоприятны, ликвидные резервы должны поддерживаться на уровне равном  $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{3}$  от величины ежегодных внешних финансовых потребностей. В 1998 общие резервы (все из которых не могут быть ликвидными) в большинстве РС, основных заемщиков превышали этот уровень, и в некоторых случаях были даже намного выше чем оценка финансовых потребностей (подсчитанная как дефицит текущего ПБ плюс погашение долгосрочного долга плюс краткосрочный долг).

В-четвертых, уязвимость к огромным запасам краткосрочного долга, что было отличительной особенностью российского кризиса, должна преодолеваться. Опыт показывает что ограничение величины краткосрочного долга в общем портфеле может значительно сократить ролловерный риск (*rollover risk*). Аргентина была особенно в этом успешна, т.к. краткосрочный долг составлял только 3% общего долга, или менее 1% от ВВП.

В-пятых, источники финансирования должны быть диверсифицированы так, чтобы увеличить число как внутренних, так и иностранных инвесторов, которые держат внешний долг и, т.о., улучшит возможность для доступа ко всем рынкам. Это включает развитие рынка казначейских векселей.

В-шестых, использование схем гарантий должно быть ограничено так, чтобы они вмещали контингент внешних обязательств, а возможность правительства вынужденного абсорбировать (поглощать) значительные объемы частного долга должно быть значительно сокращено.

Источник: *Global Development Finance* 1999. Ch. 5. P. 85

га.(39% от суммы всего долга), и правительство было вынуждено пересмотреть график платежей. Установленные механизмы для урегулирования суверенного долга функционируют хорошо, а переговоры по урегулированию с общественными кредиторами были быстрыми. В сентябре 1998 г. Индонезия и её официальные двусторонние кредиторы согласились реструктуризировать или рефинансировать 4,1 млрд.долл. основных платежей в течение 11 лет, включая 3-х летнюю отсрочку. Планы правительства — достигнуть реструктуризации долгов коммерческих банков на сумму 263 млн. по их платежам.

**Россия.** Напротив, переговоры по долгу российского правительства шли долго и трудно вследствие необходимых огромных скидок, чтобы решить проблему и тех трудностей, с которыми столкнулись власти России в формулировании эффективной программы приспособления. Платежи по обслуживанию внешнего долга примерно соответствовали уровню доходов правительства, запланированных в бюджете. Учитывая неустойчивую ситуацию с долгом, в августе 1998 г. правительство объявило о 90-дневном моратории на почти 40 млрд.долл. на деноминированном в рублях их долге частным кредиторам, из которого иностранцам принадлежало 17 млрд.долл. по курсу, существовавшему до моратория. В ноябре 1998 правительство провозгласило, что Россия и иностранные банки достигли соглашения в целом по реструктуризации более чем 10 млрд. замороженному долгу Минфина. Согласно ему, иностранные банки получили бы 10% денежных выплат (наличными) в рублях, 20% — в ценных бумагах, которые можно обменять за налоговые долги или на долю в капитале российских банков, а оставшиеся 70% — на приносящие проценты деноминированные в рублях ценные бумаги. Не было решено, когда рублевые платежи могут быть репатрированы. К тому же, Россия испытала значительные трудности в обслуживании уже реструктурированного долга перед коммерческими банками и Парижским Клубом, унаследованного от бывшего СССР. И в конце года переговоры по этим долгам продолжались.

Россия не первая страна, объявившая мораторий на обслуживание долга; такие моратории объявлялись регулярно в пос-

ледние два столетия. Наложение взаимосогласованных мораториев можно рассматривать как эффективный чрезвычайный механизм: для частного долга, он позволяет взять время для проведения организованного банкротства в своей стране, а для общественного долга это дает властям время для организации усилий для реструктурирования долга. Исторические данные свидетельствуют, что некоторые страны, которые оказались в состоянии дефолта были исключены из рынка на длительное время. Например, страны, объявлявшие дефолт в XIX в., отрезались от внешнего финансирования на длительный период и, в конечном счете, принуждались к платежам на неблагоприятных условиях Страны в аналогичной ситуации в 30-е гг. XX в. также должны были ждать несколько десятилетий, прежде чем получали доступ к рынкам капитала. Однако, даже страны, которые обслуживали свой долг в течение этого периода, не могли заимствовать на международном рынке в течение долгого периода, частично отражая общее разочарование в предоставлении кредитов РС на волне дефолтов. Опыт стран Латинской Америки в первые несколько десятилетий после второй мировой войны также допускает, что нет особой разницы в допуске на рынок для правительств или частных заемщиков, объявлявших мораторий или дефолт. Международные кредиторы могут продолжить кредитование банкротов, т.к. рынок рассматривает улучшения в макроэкономической политике как достаточное, чтобы сгладить плохую репутацию вследствие дефолта.

#### ***4.4. Инициатива для бедных стран с целью облегчения долга***

В середине 90-х гг. XX в. международное сообщество признало, что ситуация с задолженностью для ряда стран с низкими доходами, в основном в Африке, стала чрезвычайно трудной. Без всестороннего облегчения долга большинство этих стран останется неопределенно долго зависимыми от финансирования в виде потоков по линии переоформления двустороннего официального долга, даже с продолжающимся концессиональным финансированием и выполнением ими

здоровой экономической политики. Начатая в 1996 г. Initiative for Heavily Indebted Poor Countries (НIPC Инициатива) впервые означала, что многосторонние организации (Парижский клуб), другие официальные и коммерческие кредиторы объединились в совместных усилиях, чтобы уменьшить накопленный долг самых бедных стран, больше всего страдающих от долга, до приемлемого уровня. Решающим для Инициативы являются продолжающиеся усилия стран дебиторов по макроэкономической стабилизации и проведение структурных и социальных реформ. Инициатива также стремится гарантировать дополнительное финансирование для социальных программ — включая базовое здравоохранение и образование. Помощь согласно НIPC Инициативе ограничена странами, попадающими под займы PRGF и MAP, которые добились определенных успехов в осуществлении политики. Это будет гарантировать эффективность стратегии облегчения долга. В настоящее время из 80 членов МВФ, на которые распространяется PRGF, около 37 стран могут рассчитывать на помощь согласно НIPC Initiative (табл.4.3).

**Таблица 4.3**

**Страны-бенефициарии в рамках НIPC Initiative**

Принятие решения на конец 2000 г.	Принятие решения на конец 2001 г. и позднее
Бенин; Боливия; Буркина-Фасо; Камерун; Чад; Кот-Дэ-Ивуар; Гвинея; Гвинея-Бисау; Гайана; Гондурас; Малави; Мали; Мавритания; Мозамбик; Никарагуа; Руанда; Сенегал; Танзания; Уганда; Замбия	Бурунди; ЦАР; Дем. Республика Конго; Конго; Эфиопия; Гамбия; Либерия; Мадагаскар; Мьянма; Нигер; Сан-Томе и Принсипи; Сьерра Леоне; Сомали; Судан; Того

Согласно первоначальной НIPC Инициативе страны, стремящиеся к облегчению долга, должны завершить квалификационный период в две стадии (равный 6 годам), прежде чем будет выплачиваться облегченный долг. В течение первой стадии (3 года) страны

должны работать с МВФ и Мировым Банком, чтобы добиться успешного выполнения экономической и социальной политики. Конец этого периода рассматривается «как точка для принятия решения», когда эти две организации вместе со страной-дебитором рассматривают долговое бремя, чтобы определить, действительно ли оно является «непосильным». Для большинства стран, на которых распространяется первоначальная НПС Инициатива, долг в целом рассматривался как непосильный, если он превышал 200–250% экспорта, а обслуживание долга превышало 20–25% экспорта. Но для страны с огромным экспортным сектором порог приемлемого долга может быть понижен. Для этого страна должна иметь долю экспорта в ВВП по крайней мере 40%, а бюджетные доходы как долю от ВВП около 20%. Если эти критерии выполнимы, то долг к экспорту для страны может быть установлен на уровне 280%, а отношение долга к бюджетным доходам на отметке, который был достигнут 3 года назад. Завершающая точка — это такая, на которой обещанное облегчение долга, принятое в начальной точке, действительно официально устанавливается. Период между двумя точками, согласно первоначальной НПС Инициативы, был сокращен до менее чем трех лет для стран с очень хорошими результатами исполнения.

В ответ на призывы для пересмотра Инициативы, чтобы обеспечить более глубокое, быстрое и широкое облегчение долга, МВФ и Мировой Банк пересмотрели её в начале 1999 г., проконсультировавшись с организациями гражданского общества и официальными лицами. В июне 1999 г. «Группа Восемь» (G-8) на Саммите в Кельне рекомендовала облегчить критерий приемлемости для большего числа стран. В сентябре 1999 г. Международный валютный и финансовый Комитет и Комитет развития одобрили расширение основы для НПС. Расширенная НПС Инициатива призвана обеспечить более глубокое облегчение долга путем понижения некоторых порогов:

- согласно внешнему «окну», отношение долга к экспорту установлено на уровне 150%, понизившись с 200–250%<sup>1</sup>;

---

<sup>1</sup> В переносном смысле под «окном» понимается ограниченный период времени, когда следует воспользоваться представившейся возможностью или она будет потеряна.

### **Дополнение 4.2**

Финансовые потоки согласно расширенной НРС Инициативы

#### **Первая стадия**

Страны в течение 3-х лет достигают хороших результатов и разрабатывают вместе с гражданским обществом программу-стратегию сокращения бедности; это является достаточным, чтобы достигнуть принятия решения

Парижский клуб обеспечивает финансирование согласно Неапольским условиям, т.е. обслуживание долга с целью снижения долга (на 67% сокращение по процентным платежам);

Другие коммерческие кредиторы также достигают аналогичные соглашения; Многосторонние кредиторы продолжают оказывать поддержку структурным преобразованиям на основе программ Мирового банка и МВФ.

#### **Вторая стадия**

Страны устанавливают вторую стадию путем осуществления политики, определенной при принятии решения (это есть сигнал для достижения изменчивой завершающей точки);

Мировой банк и МВФ предоставляют временную помощь;

Парижский Клуб обеспечивает финансирование согласно Кёльнским условиям (сокращение процентных платежей на 90%;

Все кредиторы продолжают финансирование для всестороннего сокращения бедности согласно программе, разработанной правительством совместно с гражданским обществом и сообществом доноров.

#### **Завершающая изменяющаяся точка**

Эта точка привязана к выполнению программы сокращения бедности, макроэкономической стабилизации и структурного приспособления:

все кредиторы обеспечивают помощь, определенную в начальной точке;

временное облегчение долга между этими точкам за счет этой помощи;

Все группы кредиторов обеспечивают равное сокращение своих требований согласно достигнутой установки.

Источник: IMF. Annual report 2000. Ch. 5. Poverty reduction and debt relief. P. 51.

- согласно фискальному «окну», отношение долга к бюджетным доходам сейчас 250%, понизившись с 280%;
- отношение экспорта к ВВП составляют 30%, снизившись с 40%, а доходы бюджета к ВВП составляют 15%, снизившись с 20%. Кроме того, сумма облегчения долга определенная на стадии принятия решения, основывается сейчас на фактических данных на этот момент, нежели на проекциях на момент завершающей точки.

Расширенная НПС Инициатива нацелена на более быстрое облегчение долга путем введения «плавающих» завершающих пунктов (окончательного принятия решения), не привязанных к жестким временным рамкам, а скорее сфокусированная на реформах. В дополнении к этому, согласно расширенной Инициативе, предусмотрено временное облегчение между двумя точками (т.е. начальной и завершающей)— облегчение долга будет представлено также быстро, как только будет достигнута завершающая точка. Основная цель — высвободить как можно больше фондов и более быстро, чтобы их перераспределить на сокращение бедности.

Расширение основы для НПС Инициативы также есть результат увеличения числа стран, которые попадают под эту Инициативу. Двадцать стран в конце 2000 г. уже попали под эту инициативу, что обусловлено прогрессом в выполнении программы МВФ и Мирового Банка и стратегии сокращения бедности, которая разрабатывается на национальном уровне.

При обсуждении расширения НПС Исполнительный Совет подчеркнул сохранение базовых элементов, которыми руководствовалась первоначальная Инициатива, включая участие всех кредиторов и поддержание финансовой целостности многосторонних институтов, поддержки политики адаптации и реформ. Директора также подчеркнули, что финансирование расширенной основы должно быть гарантировано, прежде, чем она начнет осуществляться (Дополнение 4.2).

## **Глава 5**

### **Беспорядки на финансовых рынках и пути их урегулирования**

Растет разрыв между бреттон-вудскими соглашениями полувековой давности и экономическими, политическими требованиями современного мира. Мы движемся от эры взаимозависимости — определяемой растущим экономическим взаимодействием государств — к эре глобализации. Быстрый прогресс в телекоммуникациях, информационных потоках и поездках более интенсивно приводят в движение феномен глобализации, который характеризуется ускорением взаимодействий между большим и растущим числом объектов вне контроля правительств.

#### **5.1. Либерализация финансовых потоков и угроза потрясений**

Финансовая глобализация занимает центральное место. Положительная оценка глобальных финансовых рынков — возможность для каждого предпринимателя защитить себя от риска изменений курсов валют и ставок процента. Отрицательная оценка — отсутствие информационной симметрии (одни лучше информированы других), не все операторы на рынке ведут себя в соответствии с принципом эффективности. Международная денежная и финансовая нестабильность представляется главной чертой финансовой глобализации.

Глобализация финансовых рынков влияет на развитие, так как финансы играют важную роль в экономическом росте и индустриализации. Растет глобальное предложение капитала и обеспечивается развитие внутреннего финансового рынка, что улучшает эффективность распределения, создает новые финансовые инструменты и повышает качество банковских услуг. Конкуренция исходит не только от внутренних банков, но и от иностранных банков и от небанковских финансовых посредников. Уполномоченные банки и, в случае с фондовыми рынками, другие агентства по мониторингу, укрепляют дисциплину путем оценки портфелей и их выполнения. Кроме

того, зарубежные финансовые институты не подрывают местные банковские системы; они редко доминируют и стремятся брать долгосрочные обязательства<sup>1</sup>.

Финансовые успехи на зарождающихся рынках в 90-е гг. делают либерализацию движения капитала привлекательной для развивающихся стран. Рынки кажутся стабильными и довольно дисциплинированными, и многие страны начинают рассматривать рекомендации по последовательной либерализации (начиная с введения регуляторов и укрепления банков и финансовых рынков). Некоторые страны начали терять контроль над потоками капитала и, хотя большинство сохраняют ограничения, некоторые отменили все из них (дополнение 5.1). Кроме того, открытость остается наиболее популярным мнением, когда сдерживать оттоки капитала становится все труднее, а преимущества притоков стали более очевидными.

Кризис в Восточной Азии в 1997 г. вызывает у политиков опасения относительно дальнейшей финансовой глобализации. Несколько наиболее успешных появляющихся экономик были повержены финансовыми беспорядками, связанными с этим кризисом. Фактически, издержки этого кризиса были намного выше, чем предыдущих финансовых потрясений. Но бюджетные издержки бледнеют в сравнении со снижением роста, увеличением бедности и неравенства, которые эти кризисы могут создать, особенно в городских регионах. Восточно-азиатский кризис внезапно поставил на повестку дня проблему последователь-

---

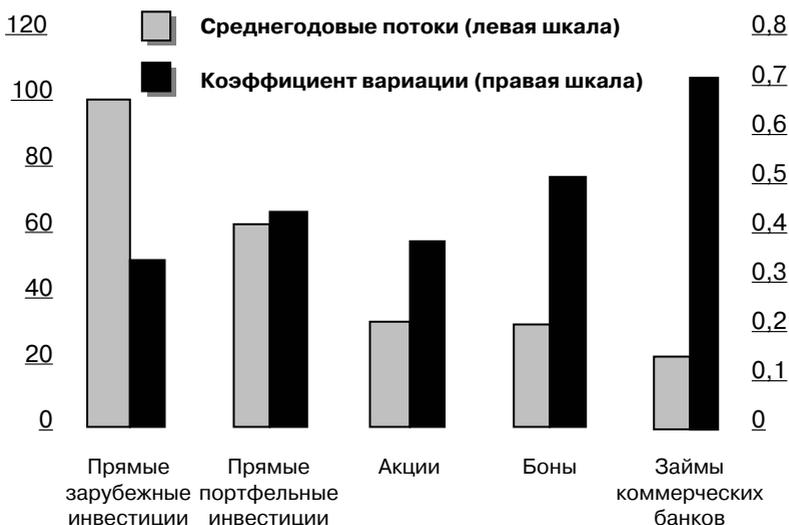
<sup>1</sup> До начала 90-х гг. ослабление финансовых ужесточений рассматривалось как способ поддержать рост, но это не считалось столь же важным, как другие факторы. Новое исследование изменило это представление. Развитие финансовых рынков, включая фондовый, рассматривается как значительно содействующий будущему росту, преимущественно через улучшение распределения ресурсов. Связь с ростом сильнее в одних регионах, чем в других, а хорошо регулируемая банковская система ускоряет рост. Доступность акционерного финансирования и венчурного капитала тесно коррелирует с промышленным прогрессом и особенно важно для небольших предприятий, которые разрабатывают новые технологии, и отраслей, которые сильно зависят от внешнего финансирования. Данные для пяти развитых стран за 1870–1929 гг. показывают, что финансовое посредничество стимулирует производство.

ности мер либерализации. Необходимо ответить на несколько вопросов. Какую роль может играть контроль над капиталом в минимизации потерь вследствие внезапного изменения настроения портфельных инвесторов? Является ли контроль над оттоком капитала желательным или даже возможным?

Подобно более ранним кризисам, этот восточно-азиатский кризис усилил привлекательность долгосрочного капитала, но с одним различием. До недавнего времени предпочитали долг акционерному финансированию или ПЗИ в основном из-за того, что они не хотели, чтобы иностранные инвесторы контролировали основные сегменты их экономики, а местные собственники ведущих корпораций боялись потери контроля. Настроение стало меняться, когда страны признали, что ПЗИ приносят не только капитал, но и технологии, доступ на рынок и опыт организации. Кроме того, прямые инвестиции более устойчивы, чем портфельные (рис.5.1).

**Рисунок 5.1**

**Изменчивость потоков капитала в 1997 г.,  
в млрд. долл.**



Источник: UNCTAD, World Investment Report, 1998.

**Дополнение 5.1**  
**Насколько прогрессирует либерализация**  
**движения капитала?**

Кодекс ОЭСР о Либерализации движения капитала от 1961 г. (к 1989 г. включивший трансакции по всем статьям) и Вторая Директива ЕС о Либерализации движения капитала (1988 г.) были вехами в либерализации баланса капитала в развитых странах. Только с конца 80-х гг. - начале 90-х гг. большинство стран ускорили темп либерализации. Число развитых стран с независимыми курсами валют и отсутствием ограничений на платежи по сделкам с капиталом, увеличилось с трех в 1975 г. до девяти в 1985 г. и 21-й в 1995 г. Число развивающихся стран также увеличилось с двадцати в 1975 г. до тридцати одной в 1995 г.

Большинство стран по-прежнему имели определенный тип контроля за движением капитала в конце 1997 г., главным образом, по прямым инвестициям (143), сделками с недвижимостью (128), и по ценным бумагам на рынке капитала (127). К тому же, большинство стран осуществляют условия, специфические для коммерческих банков и других кредитных институтов (152). Только некоторые ПРС (Люксембург и Нидерланды), а также РС (Армения, Джибути и Эль Сальвадор, Панама и Перу) не имели никакого контроля, а некоторые только один тип контроля (Канада, Дания, Маврикий, Уганда, Парагвай).

Кризис в Восточной Азии также поставил вопрос: сможет ли координация макроэкономической политики предотвратить или смягчить кризис и уменьшить эффект заражения (дополнение 5.2.).

**5.2. Стратегия предотвращения**  
**финансовых кризисов**

Первым барьером против реверсии капитальных потоков — адекватные международные резервы, это простая, но дорогостоящая стратегия. Еще одна возможность — вмешаться в действие частного рынка, чтобы гарантировать ликвидность определенным пределом. Аргентина имеет такой контингент репо-фондов с международными банками. Индонезия имеет резервные кредитные опционы, но они слишком маленькие, чтобы справиться с финансовым кризисом, подобным произошедшему в 1997 г.

Еще одна альтернатива — содействовать переговорам дебиторов и кредиторов, чтобы достичь реструктурирования соглашений на условиях возобновления, расширения периода погашения и списания долга. Этот подход позволит уменьшить искажения займов и будет способствовать лучшей оценке риска<sup>1</sup>. Главный вопрос — коллективные действия кредиторов. Каждый кредитор стремится выйти первым или «прокатиться бесплатно» за счет того, что другие будут принимать соглашения. Переговоры трудно инициировать, растянуть и тяжело воплотить в жизнь из-за информационной асимметрии и издержек трансакции. Коллективные действия — проблема намного более вызывающая в период кризиса, который включает, главным образом, частный долг (как в Восточной Азии), а не официальный (как кризис 1980-х гг.). Процесс усложняет более значительное число кредиторов и должников, чем в прошлом, и валютный риск, как показали недавние события в Корее и Индонезии.

Необходимо использовать три типа условий в контрактах по мерам разрешения долга, чтобы улучшить координацию кредиторов: коллективное представительство, такое, как совет держателей облигаций; голосование квалифицированным большинством; и условия совместного использования, что обезкуражит кредиторов-диссидентов от участия в подрывных легальных протоколах<sup>2</sup>.

Правительства стран дебиторов и кредиторов являются центральными игроками как при разрешении проблемы частных долгов, так и суверенных долгов. Страна-дебитор обычно несет основную ответственность за проведение переговоров, особенно имея в виду политику приспособления, которую она должна выполнить. Это не должно привести к обеспечению правительственных гарантий и социализации частных долгов, что случается часто (как недавние соглашения с Кореей или Индонезией) и обострить моральный риск. Правительства кредиторов играют решающую роль, принуждая

---

<sup>1</sup> Разрешение проблемы внешней задолженности обычно дополняется внутренними законами по банкротству и системами совместной работы кредиторов и дебиторов.

<sup>2</sup> Чтобы избежать неблагоприятных эффектов таких условий контракта, развитые страны должны включить их в свои собственные правительственные контракты.

свои финансовые институты к столу переговоров, чтобы увидеть, что частный сектор несет некоторые издержки принятия риска. Международные финансовые институты, которые имеют ограничения по займам для выплаты задолженности, вынуждены формализовать условия для исключений (что на практике встречается часто), если они должны вести переговоры с частными кредиторами для обеспечения дополнительной ликвидности.

Более тесная координация среди основных экономик АТР смогла бы удерживать курсы валют и колебания процентных ставок в приемлемых пределах, способствуя совместному предупреждению вредного воздействия.

Координация и некоторая степень единства смогли бы также распространиться на финансовое регулирование. Региональные и, возможно, международные организации могли бы проводить обзор национальной банковской практики, чтобы привести её в соответствие с основными правилами для банков, установленными Базельскими договоренностями<sup>1</sup>. В принципе, страны могут принять односторонние или региональные стандарты, которые выше, чем предусмотрены этими договоренностями.

Денежные власти часто проводят интервенцию, чтобы увеличить резервы, когда усиливаются притоки капитала для сохранения стабильности валютного курса (когда местная валюта явно или неявно привязана к какой-то валюте) и уменьшить неопределенность рынка. Если приток капитала на низком уровне, резервы поглощают почти половину излишков баланса капитала. Это может быть из-за наращивания резервов для торговых целей на начальной фазе притока капитала и решимости властей защитить курс обмена. При среднем уровне притока (3–9% ВВП) резервы падают до 20% излишков баланса капитала. Когда приток огромный (выше 9% ВВП), власти опять производят энергичную интервенцию, вероятно, из-за возросших рисков реверсии. Уровень накопления резервов также связан с составом притоков. Чем меньше доля ПЗИ в притоках, тем выше накопление резервов.

---

<sup>1</sup> В попытке поднять уровень Соглашения от 1988 г., Базельский комитет предложил ряд изменений, включая использование как рейтингов внешних агентств, чтобы определить пропорции банковского капитала, так и внутренних определенных кредитных рейтингов некоторых банков.

### Дополнение 5.2 Что является причиной финансовой инфекции?

Во время финансового кризиса инфекция происходит, когда страна отстывает перед финансовым кризисом по причинам, отличным от фундаментальных. Кризисы в Мексике в 1994 г. и в Таиланде в 1997 г. быстро распространились по всему миру. Основное воздействие эти кризисы имели на финансовые рынки, рынки труда и на производство в ряде других стран в различных регионах—охватив почти полмира.

Ряд событий может начаться в стране, которая проводит девальвацию валюты, как результат совместного набега на банки и валюту со стороны иностранных инвесторов. Экспорт товаров из этой страны становится более дешевым для иностранных потребителей, а другие страны, которые экспортируют такие же товары, теряют свои конкурентные преимущества. Эти страны также попадают под угрозу девальвации своей валюты. В 1997 г. и в начале 1998 г. многие боялись, что Восточно-Азиатские страны в попытке поддержать экспортные отрасли, втянутся в замкнутый круг «конкурирующих девальваций».

Эти воздействия на торговлю и обменные курсы исходили от девальвации в Таиланде в 1997 г. и способствовали распространению восточно-азиатских кризисов. Но они не могут объяснить глубину или ширину финансовой инфекции. Другая причина, связанная с действиями инвесторов по всему миру,— это реакция менеджеров взаимных фондов на кризис в стране. Финансовые менеджеры могут содействовать распространению неустойчивости несколькими способами:

- Управляющие фондами на зарождающихся рынках часто размещают свои портфели в различных странах согласно процентам, определенным заранее. Когда стоимость инвестиций в одной стране снижается, реакцией менеджера должна быть продажа акций на других зарождающихся рынках, чтобы переформировать портфель. Это понижает цены на акции и усиливает давление на валюту во всех странах, где инвестируют менеджеры.

- Менеджеры фондов, столкнувшись с потерями от инвестиций в одной стране, могут иметь проблемы с ликвидностью, форсируя продажу активов на других рынках.

- Инвесторы на зарождающихся рынках обнаруживают, что информация о перспективах компании или страны является слишком дорогой для её сбора. Это стимулирует «стадное поведение»: избавление от акций одного инвестора основывается на известиях, которые еще недостаточно распространены, поэтому другие инвесторы интерпретируют эти действия как сигнал для продажи своих собственных ценных бумаг. Недостаток информации также поощряет инвесторов на одном развивающемся рынке думать, что плохие новости надвигаются на аналогичные другие рынки.

Источник: World Development Report. 2000. P. 75

### **5.3. Споры вокруг МВФ**

Длительный спор в американских академических кругах о глобализации и что делать в связи с этим, перешел в центральную стадию в ходе дебатов Конгресса по поводу того, увеличить ли капитал МВФ, чтобы он был способен помогать странам, испытывающим серьезное экономическое бедствие.

Те, кто выбирает в пользу свободного рынка, критикуют МВФ — как спасательный круг для стран, находящихся в беде. Этот подход мотивируется убеждением, что МВФ усыпляет правительства, инвесторов и кредиторов (прежде всего банки), поступающих опрометчиво. Морально вдохновляясь этим шансом или перспективой, что МВФ придет им на помощь, каждый свободен действовать безответственно и провоцировать будущие кризисы. Так было в Мексике, так произошло в Азии.

Подход с точки зрения свободного рынка выглядит хорошо теоретически, т.к. рынок вознаграждает тех, кто осуществляет разумные инвестиции и практику регулирования и наказывает других. В принципе, подход *laissez-faire* может обеспечить необходимый стимул для инвесторов, чтобы избежать чрезмерно опасных капиталовложений, и для правительств, чтобы принимать и воплощать разумную политику.

Критики идут, однако, еще дальше. Правительства, представляющие на рассмотрение МВФ спасательные планы, должны согласиться на часто жесткие реформы. Это как раз тот опыт, который побуждает другие правительства быть более осторожными. Аналогично, инвесторы на фондовых рынках в Мексике или Азии были бы поражены двойным ударом: понижением цен на местные акции и сильно девальвированными местными валютами. Если такие потери слишком малы, чтобы отговорить от безответственного поведения, будущие спасательные меры МВФ могут только частично покрыть то, что инвесторы поставили под угрозу.

Но, тем не менее, МВФ все еще незаменим. Без него США вынуждены были бы поддерживать страны, у которых истощается иностранная валюта, т.к. торговля и инвестиции прекращаются, а кризисы в одном регионе угрожают распространиться на другие.

### **Дополнение 5.3** **Международное регулирование и контроль**

Недавние беспорядки на финансовых рынках высветили важность здоровых институтов, хорошо функционирующей финансовой инфраструктуры и эффективного пруденциального регулирования. Эти проблемы недавно исследовались в контексте предполагаемой ревизии Базельского Соглашения от 1988 г. по Достаточности Капитала, работе Форума по Финансовой Стабильности, и усилий других общественных и частных группировок.

**Форум по финансовой стабильности**, учрежденный «Группой 7» (G-7) в феврале 1999 г. для обмена информацией и сотрудничестве в финансовом наблюдении и контроле, провел свою третью встречу в марте 2000 г. в Сингапуре. Форум собрал вместе национальные власти, отвечающие за финансовую стабильность, из стран G-7 и Австралии, Гонконга (SAR), Нидерландов и Сингапура; международных финансовых институтов (включая МВФ); органы международного регулирования и надзора; комитеты экспертов центральных банков. На встрече в Сингапуре Форум обсуждал потенциальные угрозы для стабильности международной финансовой системы и одобрил политические рекомендации трех рабочих групп, которые были учреждены в апреле 1999 г. для преодоления проблем, относящихся к институтам с высоким леввериджем (HLIs), международным потокам капитала и оффшорным финансовым центрам.

**Рабочая группа по институтам с высоким леввериджем** оценила потенциальные систематические эффекты в результате построения леввериджа на финансовых рынках и потенциального воздействия HLIs на динамику рынка, его целостность в маленьких и средних по размерам экономиках. Отмечается, что рыночная дисциплина благодаря прилежанию при принятии кредитных решений, есть ключевое принуждение по леввериджу как для отдельной фирмы, так и для экономики в целом. Чтобы предотвратить угрозу рынку, рабочая группа подчеркнула важность надежной макроэкономической, финансовой, контролирующей и структурной политики, поскольку риск произвольных кризисов будет ниже, когда фундамент сильный.

**Рабочая Группа по потокам капитала** оценила исполнение пруденциальной политики для потоков капитала. Она рассматривала меры по сокращению изменчивости потоков капитала и смягчение потенциально вредных последствий для финансовой стабильности. Рабочая группа рекомендовала, чтобы национальные власти ввели основу для управление риском, чтобы оценивать риски зна-

чительных и изменчивых потоков капитала. Такие основы должны включить процедуры управления активами и пассивами и стратегию управления обязательствами общественного сектора. Мониторингу риска могло бы содействовать составление баланса для экономики и ключевых отраслей, чтобы идентифицировать риск ликвидности, валютные и другие риски. Частный сектор, особенно банки, также нуждаются в улучшении управления риском. Национальные власти и международные органы должны поддержать этот процесс путем преодоления недостатков в статистике, побуждая к большей прозрачности, и ликвидируя те правила, которые побуждают к неблагоприятному поведению. Рабочая группа поддерживает разработку руководящих правил для тщательных действий в практике национального управления активами и обязательствами под руководством МВФ и Мирового Банка. Она также побуждает развивать рынок ключевых финансовых инструментов особенно долгосрочных внутренних валютных бондов.

**Рабочая группа по оффшорным финансовым центрам** рассматривает воздействие этих центров на финансовую стабильность. Оффшорные финансовые центры неомогенны (неоднородны). Некоторые хорошо контролируются; однако, проблематичные имеют слабые связи в сильно интегрированной финансовой системе. Неадекватное наблюдение и недостаток кооперации некоторых оффшорных финансовых центров вызывают беспокойство относительно масштаба эффективного наблюдения за международно действующими посредниками) и беспокойство относительно целостности рынка (связанными с принуждением к злоупотреблению рынком и незаконным действиям). Чтобы преодолеть беспокойства относительно проблематичных центров, рабочая группа настаивает на выполнении международно признанных стандартов этими центрами, особенно, что касается наблюдения и регулирования, раскрытия и предоставления информации. Рабочая группа рекомендует, чтобы МВФ предпринял формальный процесс для оценки строгого соблюдения международных стандартов (в сотрудничестве с Мировым Банком и органами, которые вводят эти стандарты). Чтобы поддержать соблюдение стандартов, отчет предложил меню инициатив (как позитивных, так и негативных), которое включает рыночные инициативы, инициативы по раскрытию информации и наблюдению. Основываясь на этих обзорах, Форум Финансовой Стабильности представил ранги, которые классифицируют офф-шорные финансовые центры по трем группам по качеству их финансового наблюдения и степени международного сотрудничества.

Источник: IMF. Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2000. Wash., 2000. Ch. 4.

Кроме того, подход «руки прочь» (hands-off) представлял бы риск распространения ограниченного кризиса в нечто намного более дорогостоящее. И из-за глобализации это как раз могло бы случиться.

Кроме того, не только экономика оказалась бы под угрозой. В этом случае затрагиваются непосредственно стратегические интересы, как, например, в Мексике или Корее. Что бы там ни было, коллапс стран, жизненно важных для американских национальных интересов является как роскошью, так и предостережением, которых Соединенные Штаты не могут себе позволить.

Какие шаги необходимо предпринимать? Пополнение капитала МВФ — добавление к его резервному пулу для спасения совершенно недостаточно. Необходимы также преобразования, которые бы лучше дисциплинировали глобальные финансовые операции и трансакции. Такие реформы могли бы включать усовершенствования наблюдения за финансовыми учреждениями, введение международной практики отчетности для банков и корпораций, принятие сводов законов о банкротстве и механизмов для осуществления процедур банкротства, открытия финансовых и других рынков для иностранных инвестиций, даже если установлены некоторые ограничения на передвижение инвестиций внутри и за пределами страны.

Чтобы гарантировать выполнение этих мер, МВФ или какая-то другая международная организация (типа БМР или даже новой НПО) должны публиковать регулярные отчеты о достижениях отдельных стран в этих областях. Кроме того, МВФ должен содействовать странам в предоставлении своевременной и точной информации об основных финансовых показателях, включая состояние их текущих ПБ, резервов иностранной валюты и краткосрочной задолженности иностранным кредиторам.

Через какое-то время рынки (включая банки и инвесторов) будут благоприятствовать тем странам, которые получают положительную оценку и накажут или минуют тех, которых среди них не окажется. Наконец, правительства и организации приступят к желательным реформам, чтобы не упустить свой шанс.

Эти шаги помогут управлять глобальной экономикой, но остаётся риск, который либо обескуражит безрассудную спекуляцию на бирже, либо вынудит отказаться от роста и инноваций. Такие реформы требуют постоянного усиления МВФ как в традиционной роли кредитора в последней инстанции, так и в новой роли защитника прозрачности и обоснованного руководства (Дополнение 5.3.).

В связи с процессом глобализации финансовых рынков Исполнительный совет на своих заседаниях в феврале и апреле 1997 г. инициировал процесс разработки новых поправок к Статьям соглашения МВФ, которые должны быть направлены на то, чтобы сделать либерализацию операций, связанных с движением капиталов, специальной целью МВФ, включить эти операции в сферу своей компетенции, т.е. практически распространить на них требование устранения странами-членами валютных ограничений. Временный комитет МВФ на сессии в Гонконге принял 21 сентября 1997 г. специальное заявление о либерализации движения капиталов. Он призвал Исполнительный совет завершить в ускоренном темпе работу над соответствующими поправками, с тем, чтобы «добавить новую главу в Бреттон-Вудское соглашение».

## Приложение к разделу IV

### Хронология МВФ

#### 1944

Июнь, 1–22. Сформулированы статьи Соглашения о создании МВФ и МБРР на международной финансовой конференции в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Гемпшир.

#### 1945

Декабрь, 27. Статьи Соглашения вступили в силу после подписания 29 правительствами, представляющие 80% первоначальных квот.

#### 1946

Март, 8–18. Инаугурация Совета управляющих в Саванне, штат Джорджия; было решено разместить Штаб-квартиру МВФ в Вашингтоне, был избран первый Исполнительный Совет.

Май, 6. 12 исполнительных директоров, 5 назначенных и 7 избранных, участвовали на инаугурации в Вашингтоне.

Сентябрь, 27, — октябрь, 5. Первая ежегодная встреча Совета управляющих и Мирового Банка состоялась в Вашингтоне.

#### 1947

Март, 1. МВФ начал действовать.

Май, 8. Франция получила от МВФ заём.

#### 1952

Август, 13–14. Германия и Япония стали членами Фонда.

Октябрь, 1. Исполнительный Совет одобрил положения стандартного соглашения Stand-By.

#### 1962

Январь, 5. Исполнительный совет принял условия Всеобщего соглашения о займах (GAB).

#### 1963

Февраль, 27. Создан Фонд компенсационного финансирования.

#### 1967

Сентябрь, 29. Совет управляющих учредил специальные права заимствования (SDRs).

#### 1969

Июнь, 25. Учрежден Фонд финансирования буферных запасов.

Июль, 28. Первая поправка к Статьям соглашения, учредившая механизм финансирования, основанный на SDR, которая вступила в действие после принятия 4/5 голосов от числа членов.

#### 1970

Январь, 1. Первое размещение SDRs.

#### 1971

Август, 15. США уведомили МВФ, что они снимают с себя обязательства по покупке и продаже золота, чтобы регулировать международные трансакции. Паритетность и конвертируемость доллара—две главные характеристики Бреттон-Вудской системы—прекратили существовать.

Декабрь, 18. После 4-х месяцев переговоров, Смитсоновское соглашение предусматривало перестройку валютных режимов ПРС и увеличило цену золота. МВФ установил временный режим центральных курсов и более широкие пределы.

### 1972

Июль, 26. Совет управляющих принял резолюцию, учреждающую Комитет по реформе МВБ, известный как «Комитет 20».

### 1973

Март, 19. «Всеобщее введение плавания» началось, когда страны Европейского Сообщества ввели совместное плавание своих валют против доллара США.

### 1974

Июнь, 12–13. «Комитет 20» закончил работу, согласовав программу развития валютной системы. Исполнительный Совет учредил нефтяной Фонд и принял «Руководящие принципы для управления колеблющимися валютными курсами» и новый способ оценки SDR на основе корзины 16 валют.

Сентябрь, 13. МВФ учредил Фонд расширенного финансирования с целью предоставления среднесрочной помощи членам, чей ПБ имеет проблемы в результате структурных экономических изменений.

Октябрь, 3. Временный комитет провел инаугурацию после его учреждения 2 октября.

### 1975

Август, 1. Исполнительный Совет учредил Счет субсидий, финансируемый вложениями, чтобы помогать тем членам, которые наиболее серьезно пострадали за счет нефтяных средств.

### 1976

Январь, 7–8. Временный комитет согласовал «временную реформу» валютной системы, включая поправку к Статье IV и др. пункты

Май, 5. Исполнительный Совет основал Трастовый Фонд (за счет прибыли от продажи золота), чтобы предоставлять помощь РС с проблемными ПБ.

Июнь, 2. МВФ провел первый золотой аукцион согласно договоренностям Временного комитета на распоряжение 1/3 золотого запаса Фонда. Доходы от продажи пошли в Трастовый Фонд в пользу РС.

### 1977

Февраль, 4. МВФ перечислил первые займы из Трастового Фонда.

Август, 29. Исполнительный Совет учредил Фонд дополнительного финансирования.

### 1978

Апрель, 1. Вторая поправка Статей Соглашения вступила в силу, предоставляя членам права выбирать режим обменного курса.

Сентябрь, 24. Временный комитет одобрил увеличение квот на 50% согласно. Седьмому обзору, и после одобрения всеми членами это повысило общие ресурсы Фонда до 58,6 млрд. СДР; он также согласился на новое размещение 4 млрд. СДР каждый год в течение 3-х лет, начиная с января.

### 1979

Февраль, 23. Фонд дополнительного финансирования вступил в силу.

### 1980

Апрель, 25. Временный комитет согласовал с МВФ вопрос о готовности играть растущую роль в коррекции и финансировании дисбалансов платежей, предоставляя помощь в течение более длительного периода и в большем количестве.

Сентябрь, 17. МВФ решил унифицировать и упростить валютную корзину для расчета стоимости и процентных ставок в СДР с 1 января 1981 г. Объединенная корзина должна содержать 5 валют членом с наибольшим экспортом товаров и услуг в 1975–79 гг.

## Приложение к разделу IV

---

Декабрь, 1. МВФ объявил, что 128 членов согласились на увеличение квот согласно Всеобщему седьмому обзору, удовлетворяя минимум требований, при этом совокупная величина должна быть увеличена до 60 млрд. SDR.

### 1981

Январь, 1. МВФ начал использовать объединенную корзину из 5-ти валют, чтобы определять ежедневную стоимость СДР.

Март, 13. МВФ решил основать политику расширенного доступа к его ресурсам за счет Фонда дополнительного финансирования до тех пор, пока Восьмой всеобщий обзор квот не вступит в действие.

Апрель, 23. МВФ объявил решение расширить привлекательность СДР как резервного актива. В качестве мер предлагалось сделать процентную ставку более конкурентной и ликвидировать восстановление требований (позволяя членам использовать СДР постоянно).

Май, 7. Директор-распорядитель МВФ и управляющий Казначейством Саудовской Аравии подписали соглашение о займах, позволяя МВФ заимствовать свыше 8 млрд. SDR для финансирования политики расширенного доступа, которая таким образом становится оперативной.

### 1981

Май, 13. МВФ достигает соглашение с ЦБ или казначействами 13 ПРС, по которому они могли предоставить 1,1 млрд. СДР в течение 2-х лет, чтобы помочь Фонду финансировать политику расширенного доступа.

Май, 21. МВФ расширяет финансирование членов с дефицитами ПБ в результате превышения стоимости импорта хлеба. Помощь интегрирована в Фонд компенсационного финансирования.

### 1982

Август, 13. Мексика столкнулась с серьезными проблемами обслуживания своего внешнего долга, что стало началом долгового кризиса. В последующие месяцы МВФ поддерживал основные программы адаптации в Мексике и некоторых др. странах, также столкнувшимися с серьезными трудностями обслуживания долга.

### 1983

Февраль—март. Временный комитет согласился увеличить квоты МВФ согласно Восьмому Всеобщему обзору. Совет управляющих принял резолюцию по увеличению квот.

Ноябрь, 30. Увеличение квот вступило в силу.

Декабрь, 30. 10 участников Всеобщего соглашения о заимствованиях (ВСЗ) согласовали план пересмотра и увеличения ВСЗ.

### 1985

Октябрь, 6–7. Временный комитет пришел к соглашению, чтобы перечислить около 2,7 млрд. SDR в Тростовый Фонд, которые будут доступны в 1985–91 гг. для обеспечения концессионального финансирования бедных стран-членов.

Декабрь, 2. Директор-распорядитель и Президент Всемирного Банка выразили широкую поддержку инициативе по разрешению долга, предложенную министром финансов США Дж. Бейкером (James A. Baker). Эта инициатива призвала к всесторонним мерам коррекции со стороны дебиторов.

### 1986

Март, 27. МВФ учредил Фонд структурной адаптации (SAF) для оказания помощи бедным странам-членам в решении проблем ПБ на концессиональных условиях.

Апрель, 9–10. Временный комитет призвал к расширению политической

координации, чтобы улучшить функционирование системы гибких валютных курсов.

### 1987

Февраль, 22. Министры финансов 6 основных государств договорились, на основании соглашения в Лувре (Louvre Accord), интенсифицировать политику координации с целью стабилизации обменных курсов «вокруг текущих уровней».

Декабрь, 29. МВФ учредил Расширенный Фонд структурной адаптации (ESAF) для выделения средств бедным странам-членам с целью выполнения сильной макроэкономической и структурной программы в течение 3-х лет для улучшения их ПБ и более сильного роста.

### 1988

Август, 23. Совет управляющих учредил Фонд компенсационного и непредвиденного финансирования, чтобы компенсировать членам нехватку экспортных поступлений из-за причин от них независимых и помогать поддерживать программы их адаптации перед лицом внешних шоков.

Сентябрь, 25–26. Временный комитет одобрил усилить совместный подход к долговой проблеме.

### 1989

Май, 23. Исполнительный Совет усилил стратегию в отношении проблемы долга РС, на основе предложенной министром финансов США Н. Брейди (Nicholas F. Brady). Страны с сильной программой приспособления получают доступ к ресурсам МВФ.

### 1990

Май, 7–8. Временный комитет согласился увеличить квоты на 50%.

Комитет рекомендовал третью поправку к Статьям соглашения, предусматривающую приостановку голосования и др. прав членов, которые не выполнили финансовые обязательства перед МВФ.

Июнь, 28. Исполнительный Совет предложил увеличить сумму квот МВФ с 90,1 млрд. до 135,2 млрд. СДР согласно Девятому всеобщему обзору квот.

Ноябрь. Исполнительный Совет одобрил временное расширение средств МВФ для поддержки стран, на которых повлиял кризис на Ближнем Востоке.

### 1991

Октябрь, 5. СССР подписал соглашение с МВФ для предоставления технической помощи на срок до полного членства.

### 1992

Апрель—май. Исполнительный Совет одобрил членство стран-бывших республик СССР.

Август, 5. МВФ одобрил соглашение Stand-Bu для России на сумму 719 млн. СДР

Ноябрь. Исполнительный Совет принимает Третью поправку к статьям Соглашения. Увеличение квот согласно Девятому Всеобщему обзору вступило в силу

### 1993

Апрель, 16. Исполнительный Совет одобрил создание Фонда системной трансформации (STF) для помощи странам, столкнувшимся с дефицитами ПБ в период перехода к рыночной экономике. Он начал действовать с 1994 г.

Май, 13. Киргизия была первым членом, которая стала пользоваться средствами STF.

## Приложение к разделу IV

---

1994

Февраль, 23. Исполнительный Совет инициализирует операции согласно возобновлению и расширению ESAF.

Март—май. МВФ одобряет соглашения для 13 стран зоны франка (CFA), после январской девальвации франка.

Июнь, 6. МВФ объявляет о создании трех постов заместителя Директора-распорядителя.

Октябрь, 2. Временный комитет принимает Мадридскую Декларацию, призывая ПРС к устойчивому росту, сокращению безработицы, предотвращению возобновления инфляции; РС к расширению роста; переходные экономики к стабилизации.

1995

Февраль, 1. Исполнительный Совет одобрил Соглашение Stand-By в размере 12,1 млрд. СДР для Мексики, самый большой пакет МВФ к этому времени.

1996

Март, 26. Исполнительный Совет одобрил 6,9 млрд. СДР из Фонда расширенного финансирования для России, эта самая крупная сумма в истории МВФ.

Апрель, 16. МВФ учредил добровольный Специальный стандарт на распространение данных (Special Data Dissemination Standard) для стран-членов, имеющих или стремящихся получить доступ на международные рынки капитала.

Сентябрь. Временный комитет и Комитет развития одобрили совместную инициативу для стран с самыми тяжелыми долгами (HIPC Initiative).

Сентябрь, 30. МВФ открыл Web Site.

1997

Январь, 27. Исполнительный Совет одобрил Новые Соглашения о займах (NAB) как первое и принципиальное обращение за помощью в случае потребности обеспечивать дополнительные ресурсы для МВФ.

Апрель, 25. Исполнительный Совет одобрил публикацию Информационных бюллетеней для общественности (Public Information Notices) после окончаний консультации членов с МВФ (согласно Статье IV), чтобы сделать мнения МВФ известными для публики.

Сентябрь, 20. Исполнительный Совет достиг соглашения о поправке к Статьям Соглашения, что позволит всем членам получать эквивалентную долю накопленных размещений СДР.

Декабрь, 4. Исполнительный Совет одобрил Соглашение Stand-By на сумму 15,5 млрд. СДР для Кореи, самый большой пакет в истории МВФ.

Декабрь, 17. На волне финансового кризиса в Азии, МВФ учредил Дополнительный резервный Фонд (SRF), чтобы помочь членам справиться с внезапной и разрушительной потерей рыночного доверия.

1998

Апрель, 8. Уганда стала первым членом, которой списали долг (почти 350 млн. долл. по чистой стоимости) согласно HIPC Initiative, а вклад МВФ в это составил 160 млн.

Июль, 20. МВФ активизирует Всеобщее соглашение о займах впервые за 20 лет, чтобы финансировать Расширенное соглашение с Россией на сумму 6,3 млрд. СДР.

Декабрь, 2. МВФ активизирует Новые Соглашения о займах впервые, чтобы помочь финансировать Соглашение Stand-By для Бразилии.

## Международные валютно-кредитные отношения

---

### 1999

Январь, 1. 11 стран-членов ЕС приняли новую общую валюту, евро. ЕЦБ, который руководит денежной политикой в зоне евро, предоставлен статус наблюдателя в МВФ.

Январь, 22. Увеличение квот согласно Одиннадцатому Всеобщему обзору вступило в силу, повысив общую сумму квот до 212 млрд. СДР

Апрель, 23. Исполнительный Совет расширил SRF, чтобы обеспечить линию непредвиденного кредитования для членов, имеющих сильную экономическую политику, но подвергшихся вредному финансовому воздействию из других стран.

Сентябрь, 30. Совет управляющих одобрил предложение трансформировать Временный комитет в Международный валютный и финансовый комитет. Изменение сопровождается условием для подготовки встреч из представителей комитета. Исполнительный Совет принял резолюцию провести, как в прошлом, необычную операцию, вне рыночную продажу свыше 14 млн. унций золота МВФ как часть пакета, что позволит МВФ финансировать свою долю в HIPC Initiative.

Ноябрь, 9. Директор-распорядитель Мишель Камдессю (Michel Camdessus) объявляет о своем намерении уйти в отставку в начале 2000 г.

**Финансовые ресурсы МВФ  
и его ликвидные позиции:  
(пояснения к таблице)**

Финансовые ресурсы Фонда включают пул валют и других активов и вместе составляют Общие ресурсы (GRA), которые формируются за счет полной оплаты членами своих квот по подписке. Эти ресурсы используются Фондом в своих регулярных операциях. Они не включают ресурсы Траст-фонда, ESAF Trust, PRGF Trust и PRGF-НПС Trust, которые используются в концессиальных займах.

1. Полные ресурсы:

- валюта стран —членов, СДР, золото и др. активы (строе-ния и счета к получению). МВФ содержит 103,4 млн. унций золота высшей пробы, по балансовой стоимости равной 5,9 млрд. СДР на базе средней исторической цены приобретения (до 1978 г. золото приобреталось по официальной цене 35 долл./унция После 1978 г. приобретенное золото (13 млн. унций) оценивалось по рыночной цене.

2. Не пригодные для использования при финансировании текущих операций и транзакций:

- (i) запасы золота, (ii) валюты стран-членов, привлекающие средства МВФ и, т.о., имеющие слабые ПБ или резервные позиции, (iii) валюты других членов с относительно слабой внешней позицией, (iv) «другие активы» отмеченные выше. непогашенные займы представляют самую большую порцию не пригодных для использования ресурсов.

3. Возможные для использования ресурсы:

- (i) валюты стран-членов которые согласно решениям исполнительного Совета имеют достаточно сильный баланс платежей и резервные позиции; (ii) резервы СДР; (iii) незадействованные ресурсы, в т.ч. согласно кредитным линиям, которые уже активированы (так же как ВСЗ/ НСЗ)

4. Ресурсы доступные для новых финансовых обязательств на предстоящий год (forward commitment capacity (FCC)):

- это чистые доступные ресурсы, не находящиеся под обязательствами (доступные для приобретения резервных

траншей и предоставления новых кредитов); минус рабочий (пруденциальный) баланс; плюс выплаты (repurchases) стран-членов по различным соглашениям в течение данного года. Эти ресурсы призваны удовлетворять запросы для использования резервных позиций в МВФ и кредитов Фонда. Пруденциальный баланс предназначен для того, чтобы поддерживать ликвидные позиции для удовлетворения требований кредиторов. Он поддерживается на уровне 20% от квоты стран-членов, чьи валюты используются в финансировании транзакций Фонда. Этот норматив также относится к обязательствам согласно ВСЗ/НСЗ. При оценке ликвидности на основе FCC, фактические доступные ресурсы могут быть значительнее, поскольку не все выплаты согласно соглашениям будут сделаны.

5. Ресурсы, доступные согласно Всеобщему соглашению о заимствовании (ВСЗ) и Новому соглашению о заимствовании (НСЗ).

С октября 1962 г. МВФ заключил такое Соглашение с основными промышленными странами (всего 11). Согласно ВСЗ и ассоциированному Соглашению с Саудовской Аравией, МВФ может заимствовать сумму, равную 18,5 млрд. СДР, когда необходимы дополнительные ресурсы, чтобы предупредить или справиться с ухудшением МВС. ВСЗ было задействовано в июле 1998 г. на сумму 6,3 млрд. СДР (из которых 1,4 млрд. СДР было оплачено). В ноябре 1998 вступило в силу НСЗ, которое уже имело 25 участников, и оно не заменило ВСЗ. Максимальное количество ресурсов, доступное МВФ согласно НСЗ и ВСЗ вместе составляет SDR 34 млрд. НСЗ должно быть первым и основным источником в случае необходимости предоставить дополнительные ресурсы МВФ. НСЗ было задействовано в декабре 1998 на сумму 9,1 млрд. СДР (из которых 2,9 млрд. СДР было выплачено). Последовавшее увеличение квоты и улучшение ликвидных позиций привело к завершению использования этих источников в марте 1999 после консультаций участниками ВСЗ и НСЗ, и МВФ возместил все взятые займы.

## Ресурсы МВФ, в млрд. СДР

		2001	2002	2003 (СДР/ долл.)
	<b>Общие ресурсы</b>	217,1	218,1	218,4 / 299
1.	<b>Валюты стран-членов</b>	209,0	210,3	210,3 / 288
	<b>Квоты в СДР</b>	1,5	1,2	1,4 / 2
	<b>золото</b>	5,9	5,9	5,9 / 8
	<b>Другие активы</b>	0,7	0,8	0,8 / 1
2.	<b>Минус: не годные к использованию ресурсы, из которых — невозвращенные кредиты</b>	114,7	117,9	117,0 / 160
		53,5	63,6	62,6 / 86
3.	<b>Равно: годные для использования ресурсы</b>	102,5	100,2	101,4 / 139
4.	<b>Минус: обязательства согласно ВСЗ</b>	25,8	31,9	28,0 / 38
5.	<b>Всего: свободные ресурсы</b>	76,7	68,3	73,4 / 101
5.1	<b>Плюс: платежи стран в течение года</b>	15,2	19,0	16,5 / 23
5.2	<b>Минус: пруденциальный баланс</b>	30,9	32,6	32,6 / 45
5.3	<b>Равно: (FCC)</b>	61,0	54,7	57,3 / 79

**Для справки**

	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003 (СДР/долл.)</b>
<b>Ресурсы, доступные согласно ВСЗ/НСЗ</b>	34	34	34 / 47
<b>Квоты членов, которые финансируют операции МВФ</b>	154,7	163,1	163,1/224
<b>Ликвидные обязательства Фонда</b>	56,9	66,1	65,0 / 89
<b>Коэффициент ликвидности (%)</b>	114,9	83,8	92,5
<b>Доллар США / СДР</b>	1,25673	1,35952	1,37085

## 6. Ликвидные обязательства МВФ.

Они состоят из (i) резервных позиций членов в МВФ, которые они могут востребовать, когда МВФ использует валюту стран-членов в своих операциях и которые оплачены членами согласно квотам; (ii) сумма займов самого МВФ согласно ВСЗ/НСЗ. Вместе они составляют часть международных резервов стран-членов. МВФ не может оспорить требование члена выплатить по своей резервной позиции в МВФ, когда их баланс платежей (ПБ) делает это необходимым и МВФ должен быть в состоянии выполнить такие требования.

## 7. Коэффициент ликвидности как измеритель ликвидной позиции МВФ.

Представляет отношение чистых, доступных для использования ресурсов к его ликвидным обязательствам. Соотношение чистых ресурсов МВФ к его ликвидным обязательствам — традиционная норма ликвидности — повысилась со 32,3% в конце апреля 1998 г. до 92,5% на 1 января 2003 г.

**Помощь МВФ странам-заемщикам**

<b>Срок и размер</b>	<b>Последствия</b>
Ноябрь, 1982. Мексика; 3,84 млрд. долл.	Удается избежать технического дефолта по долгам в 80 млрд. долл.
Август, 1988. Бразилия; кредитная линия в 1,5 млрд. долл.	Воспользовалась помощью в размере 369 млн. долл. И избежала дефолта
Июнь 1989 г. Венесуэла. МВФ выделяет резервы на сумму 3,9 млрд. долл.	Страна продолжила частичный мораторий и провела реструктуризацию внешней задолженности
Январь 1995. США и МВФ выдали Мексике 47,8 млрд. долл., чтобы погасить облигации на 10 млрд. долл., стабилизировать песо	Девальвация песо, рост безработицы, инвестиционные банки теряют деньги
Август 1997 г. МВФ совместно с ЦБ стран ЮВА выделяет Таиланду кредит 16 млрд. долл. для обслуживания задолженности и поддержания золотовалютных резервов	Тайский бат в течение 1/2 года девальвируется в несколько раз; часть КБ начинает процедуру банкротства
Октябрь 1997 г. Индонезия. Пакет помощи в 40 млрд. долл., а в ноябре еще 10 млрд. на финансирование банковской сферы и стабилизации резервов	Политический и банковский кризис стали неизбежными. Большая часть средств ушла на погашение к/с валютных обязательств
Июль 1998 г. Кредитная линия для России в 15 млрд. долл. (реально получено 4 млрд.)	Девальвация рубля в августе 1998 г. до конца года рубль к доллару обесценился на 200%. Дефолт по внутренним к/с долговым обязательствам и мораторий на 90 дней
К августу 2001 г. Аргентине открыта кредитная линия в 22 млрд. долл.	В конце года политический кризис и технический дефолт по внешнему долгу на 132 млрд. долл. В январе 2002 г. — 40%-ная девальвация песо
Декабрь 1997 г. МВФ выделил Южной Корее кредит в 21 млрд. долл. На расшивку неплатежей и обслуживание внешней и внутренней задолженности	Санация банков — кредиторов чеболей с плохими долгами. Банкротство Daewoo и проека финансового состояния др. чеболей. Пополнение резервов за счет сбора средств у граждан и экспорта

**Таблица 3**

**Внешний долг развивающихся стран  
и стран с переходной экономикой,  
в млрд. долл.**

<b>Группы стран</b>	<b>1998</b>	<b>2000</b>	<b>2003</b>
<b>Развивающиеся страны, в т.ч.:</b>	2195	2208	2236
<b>Африка</b>	289,8	277,6	265,2
<b>Азия</b>	696,9	674,9	716,8
<b>Средний Восток и Турция</b>	452,0	486,7	510,1
<b>Западное полушарие</b>	756,7	768,9	744,5
<b>Страны с переходной экономикой, в т.ч.:</b>	362,7	361,4	373,4
<b>ЦВЕ</b>	167,8	179,4	210,5
<b>СНГ и Монголия</b>	194,9	181,9	162,8
<b>Россия</b>	158,2	140,7	114,0

**Таблица 4**

**Соотношение внешнего долга и стоимости  
экспорта товаров и услуг, в %**

<b>Группы стран</b>	<b>1998</b>	<b>2000</b>	<b>2003</b>
<b>Развивающиеся страны в т.ч.:</b>	<b>187,3</b>	<b>142,5</b>	<b>134,4</b>
<b>Африка</b>	<b>240,2</b>	<b>179,5</b>	<b>174,8</b>
<b>Азия</b>	<b>129,1</b>	<b>96,4</b>	<b>89,2</b>
<b>Средний Восток и Турция</b>	<b>205,3</b>	<b>144,0</b>	<b>169,6</b>
<b>Западное полушарие</b>	<b>259,3</b>	<b>215,1</b>	<b>182,2</b>
<b>Страны с переходной экономикой, в т.ч.:</b>	<b>106,6</b>	<b>108,3</b>	<b>95,9</b>
<b>ЦВЕ</b>	<b>79,0</b>	<b>107,3</b>	<b>97,5</b>
<b>СНГ и Монголия</b>	<b>152,3</b>	<b>109,4</b>	<b>93,9</b>
<b>Россия</b>	<b>181,3</b>	<b>122,1</b>	<b>100,3</b>

**Таблица 5**

**Внешний долг развивающихся стран, 1997–2003 гг.,  
в % ВВП**

<b>Группы стран</b>	<b>1998</b>	<b>2000</b>	<b>2003</b>
<b>Развивающиеся страны в т.ч.:</b>	43,6	40,8	38,2
<b>Африка</b>	67,6	64,0	60,7
<b>Азия</b>	36,6	30,8	26,9
<b>Средний Восток и Турция</b>	64,6	59,3	63,6
<b>Западное полушарие</b>	37,7	39,2	38,1
<b>Самые бедные страны</b>	100,8	94,1	80,9

Источник: IMF. World Economic Outlook. April 2002. Tabl. 38–41.

**Таблица 6**

**Внешнее финансирование  
развивающихся стран,  
1997–2003 гг., млрд. долл.**

	<b>1999</b>	<b>2001</b>	<b>2003</b>
<b>Баланс текущих платежей</b>	<b>10,7</b>	<b>27,6</b>	<b>26,2</b>
<b>В% ВВП</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
<b>Формы финансирования</b>			
<b>Чистый приток инвестиций</b>	<b>194,3</b>	<b>177,6</b>	<b>158,0</b>
<b>Прямые</b>	<b>179,3</b>	<b>171,7</b>	<b>145,0</b>
<b>Портфельные</b>	<b>15,0</b>	<b>6,0</b>	<b>13,0</b>
<b>Долговое финансирование</b>	<b>13,9</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>
<b>Официальные кредиторы</b>	<b>13,5</b>	<b>28,0</b>	<b>0,0</b>

**Таблица 6**  
**(окончание)**

	1999	2001	2003
<b>Мировой Банк</b>	<b>8,8</b>	<b>7,5</b>	—
<b>МВФ</b>	<b>2,2</b>	<b>19,5</b>	—
<b>Другие</b>	<b>6,9</b>	<b>1,0</b>	—
<b>Частные кредиторы</b>	<b>0,5</b>	<b>24,8</b>	<b>5,0</b>
<b>Средне- и долгосрочный кредит</b>	<b>21,9</b>	<b>8,6</b>	—
<b>Формы финансирования</b>			
<b>Размещение бондов</b>	<b>29,6</b>	<b>10,1</b>	—
<b>Банковское кредитование</b>	5,9	11,8	—
<b>Другое</b>	1,8	7,0	—
<b>Краткосрочный кредит</b>	21,4	16,2	—
<b>Балансирующая статья</b>	160,1	128,2	81,2
<b>Изменения в резервах</b>	37,3	80,3	108,0

**Для справки**

	1999	2001	2003
<b>2-у-сторонняя помощь и гранты</b>	29,4	29,5	32,0
<b>Частный капитал (кредиты и инвестиции)</b>	194,7	152,8	163,0
<b>Официальные потоки (инвестиции и кредиты)</b>	42,9	57,5	32,0
<b>Денежные переводы рабочих</b>	64,6	72,3	—

Источник: Global Financial Stability Report Market Developments and Issues. March 2003. International Monetary Fund Washington DC. Statistical Appendix. Table A.22. P. 53

**Ресурсы  
по международным финансам  
в Интернет**

**Исследования МВФ**

**Global Financial Stability Report**

Квартальный отчет, который представляет оценки глобальных финансовых рынков, в т.ч. развивающихся. Он выборочно представляет ключевые компоненты исследований МВФ и представляет список документов, включая конференции и семинары — [http:// www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2002/02](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2002/02).

**World Economic and Financial Surveys**

Охватывает экономические и финансовые вопросы мировой экономики — [http:// www.paris-europlace.net/news060418.htm](http://www.paris-europlace.net/news060418.htm)

**World Economic Outlook Databases**

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/01/data/index.htm>.

**World Economic Outlook Reports**

[www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2001/01](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2001/01)

**International Financial Statistics Online**

[http:// ifs.apdi.net/imf/logon.aspx](http://ifs.apdi.net/imf/logon.aspx)

**IMF Survey**

[http:// www.imf.org/external/pubs/ft/survey/surveyx.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/surveyx.htm)

**Finance&Development**

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/index.htm>

**IMF Staff Papers**

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/index.htm>

**IMF Research Bulletin**

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/irb/archive.htm>

**Совместные публикации МВФ  
и Мирового Банка**

**Emerging Markets**

[www.emergingmarkets.org](http://www.emergingmarkets.org)

**JOLIS Catalog — World Bank and IMF Libraries**

<http://jolis.worldbankimflib.org/e-nljolis.htm>

## **Исследования Мирового Банка**

### **World Development Reports**

Этот ежегодный отчет о мировом развитии (WDR) — не-оценимое руководство по состоянию мировой экономики (в т.ч. по социальным и экологическим показателям). Например, в последних докладах WDR дан глубокий анализ таких тем, как роль государства, переходные экономики, инфраструктура, рынок труда, здравоохранение, бедность.

### **World Development Report 2003: Sustainable Development in a Dynamic World**

<http://econ.worldbank.org/wdr/wdr2003/>

### **Global Economic Prospects and the Developing Countries 2002**

<http://www.worldbank.org/prospects/gep2002/index.htm>

## **Статистика**

### **Всемирный Банк**

<http://www.worldbank.org/data>.

### **World Development Indicators 2002**

Первое ежегодное собрание данных Банка о развитии (содержит информацию — <http://www.worldbank.org/data/wdi2002/index.htm>).

### **Millennium Development Goals**

рассматриваются установки для сокращения бедности, улучшение в области здравоохранения, образования и окружающей среды — <http://www.developmentgoals.org>.

### **Statistical Capacity Building**

Мировой банк предлагает техническую помощь своим членам с целью создания адекватной статистической основы для анализа экономического, финансового и социального развития, необходимого для политиков — <http://www.worldbank.org/data/tas/>.

### **Global Development Finance 2002**

Информация и выборочные данные из публикации GDF — самого обширного годового собрания данных по внешнему долгу и финансовым потокам — <http://www.worldbank.org/prospects/gdf2002>.

# Содержание

Предисловие .....	3
-------------------	---

## ВВЕДЕНИЕ

<b>ЗАРОЖДЕНИЕ И ЭВОЛЮЦИЯ МИРОВОГО ХОЗЯЙСТВА И МЕЖДУНАРОДНЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЙ .....</b>	<b>6</b>
<i>1. Смысл и содержание МЭО.....</i>	<i>7</i>
<i>2. Процесс становления мирохозяйственных связей.....</i>	<i>10</i>
<i>3. Содержание и развитие международного разделения труда .....</i>	<i>16</i>
<i>4. Современная динамика МРТ.....</i>	<i>20</i>

## РАЗДЕЛ I

<b>МИРОВАЯ ТОРГОВЛЯ И МЕЖДУНАРОДНЫЕ ТОРГОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ .....</b>	<b>28</b>
--	-----------

### Глава 1

<b>Концепции мировой торговли внешнеторговой политики.....</b>	<b>29</b>
<i>1.1. Концепция сравнительных преимуществ торговле .....</i>	<i>29</i>
<i>1.2. Современные теории международного разделения труда .....</i>	<i>33</i>
<i>1.3. Направления внешнеторговой политики и её влияние на торговый баланс страны .....</i>	<i>35</i>
<i>1.4. Методы ограничения внешней торговли и их влияние на производство и потребление .....</i>	<i>38</i>

### Глава 2

<b>Развитие внешнеторговых отношений между промышленно развитыми странами в XX в. ....</b>	<b>41</b>
<i>2.1. Между свободой и ограничениями.....</i>	<i>41</i>
<i>2.2. Внешнеторговая политика США и стран Западной Европы в 50–60-е гг.....</i>	<i>42</i>
<i>2.3. Внешнеторговые противоречия в 70–80-е гг. XX в. ....</i>	<i>45</i>
<i>2.4. Интересы США во внешнеторговой политике.....</i>	<i>51</i>
<i>2.5. Торговые блоки.....</i>	<i>52</i>

---

<b>Глава 3</b>	
<b>Мировая торговля во второй половине XX в.</b> .....	<b>56</b>
3.1. «Взрыв» в мировой торговле в 50–60-е гг. ....	56
3.2. Феномен новых индустриальных стран .....	59
3.3. Развивающиеся страны в мировой торговле.....	62
3.4. Мировая торговля в сетях транснационального производства .....	64
<b>Глава 4</b>	
<b>Становление и развитие многосторонней торговой системы</b> .....	<b>70</b>
4.1. Деятельность ГАТТ.....	70
4.2. Всемирная торговая организация.....	73
4.3. В целях содействия и поддержки либеральной торговой системы.....	78
4.4. «Раунд развития» и подъем протекционизма .....	90
4.5. Интеграция России в многостороннюю торговую систему .....	95
<b>Приложение к разделу I</b> .....	<b>102</b>
<b>РАЗДЕЛ II</b>	
<b>МЕЖДУНАРОДНАЯ ТОРГОВЛЯ УСЛУГАМИ</b> .....	<b>106</b>
<b>Глава 1</b>	
<b>Международная торговля услугами: общий обзор</b> .....	<b>108</b>
1.1. Масштабы международной торговли услугами.....	108
1.2. Причины развития международной торговли услугами .....	110
1.3. Регламентация международной торговли услугами.....	113
1.4. Препятствия для развития торговли услугами.....	114
1.5. Особенности торговли услугами .....	118
1.6. Возможности выхода компании на внешний рынок.....	123
1.7. Примеры эмпирических исследований .....	128
<b>Глава 2</b>	
<b>Международный маркетинг в сфере услуг</b> .....	<b>134</b>
2.1. Современное состояние теории маркетинга услуг.....	134
2.2. Вопросы международной торговли в теории маркетинга услуг .....	140
2.3. Маркетинговая среда на внешнем рынке .....	151
<b>Приложение к разделу II</b> .....	<b>158</b>

**РАЗДЕЛ III**

<b>ТНК И ЗАРУБЕЖНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ .....</b>	<b>160</b>
<b>Глава 1</b>	
<b>Сущность процесса транснационализации и его развитие.....</b>	<b>161</b>
<i>1.1. Зарождение ТНК.....</i>	<i>161</i>
<i>1.2. Этапы транснационализации производства.....</i>	<i>163</i>
<i>1.3. Сущность и критерии ТНК.....</i>	<i>167</i>
<b>Глава 2</b>	
<b>Вывоз капитала и глобализация производства.....</b>	<b>177</b>
<i>2.1. Сущность и способы вывоза капитала.....</i>	<i>177</i>
<i>2.1. Глобализация производства и её проявления.....</i>	<i>180</i>
<i>2.3. Стратегия проникновения на зарубежные рынки.....</i>	<i>185</i>
<i>2.4. Трансграничные слияния и поглощения.....</i>	<i>187</i>
<b>Глава 3</b>	
<b>Воздействия зарубежного инвестирования деятельности ТНК... 195</b>	
<i>3.1. Выгоды для принимающих стран.....</i>	<i>195</i>
<i>3.2. Конкуренция ставит новые вызовы для правительств и ТНК.....</i>	<i>197</i>
<i>3.3. Воздействие трансграничных слияний на экономику принимающих стран.....</i>	<i>200</i>
<b>Глава 4</b>	
<b>Привлечение и регулирование иностранного капитала .....</b>	<b>209</b>
<i>4.1. Мотивы предпринимательской деятельности за рубежом.....</i>	<i>209</i>
<i>4.2. Оценка инвестиционного климата и защита зарубежных инвестиций .....</i>	<i>210</i>
<i>4.3. Механизм привлечения и правила регулирования .....</i>	<i>211</i>
<i>4.4. Либерализация потоков капитала в развивающихся и переходных экономиках.....</i>	<i>217</i>
<b>Глава 5</b>	
<b>Масштабы движения капитала на рубеже XX и XXI вв. ....</b>	<b>220</b>
<i>5.1 Оценка потоков и направлений.....</i>	<i>220</i>
<i>5.2. Трансграничные слияния и поглощения — главная сила роста ПЗИ в конце 90-х гг. ....</i>	<i>228</i>
<i>5.3. Иностранные инвестиции в России.....</i>	<i>231</i>
<b>Приложение к разделу III .....</b>	<b>237</b>

---

## РАЗДЕЛ IV

### МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ .....

250

#### Глава 1

##### **Формирование и развитие международной валютной системы .....**

251

*1.1. Характеристика валютной системы и её элементов.....*

251

*1.2. Валютные отношения в эпоху золотого стандарта .....*

254

*1.3. Бреттон-Вудская валютная система .....*

256

*1.4. Ямайская валютная система*

*и проблема валютной координации .....*

259

*1.5. Валютная интеграция в Западной Европе*

*и становление биполярной МВС.....*

262

*1.6. Валютная взаимозависимость развитых стран .....*

266

#### Глава 2

##### **Институты Бреттон-Вудской системы.....**

268

*2.1. Структура и деятельность МВФ .....*

268

*2.2. Кредитная политика Фонда .....*

270

*2.3. Структура Всемирного Банка.....*

275

*2.4. Деятельность Мирowego банка .....*

277

#### Глава 3

##### **Международная ликвидность и проявления**

##### **кризисов ликвидности .....**

282

*3.1. Сущность международной ликвидности и её оценка .....*

282

*3.2. Платежный баланс и механизм его выравнивания.....*

285

*3.3. Кризис международной ликвидности .....*

290

#### Глава 4

##### **Проблема внешнего долга .....**

294

*4.1. Истоки кризиса задолженности в 80-е гг. XX в. ....*

294

*4.2. Способы обслуживания внешнего долга .....*

298

*4.3. Роль реструктуризации долга*

*и предоставление пакета помощи.....*

301

*4.4. Инициатива для бедных стран*

*с целью облегчения долга.....*

307

**Глава 5**

<b>Беспорядки на финансовых рынках и пути их урегулирования.....</b>	<b>312</b>
5.1. <i>Либерализация финансовых потоков         и угроза потрясений .....</i>	<i>312</i>
5.2. <i>Стратегия предотвращения         финансовых кризисов.....</i>	<i>315</i>
5.3. <i>Споры вокруг МВФ.....</i>	<i>319</i>
<b>Приложение к разделу IV .....</b>	<b>324</b>

## Таблицы и рисунки

<i>Рост промышленного экспорта развивающихся стран</i> .....	21
<i>Группировка стран мира по реальному душевому доходу</i> .....	26
<i>Трудозатраты на производство единицы измерения зерна и мяса</i> .....	30
<i>Альтернативные варианты производства зерна и мяса</i> .....	30
<i>Производство и потребление в каждой стране в результате торговли</i> .....	32
<i>Объемы производства и потребления в каждой стране и в мире в целом</i> .....	32
<i>Влияние импортного тарифа на благосостояние</i> .....	39
<i>Антидемпинговые процедуры, предпринятые членами ГАТТ/ВТО(1987–1997)</i> .....	40
<i>Изменение позиций развитых стран в мировом товарном экспорте</i> .....	46
<i>Индекс мирового экспорта и мирового производства</i> .....	56
<i>Изменение позиций стран «триады» в мировом товарном экспорте</i> .....	58
<i>Доля НИС в промышленном экспорте стран «третьего мира»</i> .....	59
<i>Изменение позиции развивающихся стран в мировом экспорте, 1950–1992 гг.</i> .....	62
<i>Средние в год темпы роста коммерческих услуг в 90-е гг.</i> .....	65
<i>Доля стран в общем объеме экспорта</i> .....	79
<i>Число региональных торговых соглашений, вступивших в силу</i> .....	80
<i>Основные направления переговорного процесса в рамках нового раунда ВТО</i> .....	102
<i>Примеры ограничений в секторе услуг на разных стадиях</i> .....	132
<i>Влияние на цены ограничений для иностранных поставщиков услуг в сфере банков и телекоммуникаций</i> .....	133
<i>Модель принятия решения об интернационализации услуги</i> .....	147
<i>Ведущие экспортеры и импортеры коммерческих услуг в 2001 г.</i> .....	158
<i>Доля различных стран и регионов мира в мировом импорте коммерческих услуг</i> .....	159
<i>Отдельные показатели ПИИ и международного производства, 1982–2001 гг.</i> .....	172

## Таблицы и рисунки

<i>Ввоз ПЗИ и рост ВВП в мире за 1980–2001 гг.</i> .....	188
<i>Трансграничные слияния: продажи и приобретения (по регионам) за 1995–1999 гг.</i> .....	190
<i>Изменения в правилах по иностранным инвестициям, 1995–2001 гг.</i> .....	218
<i>Приватизация и слияния и поглощения (СиП) в развивающихся странах, 1994–2002 гг.</i> .....	222
<i>Доля ПЗИ в ВВП в развивающихся странах</i> .....	223
<i>Текущие платежные балансы стран мира</i> .....	224
<i>Валовой приток финансовых ресурсов в Россию в первой половине 1990-х гг.</i> .....	232
<i>Иностранные инвестиции в Россию по видам</i> .....	232
<i>Иностранные вложения в США в 2000 г.</i> .....	237
<i>Иностранная собственность на рынке казначейских обязательств США</i> .....	237
<i>Иностранная собственность на рынке корпоративных обязательств США</i> .....	238
<i>Иностранная собственность на рынке акций США</i> .....	238
<i>Вывоз капитала: 5 ведущих стран мира в 2000–2001 гг.</i> .....	239
<i>Динамика вложений в развивающиеся страны</i> .....	240
<i>Чистое заимствование США как долямировых сбережений, 1980–2004 гг.</i> .....	240
<i>Приток прямых и портфельных инвестиций в развивающиеся страны, в 1989–2001 гг.</i> .....	241
<i>10 крупнейших нефинансовых ТНК мира: классификация по объему зарубежных активов, 2000 г.</i> .....	242
<i>10 крупнейших нефинансовых ТНК из развивающихся стран: классификация по объему зарубежных активов, 2000 г.</i> .....	244
<i>Крупнейшие слияния</i> .....	246
<i>Отраслевая структураиностранных инвестиций в России</i> .....	248
<i>Сопоставление национальной, региональной и международной валютных систем</i> .....	252
<i>Рейтинги бюджетозамещающих займов на момент окончания, 1980–2001 финансовые годы</i> .....	281
<i>Показатель ликвидности в группе развитых стран</i> .....	283

---

<i>Платежный баланс России в 1999–2002 гг.</i> .....	287
<i>J-кривая сальдо торгового баланса</i> .....	288
<i>Динамика сальдо счета текущих операций</i> .....	289
<i>Золото-валютные резервы Банка России в 2002–2003 гг. (поквартально)</i> .....	292
<i>Платежи процентов по долгам (как доля от экспорта товаров и услуг)</i> .....	295
<i>Долговые обязательства развивающихся стран и переходных экономик перед банками развитых стран (на 1 января 1999 г.)</i> .....	297
<i>Страны-бенефициарии в рамках НПС Initiative</i> .....	308
<i>Изменчивость потоков капитала в 1997 г.</i> .....	314
<i>Ресурсы МВФ</i> .....	332
<i>Помощь МВФ странам-заемщикам</i> .....	334
<i>Внешний долг развивающихся стран с переходной экономикой</i> .....	335
<i>Соотношение внешнего долга и стоимости экспорта товаров и услуг</i> .....	335
<i>Внешний долг развивающихся стран, 1997–2003 гг.</i> .....	336
<i>Внешнее финансирование развивающихся стран, 1997–2003, гг.</i> .....	336

## Дополнения

<i>Региональные соглашения и глобальная торговая система: дополняют или замещают друг друга?</i> .....	55
<i>Производственные сети в электронной индустрии</i> .....	68
<i>Пакет соглашений Уругвайского раунда</i> .....	76
<i>Повестка дня в Сизтле («раунд тысячелетия»)</i> .....	84
<i>Информация о международной торговле услугами</i> .....	116
<i>Влияние ограничений на цены в сфере услуг (эмпирические исследования)</i> .....	132
<i>Обзор академических исследований</i> .....	148
<i>Концепции происхождения ТНК</i> .....	168
<i>Объяснения вывоза капитала</i> .....	178
<i>Какие беспокойства вызывают слияния и поглощения в принимающих странах?</i> .....	201
<i>Обстоятельства в каждой стране определяют стратегию инвестирования</i> .....	206
<i>Иностранные инвестиции пойдут в Россию</i> .....	214
<i>Бум в Америке и иностранный капитал</i> .....	226
<i>Консультативный совет по иностранным инвестициям</i> .....	234
<i>Четыре стадии эволюции ЕВС</i> .....	264
<i>Структура МВФ</i> .....	269
<i>Что такое Всеобщее соглашение о займах (ВСЗ)?</i> .....	272
<i>Преимущества хорошего управления долгом</i> .....	304
<i>Финансовые потоки согласно расширенной НІРС Инициативы</i> .....	310
<i>Насколько прогрессирует либерализация движения капитала?</i> .....	315
<i>Что является причиной финансовой инфекции?</i> .....	318
<i>Международное регулирование и контроль</i> .....	320

Учебное издание

**Дусь Юрий Петрович  
Чухломин Валерий Дмитриевич  
Юдина Ирина Николаевна**

**Международные экономические отношения  
в контексте глобализации**

© Макет, верстка и художественное оформление А.М.Бетмакаева.

Подписано в печать 26.5.2003. Формат 60x90/16.  
Бумага офсетная № 1. Гарнитура «Ньютон».  
Печать офсетная. Усл.печ.л. 20,1. Уч.-изд.л. 19,1.  
Тираж 200 экз. Заказ