

Развитие

МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО СОТРУДНИЧЕСТВА



Текущий кризис выдвинул на первый план неотложную необходимость совершенствования мировой финансовой архитектуры.

Барри Айхенгрин

Пандемия COVID-19 стала сложнейшим стресс-тестом для мировой экономики, и не в последнюю очередь — для стран с формирующимся рынком и для развивающихся стран. На начальном этапе еще оставалась надежда, что вирус обойдет стороной страны с низким уровнем доходов, которые связаны с остальным миром меньшим числом авиатранспортных связей. Надеялись и на то, что удастся сдержать распространение вируса в странах, обладающих опытом борьбы с эпидемиями, например в странах Африки к югу от Сахары. Эти надежды не оправдались. Теперь мы знаем, что угроза распространения вируса актуальна для всех регионов мира. Кроме того, даже в тех странах, которые смогли предотвратить полномасштабный кризис здравоохранения, финансовые последствия оказались весьма серьезными.

Эти финансовые последствия предшествовали физическому проявлению COVID-19 в развивающихся странах. В период с февраля по апрель отток финансового капитала из стран с формирующимся рынком и стран с пограничной экономикой составил более 100 млрд долларов США, что в пять раз больше, чем за первые три месяца мирового финансового кризиса. По прогнозам Всемирного банка, в 2020 году объем денежных переводов сократится еще на 100 млрд долларов США, что в четыре раза больше, чем во время упомянутого предыдущего кризиса. Согласно прогнозам, объем мировой торговли будет снижаться еще более быстрыми темпами, чем в 2009 году. Из-за глобальной рецессии резко упали цены на сырьевые товары, в то же время произошло ослабление национальных валют стран с формирующимся рынком и развивающихся стран по отношению к доллару США.

Это оказалось потрясением беспрецедентных масштабов. В ответ правительства приняли пакеты чрезвычайных мер по финансовой поддержке домашних хозяйств и компаний. Центральные банки стран с формирующимся рынком снизили процентные ставки и в отдельных случаях осуществляли покупки ценных бумаг. В результате негативные последствия для экономики и финансовых систем оказались несколько меньшими, чем предполагалось первоначально.

Для стран с формирующимся рынком такие ответные меры были беспрецедентными. Они были прямо противоположны тем, которые приходилось предпринимать во время предыдущих кризисов. Такой контраст свидетельствует о прогрессе, достигнутом в области создания бюджетных возможностей и роста доверия к антиинфляционным мероприятиям. Один из признаков этого — действия центральных банков стран с формирующимся ры-

ком, которые ввели официальную систему таргетирования инфляции в качестве средства повышения доверия. За первые пять месяцев 2020 года эти центральные банки смогли снизить процентные ставки на 40–50 базисных пунктов больше, чем центральные банки, не применявшие таргетирования инфляции.

Это не означает, что удалось обойтись без финансового стресса. Но не случился и лавинообразный рост долговых дефолтов, обвальных падений курсов валют и коллапса финансовых систем, как ожидалось по некоторым прогнозам. Во всяком случае, пока.


Доминирование доллара

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны все же сумели избежать наихудшего сценария, но это не значит, что они полностью смогли предотвратить неблагоприятный исход. Негативные финансовые последствия COVID-19 указывают на сохраняющиеся недостатки глобальной финансовой архитектуры и необходимость их исправления.

Начнем с того, что пандемия напомнила о том, насколько мировая экономика, в особенности страны с формирующимся рынком, зависит от доллара США как инструмента международной ликвидности. Международный межбанковский рынок, на котором осуществляется взаимное кредитование, преимущественно использует доллар США. В мировом масштабе 85 процентов операций с иностранной валютой производится в долларах США. Это, несомненно, наиважнейший инструмент выставления счетов и проведения расчетов при совершении торговых операций. Облигации, предлагаемые и продаваемые иностранным инвесторам, в непропорционально большой степени деноминированы в долларах США.

Располагая долларовыми резервами, страны могут защитить себя от неожиданной нехватки ликвидности, когда банки отказывают им в кредитовании. В последние десятилетия центральные банки и правительства заметно продвинулись в этом направлении, что стало одной из причин того, что долларовый дефицит, обусловленный пандемией, не оказался более острым, а финансовые проблемы — более серьезными.

Но более существенную роль в предотвращении деструктивного долларового дефицита сыграли чрезвычайные меры, оперативно принятые Федеральной резервной системой США (ФРС) и направленные на предоставление иностранным центральным банкам долларовых свопов и механизмов выкупа казначейских облигаций. ФРС приобрела широкий круг активов с фиксированным доходом, что помогло наполнить финансовые рынки ликвидностью и вернуть кредитные спреды к докризисному уровню.

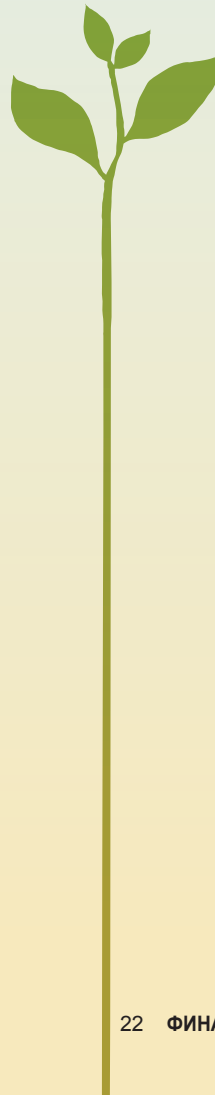


Инвесторам, заинтересованным в более высокодоходных ценных бумагах, было куда обратиться, кроме как к формирующимся рынкам, чьи долговые обязательства оставались одними из немногих активов с фиксированной доходностью, которые не были приобретены ФРС. Это во многом объясняет тот факт, что капитал начал возвращаться в страны с формирующимся рынком по прошествии начального напряженного периода.

Хотя решительные действия ФРС позволили предотвратить перебои в работе мировых финансовых рынков, они также выявили один изъян в международных финансовых отношениях. ФРС предоставляла свопы только некоторым избранным странам, и критерии их отбора не были прозрачными. Нет и уверенности в том, что во время будущего кризиса Совет управляющих ФРС окажется столь же дальновидным.

В связи с этим было предложено, чтобы ФРС, а также, возможно, и центральные банки других развитых стран делегировали полномочия по принятию решений о расширении свопов объективному арбитру, такому как МВФ. Поскольку центральные банки не являются членами МВФ, данный вопрос находится в ведении правительств этих стран, и это затрудняет его решение. Правительства, особенно в тех странах, которые выпускают ключевые международные валюты, не склонны уступать контроль над балансами своих центробанков международному сообществу.

Роли МВФ и Всемирного банка



Упоминание МВФ указывает на еще один источник получения долларов для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран — это кредитные механизмы МВФ. Реагируя на пандемию, МВФ оперативно создал линию краткосрочной поддержки ликвидности — новый механизм предоставления помощи по обеспечению ликвидности, расширив при этом доступ к уже существующим механизмам, в том числе допускающим кредитование без наличия полноценной программы. В первой половине 2020 года в МВФ поступило более 100 заявок на экстренное финансирование.

Общий кредитный потенциал МВФ ограничивается 1 трлн долларов США. Эта сумма может оказаться недостаточной, чтобы преодолеть все последствия пандемии и справиться с тем, что может произойти в дальнейшем. Сокращение ресурсов МВФ удалось предотвратить путем пересмотра условий многосторонних и двусторонних соглашений Фонда о заимствовании, включая Новые соглашения о займах. Однако усилия по наращиванию этих ресурсов за счет увеличения квот МВФ оказались безрезультатными. Кроме того, не была достигнута необходимая договоренность квалифицированного большинства стран о новом распределении специальных прав заимствования (СДР), несмотря на многочисленные призывы со стороны официальных лиц и научного сообщества. Реформирование системы управления МВФ в контексте Общего пересмотра квот и повышение международной роли СДР давно стоят на повестке дня. Кризис COVID-19 заставляет

вспомнить, что эти усилия остаются незавершенными, и что эта незавершенность ослабляет глобальную систему финансовой безопасности.

Родственная МВФ организация, Всемирный банк, может в качестве своего вклада в преодоление кризиса указать на так называемые пандемические облигации. В 2017 году, реагируя на вспышку лихорадки Эбола в Западной Африке, Всемирный банк при финансовой поддержке ряда доноров из числа стран с развитой экономикой обеспечил размещение среди частных инвесторов облигаций, предусматривающих выплату средств в случае пандемии. Первоначально этот инструмент представлялся идеальным в качестве страхования бедных стран от шоков в области здравоохранения.

Но все обернулось иначе. Теперь представляется, что облигации были излишне усложненными; их документальное оформление было настолько запутанным, что ни инвесторы, ни власти не знали, что они получают. Строгие условия инициации выплат были выполнены только через 132 дня после начала эпидемии, когда в мире было выявлено более 2 млн случаев заболевания. Одним из показателей для инициации выплат было количество случаев, выявленных и указанных в отчетности на национальном уровне, но бедные страны оказались наименее подготовленными для ведения такой работы. В отличие от катастрофных облигаций, выплаты по которым производились для борьбы с последствиями урагана или землетрясения в одной или нескольких странах, пандемические облигации обусловили большое количество одновременных выплат, поскольку пандемия COVID-19 носит глобальный характер. Вследствие этого инвесторы в данные облигации потеряли свои вклады.

Неприятие подобной структуры как развивающимися странами, так и инвесторами, стало очевидно, когда Всемирный банк отказался от планов по организации еще одного пандемического выпуска в этом году. Сама идея финансового страхования от пандемий в той или иной форме концептуально обоснована, но удовлетворительная структура ее реализации пока не найдена.

Урегулирование долговых проблем

И, наконец, существует проблема обслуживания долговых обязательств на фоне краха цен на сырьевые товары и сокращения объема мировой торговли. Признавая эти реалии, в апреле 2020 года МВФ оказал помощь по обслуживанию долговых обязательств, первоначально на шесть месяцев, 29 странам с низким уровнем доходов, которым ранее были предоставлены займы. Кроме того, директор-распорядитель Кристиалина Георгиева призвала правительства, предоставившие двусторонние кредиты странам с низкими доходами, а также кредиторов из частного сектора приостановить погашение задолженностей. По итогам встречи министров финансов и управляющих центральных банков Группы 20-ти было опубликовано заявление под названием «План действий Группы 20-ти», в котором эти идеи получили поддержку.

Однако эти инициативы столкнулись с проблемами координации коллективных действий. Для официальных двусторонних кредиторов приостановление платежей представляется неоправданным, если власти других стран не делают того же самого. В этом случае должник получает лишь ограниченную помощь, а согласившиеся на ее предоставление правительства в конечном итоге будут нести бремя финансовых расходов.

С 1950-х годов в официальных кругах подобные вопросы решались через Парижский клуб — объединение стран-кредиторов, первоначально состоявшее из правительств стран Большой семерки под председательством представителя французского казначейства. К сожалению, Китай, который в настоящее время стал более крупным, чем все другие страны-кредиторы вместе взятые, официальным двусторонним кредитором бедных стран, охватываемых инициативой Группы 20-ти, не является членом этого клуба. Китай согласился следовать условиям Парижского клуба по облегчению долгового бремени, но неясно, распространяется ли это обязательство на кредиты его государственных банков и государственных компаний. Даже неизвестно, каков общий объем задолженности бедных стран китайскому официальному сектору. Во всем этом было бы легче разобраться, если бы Китай был полноправным членом Парижского клуба, и то, что он им не является — еще одно проявление того, что глобальная финансовая архитектура не приведена в соответствие с реалиями XXI века.

В случае частного долга задача по выработке соответствующих условий и организации переговорного процесса была возложена на Институт международных финансов (ИМФ), являющийся объединением институциональных инвесторов. В этом подходе есть что-то похожее на заботу лисы о курятнике. ИМФ предостерег страны с формирующимся рынком, что попытки реструктурировать задолженность могут поставить под угрозу их доступ к рынкам, напомнив им, что институциональные инвесторы несут ответственность перед своими клиентами, а не перед органами власти или мировым сообществом. Первоначальные усилия по пересмотру аргентинских гособлигаций зашли в тупик из-за противоречивых договорных положений, регулирующих различные типы облигаций, вследствие отсутствия единого стандарта по оформлению условий выпуска облигаций. Продвижение в этой области замедлилось из-за противодействия со стороны несогласных кредиторов.

Способность имеющегося специального механизма справляться с потоком дел не вызывала уверенности. Бросалось в глаза отсутствие международного механизма или просто стандартной процедуры для решения проблем массовой реструктуризации.

Повестка дня

Итак, что мы узнали о финансовой архитектуре в результате кризиса COVID-19? Нам напомнили о том, что обеспечение устойчивости начинается с создания соответствующих институтов и ресурсов в самих странах. Правительства,

располагающие бюджетными возможностями, смогли ими воспользоваться. Там, где инфляционные ожидания были в достаточной степени закреплены относительно целевого ориентира, центральные банки смогли оказать поддержку финансовым рынкам и экономике. Неожиданно много стран с формирующимся рынком (неожиданно — по меркам предыдущих кризисов) смогли реализовать меры поддержки. Эта способность свидетельствует об их успехах в создании более надежных денежно-кредитных, налогово-бюджетных и финансовых институтов.

На международном уровне опыт представляется не столь воодушевляющим. Базовой валютой трансграничных финансовых операций по-прежнему остается доллар США. Небезосновательно полагать, что эта ситуация изменится, но нет оснований думать, что это случится в обозримом будущем. В то время как спрос на доллары США носит глобальный характер, предложение остается на национальном уровне: оно зависит от политики ФРС США. Имеются потенциальные альтернативные источники долларов США — одним из них не в последнюю очередь является МВФ, который мог бы предоставить более широкий доступ за счет существующих программ и механизмов кредитования, если бы он располагал более обширными ресурсами. Другая возможность — новое распределение СДР. К сожалению, пока нет единого мнения о том, как следует действовать дальше.

Хотя функционирование пандемических облигаций не оправдало ожиданий, сама идея использования финансовых инструментов и рынков для защиты от таких рисков вполне рациональна. Оптимизация структуры таких инструментов и увеличение доли субсидирования, предоставляемой донорами, могут повысить их привлекательность как для органов власти, так и для инвесторов. Вопрос лишь в том, будет ли этого достаточно.

И, наконец, необходимо укрепить механизмы урегулирования долговых проблем. Структуру Парижского клуба следует пересмотреть с учетом реалий XXI века. Официальные структуры должны играть более активную роль в переговорах по реструктуризации частного долга. Они могут установить стандарты для таких переговоров. Они могут настаивать на том, чтобы регулирующие органы обязали институциональных инвесторов соблюдать эти стандарты. Правительства и регулирующие органы могут требовать включения в кредитные договоры положений (оговорок о механизме с одним голосованием на агрегированной основе), поощряющих ускоренную реструктуризацию в случае пандемии или иного глобального кризиса. Они могут запретить торговлю облигациями при отсутствии таких положений. Возможно, что эта стратегия будет работать. Если этого не произойдет, то снова появятся призывы к более жесткому подходу с участием некоего международного суда по делам о банкротстве для суверенных заемщиков. **ФР**

БАРРИ АЙХЕНГРИН — профессор экономики и политологии, фонд Джорджа К. Парди и Элен Н. Парди, Калифорнийский университет в Беркли.