

Решение проблемы внезапных остановок

МВФ и центральные банки должны по-новому работать друг с другом для преодоления финансовых кризисов

Рикардо Рейс



ОСНОВНОЙ ФУНКЦИЕЙ МВФ является предоставление краткосрочных займов странам, которые сталкиваются с внезапным прекращением притока частного капитала. Оставшись в такой ситуации в одиночестве, страны могут испытать резкое снижение обменного курса своих национальных валют, столкнуться с крупными рецессиями и, вероятно, объявить дефолт по своим внешним долгам. Опыт показывает, что эти события могут быстро распространиться на другие страны. Поэтому важно иметь какую-то страховку от внезапного прекращения потоков капитала хотя бы для того, чтобы сгладить отток капитала во времени, предотвратить «срочные распродажи» (продажу активов по ценам намного ниже их рыночной стоимости) и ограничить эффекты цепной реакции. За время, прошедшее после Бреттонвудской конференции 1944 года, причины, особенности и последствия таких внезапных остановок изменились, при этом роль МВФ как кредитора последней инстанции сохранилась.

Банки также становятся жертвами внезапных остановок, но несколько другого рода. Внезапные остановки затрагивают банки, когда те теряют доступ к краткосрочному финансированию, необходимому для финансирования их долгосрочных инвестиций. В этой ситуации они обращаются к своему центральному банку — институту, который уже давно служит им кредитором последней инстанции.

В последнее время эти два вида внезапных остановок объединились в один. Банки, работающие на международном уровне, часто берут займы в иностранной валюте для инвестирования в активы за рубежом. В 2007 году, когда долларové денежные рынки «замерзли», некоторые банки за пре-

делами Соединенных Штатов испытали внезапную остановку. Как и в случае с внезапным прекращением потоков капитала на уровне страны, это событие было связано с потоками капитала через границы, но на карте стояло именно финансирование банков, а не суверенных государств. Центральные банки были готовы исполнить свою роль, но им нужно было конвертировать национальную валюту в иностранную, а напряженность на валютных рынках в связи с финансовым кризисом сделала стоимость заимствований невероятно высокой.

Федеральная резервная система предоставила решение путем открытия долларовых своповых линий с центральными банками некоторых стран. Через эти механизмы ФРС предоставляла доллары этим центральным банкам, а они, в свою очередь, ссужали их своим национальным банкам для финансирования их инвестиций в долларах США. Поскольку внезапная остановка была связана с долларами США, ФРС могла обеспечить необходимое финансирование и предотвратить срочную распродажу долларовых активов. Поскольку в финансировании нуждались национальные банки, именно их собственные центральные банки (которые и регулируют их деятельность и могут лучше всех оценить их платежеспособность и предлагаемое залоговое обеспечение) и предоставляли финансирование через собственные механизмы кредитования и брали на себя кредитный риск. В свою очередь, ФРС получала валюту других стран, и поэтому она не несла почти никакого риска. Если производилось погашение, как всегда и происходило, то эта валюта не попадала в обращение.

Эффективность этих своповых кредитных линий между центральными банками можно оценить двумя взаимодополняющими способами. Во-первых, кредитные механизмы центрального банка должны ограничивать ставки, взимаемые частными кредиторами, и тем самым снижать среднюю рыночную ставку. Действительно, различные своповые линии в долларах США значительно снижали основу отдельных валют к доллару по сравнению с другими валютами, у которых не было преимущества в виде своповых линий. Во-вторых, банки, имеющие доступ к своповой линии центрального банка, должны быть относительно более готовыми инвестировать в номинированные в долларах США финансовые активы, поскольку они могут рассчитывать на кредитора последней инстанции в случае кризиса. Данные показывают, что после того, как процент, взимаемый по долларovým своповым линиям, упал на 50 базисных пунктов в 2011 году, финансовые организации, занимающиеся торговыми опера-

циями в Европе, в значительной степени переместили свои инвестиции в облигации, номинированные в долларах США.

Такие кредиты последней инстанции, безусловно, являются прерогативой центральных банков. В отличие от МВФ центральные банки могут быстро создавать деньги, оценивать платежеспособность банков и определять качество залогового обеспечения. В отличие от кредитов МВФ, своповые линии не являются кредитами правительствам и не монетизируют государственный долг, будь то внутренний или внешний; они используют в качестве стимула обеспечение, а не условия; и они создают традиционный кредитный риск для центрального банка, являющегося получателем, но при этом незначительный риск для центрального банка, являющегося кредитором.

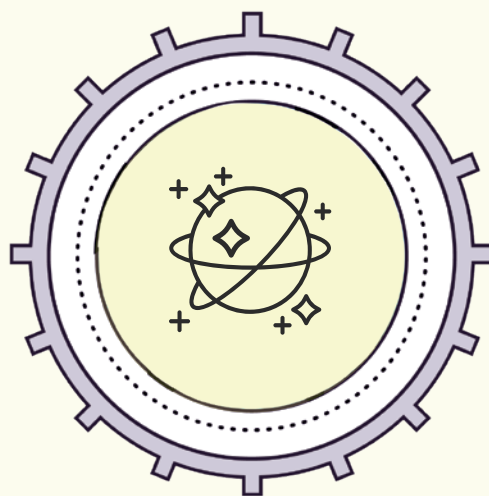
Однако в будущем различие между ролями МВФ и центральных банков в борьбе с международными внезапными остановками, вероятно, станет менее четким.

Почему?

Во-первых, поскольку капитал часто движется при посредничестве банков, бегство капитала из страны часто начинается с вывода средств из ее банков. Кроме того, из-за порочного замкнутого круга, который возникает, когда банки держат большое количество государственных облигаций, возникает тесная взаимосвязь между платежеспособностью банков и государства. Сначала могут использоваться своповые линии центрального банка, но затем вскоре страна обращается к МВФ, в итоге разница между ними сводится лишь к срокам. Собственно, во время кризиса евро в 2010–2012 годах внезапная остановка в странах зоны евро, испытывавших напряжение, сначала привела к запуску механизмов кредитования между центральными банками стран зоны евро в рамках балансов системы TARGET II (сети по обработке платежей зоны евро). В конечном итоге потребовалось кредитование со стороны МВФ.

Во-вторых, механизмы кредитования центральных банков создаются только для решения краткосрочных проблем ликвидности и требуют перехода к операциям в рамках налогово-бюджетной политики, если проблемы сохраняются. Когда у банка возникают трудности с погашением долга перед центральным банком в течение длительного периода времени, привлекаются налогово-бюджетные органы и готовится пакет мер по оказанию экстренной помощи, в рамках которого меры денежно-кредитной политики заменяются мерами налогово-бюджетной политики. Хотя центральные банки стремятся кредитовать организации, которые не имеют ликвидности, но являются платежеспособными, иногда эти организации оказываются неплатежеспособными. Когда это происходит, проблема становится налогово-бюджетной, и для ее решения привлекаются государственные финансы, являющиеся компетенцией МВФ.

В-третьих, количество своповых кредитных линий центральных банков быстро увеличилось. На сегодняшний день существует примерно три типа таких механизмов. Первый тип ориентирован на банки, как было описано выше. Ко второму типу относятся такие механизмы, как договоренности между Народным банком Китая и центральными банками



стран, в которых имеются значительные китайские инвестиции или где крупные финансовые центры помогают компаниям совершать двусторонние расчеты по торговым операциям. Третий тип включает в себя Чангмайскую инициативу стран Юго-Восточной Азии, в рамках которой объединяются международные резервы в случае спекулятивной атаки, и Второй курсовой механизм Европейского центрального банка, который оказывает поддержку доверию к привязкам обменных курсов. Своповые линии третьего типа тесно дополняют или заменяют собой помощь МВФ; однако они являются двусторонними, должны часто продлеваться и являются результатом произвольных политических решений отдельных стран, поэтому они могут быть отозваны в любой момент, даже когда они крайне необходимы.

МВФ мог бы играть определенную роль в будущих своповых линиях и в продвижении многосторонних договоренностей. У ФРС есть всего пять постоянных своповых кредитных линий первого типа, все они созданы вместе со странами с развитой экономикой, но они могли бы быть полезными для многих других центральных банков, особенно в странах с формирующимся рынком, учитывая степень долларизации их банков и экспорта. Центральные банки стран с развитой экономикой законно опасаются, что центральные банки, являющиеся получателями, могут не соблюдать соглашения о своповых линиях и что передаваемая иностранная валюта может подешеветь, если ее обменный курс подвержен сильным колебаниям. МВФ имеет лучшие возможности для того, чтобы провести оценку этого риска, выбрать маржу для применения к текущему обменному курсу и предоставить гарантии по этим контрактам. В таком случае центральный банк, выступающий инициатором, не будет нести никакого риска, как и должно быть. Если центральный банк, являющийся получателем, и его правительство объявят дефолт, то МВФ будет контролировать, сколько национальной валюты поступает в обращение, размер кредитов МВФ, а также какой объем капитала МВФ подвергается риску. Кредиты МВФ и своповые линии центрального банка — это совершенно разные инструменты, но МВФ мог бы играть определенную роль в свопах, чтобы дополнить собственные механизмы кредитования. **ФР**

РИКАРДО РЕИС — профессор экономики, стипендиат программы О.У. Филлипа Лондонской школы экономики и политических наук.