

Реформа глобальной финансовой архитектуры

Опубликовано «Финансы и кредит» №8, 2001, с.17-24

Листая хроники международной валютной системы, сталкиваешься со знакомой закономерностью: «пока гром не грянет мужик не перекрестится». Преобразования международной системы начинаются только тогда, когда кризис приобретает невероятный размер, так что достается большинству стран мира. Знакомые сюжеты: развал Бреттон-Вудса, долговой кризис 1980-х гг., потрясения 1990-х гг., - всякий раз международное сообщество начинает шевелиться *ex post*. Так произошло и на этот раз. С 1998 г. МВФ забил в набат, призывая к пересмотру структуры международной системы. Собственно, особых изменений системы не предполагается. Ее цели остаются теми же самыми: развитие торговли и инвестиций, содействие экономическому росту, достижение более-менее равномерного распределения доходов и, наконец, поддержание мировой стабильности. Основные задачи, которые ставятся перед реформой, также не претерпели изменений: как разделить среди стран бремя макроэкономической адаптации, какова желательная скорость адаптации, существуют ли лучший стабилизационный якорь для системы и инструменты финансирования кризисов. Из года в год мы видим, слушаем, читаем одних и тех же людей, занятых проблемами реформ. В 1999 г. МВФ на конференции «Ключевые вопросы реформы международной валютной и финансовой системы» собрал корифеев, занимавшихся реформами 1970-х и 1980-х гг. Среди них оказались «отец» международного монетаризма Рональд МакКиннон, главный экономист МВФ Майкл Мусса, классик макроэкономики Рудигер Дорнбуш, бессменный генератор глобальных задумок и профессор Гарвардского Университета Джеффри Френкель, автор проекта «На пути к новой международной финансовой архитектуре» Барри Эйхенгрин, «прадедушка» японской экономической науки Такатоши Ито и идейный вдохновитель Луврского соглашения 1987 г. Джон Вилльямсон. Даже патриарх Питер Кенен, человек, который в дни своей молодости писал совместно с Джоном Мейнардом Кейнсом устав МВФ, был призван «под ружье». Собравшаяся тусовка назвала намечающиеся преобразования «Реформа глобальной финансовой архитектуры».

Несмотря на повторяющиеся десятилетиями одни и те же картинки, текущая реформа имеет ряд особенностей. Во-первых, ранее не наблюдалась столь большая волатильность обменных курсов валют. Среднесрочные колебания валютных курсов ведущих стран составляют 20%-50%, не говоря уже о развивающихся странах, для которых 100%-200% стали чуть ли уже не нормой. После введения евро и формирования долларовой и европейской валютных блоков проблема повышенной волатильности обострилась – ведь волатильность трансатлантического курса приводит к дестабилизации целых континентов. Кто захочет надолго инвестировать, зная о возможности полного обесценения вложений? Волатильность подрывает стимулы к международной торговле и планированию бизнеса. Безобразия, часто происходящие на FOREX, заставляют стряхнуть пыль с проектов Вилльямсона и МакКиннона по созданию нового Бреттон-Вудса.

Вторая проблема международной финансовой стабильности – валютные кризисы. Посмотрев на статистику, я как-то подсчитал, что в среднем в мире происходит семь валютных кризисов в год. С момента перехода на плавающие курсы большая часть кризисов пришлась на период 1975-86 гг. (см. рис.). Гораздо меньшее количество кризисов наблюдалось в 1987-99 гг. Следует отметить, что частота валютных кризисов увеличивалась дважды. Сначала в середине 1970-х гг. под влиянием внешних нефтяных

шоков, а затем в середине 1980-х гг. во время долгового кризиса развивающихся стран. Характерно, что в 1975-86 гг. кризисам были подвержены в основном промышленно развитые страны, а в 1987-99 гг. – развивающиеся. Уместна ли постановка проблемы международной финансовой стабильности, если общее число кризисов имеет тенденцию к снижению? Да, уместна, поскольку масштабы кризисов с точки зрения темпов девальвации или обесценения национальной валюты неимоверно возросли. В отличие от ранних кризисов, современные кризисы обрели сложную и непредсказуемую природу, в результате чего защита от них и прогнозирование событий становятся все менее и менее реалистичными. Особенностями кризисов 1990-х гг. также является то, что их катализаторами послужили частные потоки капитала. В отличие от кризисов 1980-х гг., в которых также участвовали «горячие деньги», в кризисах 1990-х гг. большую роль сыграл частный сектор и его долги. Кроме того, критически важными оказались т.н. инфекции кризисов, слабые внутренние финансовые системы и бесполезная помощь МВФ. Для разрешения всех проблем был предложен большой спектр проектов: от самого глобального, - введение единых денег планеты Земля, - до автаркии, - полная изоляция страны от внешнего мира. После упорных дебатов к началу 2001 г. осталось всего три наиболее реальных варианта: мировой кредитор последней инстанции, контроль над движением капитала и пересмотр кредитной практики. Им мы и посвятим дальнейшее повествование.

Всемирный кредитор

Зачем нужен кредитор последней инстанции? Говоря простым языком, это учреждение, которое в безысходной ситуации даст денег займы, когда все остальные кредиторы уже отказали. Само выражение «кредитор последней инстанции» (lender of last resort) придумал английский экономист Уильям Бэйджот в связи с платежными кризисами XIX века. Всякий раз во время кризиса Банк Англии приходилось печатать деньги, чтобы избавиться от дефицита ликвидности в экономике. Как показал опыт 1990-х гг. одной из ключевых причин финансовых кризисов являлся недостаток ликвидности и невозможность рефинансировать краткосрочный долг. На национальном уровне такие проблемы решаются с помощью кредитора последней инстанции, которым обычно выступает центральный банк. Он выдает экстренные кредиты банкам, чтобы те смогли расплатиться с вкладчиками или кредиторами. Потребность в мировом кредиторе может быть оправдана тем фактом, что внешний долг развивающихся стран чаще всего номинирован в иностранной валюте, доступ к эмиссии которой национальный кредитор последней инстанции никогда не имеет. Как свидетельствуют исследования, проведенные в Федеральном Резервном Банке Ричмонда (США), слабость национальной банковской системы и ограниченные возможности внутреннего центрального банка по обеспечению межбанковского рынка международной ликвидностью могут быть причиной двойного кризиса: на валютном рынке и в банковской сфере. Согласно полученным выводам, мировой кредитор последней инстанции способен не только защитить банковский сектор, но и снизить распространения финансового кризиса из одной страны в другую.

Функции международного кредитора последней инстанции может выполнять как страховой институт, так и наднациональное банковское учреждение. В декабре 1997 г. известный всему миру финансист Джордж Сорос в *Financial Times* предложил схему гарантий по международным кредитам. Развивая свою идею, он фактически пришел к концепции мирового кредитора. По его мысли, им должен быть институт международного центрального банка. В январе 1999 г. Сорос опубликовал еще одну статью в *Financial Times*, где отстаивал необходимость создания международного центрального банка.

Главное, за что критикуют мирового кредитора, это за риск безответственного поведения. Любая страна, зная о возможности получения кредита, может сознательно проводить рискованную экономическую политику с большим долгом, бюджетным

дефицитом и т.д. По мнению многих специалистов, пакеты помощи МВФ с треском провалились именно из-за проблемы недобросовестного поведения стран-получателей помощи. Например, у нас до 1998 г. в проекты российских бюджетов априори закладывались деньги МВФ, а потом доказывалось, что без них неизбежен секвестр и кризис. Решение проблемы предполагает вмешательство во внутренние дела, что международный институт делать не в силах.

Другой загвоздкой являются ресурсы кредитования. Откуда взять деньги? В принципе, кредитор последней инстанции способен их сам печатать. Введение планетарной валюты вовсе необязательно, достаточно просто иметь возможность эмитировать уже существующие в мире твердые валюты. Например, профессор Калифорнийского Университета и экс-советник МВФ Барри Эйхенгрин полагает, что мировой кредитор не обязательно должен печатать деньги, однако ему особенно важно иметь доступ к резервам твердых валют. В то же время как признается Эйхенгрин, требуемые объемы резервов являются «нереалистически большими» (1). В случае, если мировой кредитор станет испытывать дефицит резервов, последствия для международной финансовой системы будут значительно хуже, нежели он не занимался бы кредитованием вообще.

В зависимости от того, как решать две описанные проблемы, мировой кредитор последней инстанции может иметь разный статус. Например, им способен быть наднациональный центральный банк с собственной эмиссией и мировой денежно-кредитной политикой. Правда, непонятно, как он будет тогда соотноситься с ФРС США, которая оказывает потенциально большее влияние на глобальный рынок. Или мировой кредитор может быть надзорным агентством и следовать политике банковского регулирования. В первом случае он выдает ссуды анонимно, рассчитывая на то, что рынок самостоятельно и эффективно распределит полученные деньги среди кредитоспособных банков. Во втором случае мировой кредитор, на нерыночных условиях и оговаривая особые требования, предоставляет средства строго определенным заемщикам.

Мой хороший знакомый Оливер Джин, аналитик МВФ, совместно с профессором Женевского института международных исследований Чарльзом Выплошем, выяснили, что оба варианта ведут к разным экономическим последствиям (2). Если кредитор будет проводить мировую денежно-кредитную политику, ему потребуется гораздо больше резервов, по сравнению с уровнем, необходимым внутреннему кредитору последней инстанции для решения той же задачи. Хочет того мировой кредитор или нет, часть его резервов пойдет на финансирование оттока капитала, вызванного спекулятивными операциями. Если мировой кредитор станет весить себя так же, как и национальное агентство по банковскому регулированию и надзору, то ему потребуется заметно меньше резервов. Однако такая политика требует глубокого вмешательства во внутренние дела национальной финансовой системы в связи, с чем при существующих международных институциональных соглашениях ее невозможно воплотить на практике (вспомним хотя бы попытки МВФ навязать Банку России пакет банковских реформ).

Сейчас функции мирового кредитора последней инстанции выполняет МВФ, который «и жнец, и кузнец, и на дуде игрец». Он и надзирает за экономической политикой правительства, и эмитирует SDR. В 1999 г. первый заместитель директора-распорядителя МВФ Стэнли Фишер заявил, что Фонду следует полноценно двигаться от просто политики международного кредитования к институту мирового кредитора. Стандартными инструментами Фонда являются программа краткосрочного финансирования от 12 до 18 месяцев (*stand by arrangement*) и программа среднесрочного финансирования на три года (*extended by arrangement*). Сроки погашения краткосрочных кредитов составляют пять лет, а среднесрочных – десять лет. Объем кредитования в обоих случаях ограничивается размером страновой квоты. Начиная с мексиканского кризиса 1994-95 гг. было много разговоров об усовершенствовании кредитования МВФ. Азиатский кризис 1997-98 гг. пришелся как раз кстати. В 1997 г. МВФ ввел в действие

программу дополнительного резервного финансирования (supplemental reserve facility). Главное ее отличие от всех традиционных программ Фонда состоит в том, что доступ к кредитным ресурсам ничем не ограничен. Однако сроки погашения очень короткие, а ставки на уровне рыночных. В 1999 г. МВФ утвердил еще одну программу «обусловленных» кредитных линий (contingent credit lines). Смысл ее заключается в том, что страны, проводившие «безупречную» экономическую политику, могут получить неограниченный доступ к ресурсам Фонда. Обусловленные кредитные линии являются своеобразным аналогом банковских открытых кредитных линий. Однако почему-то никто денег у МВФ по обусловленной линии брать не захотел. Это «почему-то», видимо, объясняется рыночными условиями кредитования.

Зачем Фонд переключился с обычной практики льготного кредитования на рыночное? После азиатского кризиса политика МВФ поменялась на 180 градусов. Теперь он не желает предоставлять ссуды странам, если видит возможность риска безответственного поведения. К сожалению, в путинском кабинете это еще не поняли, и до сих пор рассчитывают на новые кредиты. Однако факт остается фактом: функции международного кредитора последней инстанции невозможно выполнить, не порождая проблемы недобросовестного поведения. Из-за чего многие ратуют за сокращение функций Фонда, а некоторые эксперты высказываются даже за его ликвидацию. В марте 2000 г. был опубликован отчет Консультативной Комиссии Конгресса США по международным финансовым организациям (т.н. Комиссия Мельцера). Комиссию возглавил Аллан Мельцер, профессор экономики Университета Карнеги-Меллона. Среди известных экономистов в нее также входил Джеффри Сакс, директор Центра международного развития Гарвардского Университета. По мнению членов Комиссии, помощь МВФ порождает ожидания новых кредитов и провоцирует спекулятивную игру на рынках. Чтобы избежать этого Комиссия предлагает несколько коренных изменений:

- сделать основной функцией МВФ краткосрочное кредитование в кризисных ситуациях;
- в случае предоставления кредитов, процентная ставка по ним должна быть не только рыночной, но и высокой (по крайней мере, выше ставки текущих заимствований), чтобы к МВФ обращались лишь в крайнем случае;
- кредиты должны носить четко оговоренный приоритетный характер с правом первоочередного обращения требований на активы должника;
- развивающиеся страны должны отвечать сами за себя и прежде чем обращаться к Фонду им следует обеспечить необходимую капитализацию банковской системы, либерализовать финансовые рынки, устранить коррупцию и сбалансировать налогово-бюджетную политику;
- общеэкономическая политика и налогово-бюджетная политика, в частности, должна согласовываться с МВФ.

Кроме того, Всемирный Банк предполагается реформировать таким образом, чтобы снизить объемы кредитов, предназначить займы для базовых структурных реформ и ликвидировать группу финансовых организаций, действующих совместно с Банком. После обнародования отчета Комиссии ответ в виде статьи президента Всемирного Банка Джеймса Вульфенсона был опубликован спустя несколько дней в Washington Post: «... мы уверены, что некоторые предложения Комиссии основаны на принципиальном непонимании задач, которые сегодня стоят перед нами. Если предложения, изложенные в отчете, будут осуществлены, то больше всего пострадают бедные люди в развивающихся странах... Вряд ли можно считать рекомендации Комиссии основанными на тщательном анализе и аккуратном использовании статистических данных. К сожалению, по моему мнению, эти рекомендации ошибочны...». Хотя атака Комиссии Мельцера и была отбита, тем не менее, новый директор-распорядитель МВФ, Кайо Кох-Вейзер, в 2000 г. вынужденно заявил, что Фонд отказывается от претензий на звание мирового кредитора и больше кредитовать в прежних масштабах не собирается.

Регулирование движения капитала

Ни для кого не секрет, что валютные и фондовые кризисы вызываются масштабными спекуляциями. Можно ли ограничить финансовые сделки так, чтобы они не приводили к разрушительной дестабилизации? Длительное время считалось, что это не слишком разумно. Сторонники *laissez-faire* полагали – свободная мобильность капиталов так же выгодна, как и свободная международная торговля. В МВФ всецело разделяли такую точку зрения. По отношению к развивающимся странам и государствам с переходной экономикой МВФ советовал, поощрял и требовал либерализации финансовых операций. Фонд даже собирался ввести соответствующие поправки в свой Устав, чтобы официально запретить контроль над движением капитала. Однако азиатский кризис перевернул все с ног на голову. Теперь уже регулирование движения капитала не считается абсолютным злом.

Собственно, контроль над движением капитала не является современным изобретением. Еще во времена золотого стандарта в ходе Первой мировой войны правительства ограничивали покупки иностранных активов и займы за рубежом дабы избежать утечки капитала. После Великой депрессии контроль над движением капитала прочно вошел в арсенал экономической политики государства. Формы он может принимать самые различные: от рыночного регулирования до административного контроля. Среди рыночных форм наибольшей популярностью пользуются множественные валютные курсы, явное и скрытое налогообложение, а также количественные требования к резидентам и нерезидентам. Контроль над оттоком капитала рассматривается как мера по предотвращению финансового кризиса. Различают два типа контроля: первый соответствует «превентивному» или «профилактическому» контролю. Его ужесточают, когда страна сталкивается с серьезным дефицитом платежного баланса, однако до девальвации дело еще не дошло. Второй тип контроля над оттоком можно обозначить как «оздоровительный». Страны, уже пережившие кризис, могут извлечь выгоду от временного ужесточения контроля, поскольку он позволяет получить дополнительное время для реструктуризации финансового сектора и экономики в целом.

Одно из ранних и наиболее известных предложений по контролю над движением капитала было выдвинуто лауреатом нобелевской премии по экономике Джеймсом Тобином. В 1978 г. в проекте международной валютной реформы для «снижения избыточной эффективности» финансовых рынков он предложил ввести всеобщий прогрессивный налог на валютные операции. После фондового краха 1987 г. идею косвенного налога для снижения волатильности на рынке ценных бумаг поддержали профессор Массачусетского Технологического Института Рудигер Дорнбуш и будущий глава Казначейства США Лоуренс Саммерс. Однако практическое введение налога Тобина – трудная задача. Он будет работать только, если все страны станут его одновременно использовать. Эта трудность фактически сделала налог Тобина технически и политически неприменимым. Кроме того, современные финансовые дериваты позволяют обойти такой налог, что сводит его эффект на нет.

Другой популярный вариант контроля над движением капитала - множественные валютные курсы. Тот же Дорнбуш совместно с Джеффри Франкелем предложили ограничить движение международного капитала при помощи двойных валютных курсов (т.н. «десять предложений для международной валютной реформы»). Менее гибкие курсы могли бы быть применимы к торговым операциям, а более гибкие – к финансовым операциям по счету движения капитала. Как Тобин, так и Дорнбуш с Франкелем полагают, что при ограничении мобильности капитала и введении сегментации рынка, международная валютная система будет работать гораздо эффективнее, и, следовательно, исчезнет необходимость в тесной координации макроэкономической политики, которую они считают бесполезной и нецелесообразной.

Хотя экономисты с дотошной настойчивостью придумывают новые варианты общемирового контроля над движением капитала, их все никак не применяют на практике. Причина – власть предрешающая никак не может договориться между собой. То ущемляются интересы одной страны, то другой. Наконец, МВФ, выступающему инициатором переговоров, надоело заниматься пустой болтовней. В конце 1990-х гг. было решено отойти от проектов глобальных и универсальных схем и обратиться к более скромным предложениям для конкретных стран. С 1998 г. МВФ одобряет рыночные формы контроля над движением капитала

Наиболее популярной и модной системой регулирования признали чилийскую модель. Смысл ее состоит в системе резервных требований для нерезидентов, импортирующих капитал в страну. Как обычные банковские резервные требования дифференцируются в зависимости от вида вклада, так и требования для нерезидентов разнятся в зависимости от инвестиций. Для портфельных инвестиций сроком в один год ставка отчислений составляла 20%, а для пятилетних – 0%. Прямые инвестиции и связанные с ними операции резервным требованиям не подвергались. В случае наступления кризиса требования по валютным активам можно поднять до 100% и выше, что сразу останавливает спекулятивную атаку. К аналогичной системе регулирования прибегли Бразилия, Колумбия, Тайланд и Малайзия. Удачность чилийской модели подтвердила практика. Ни в ходе мексиканского кризиса 1994-95 гг., ни во время азиатского кризиса 1997-98 гг. никакие кризисы Чили не потрясали (хотя предпосылки для этого имелись). Контроль над движением капитала сделал свое дело: инвестиции в стране были, в основном, долгосрочные. Краткосрочными стало просто не выгодно заниматься.

Анализируя теорию и практику контроля над движением капитала Пол Кругман, известный профессор Массачусетского Технологического Института, выдвинул четыре принципа регулирования:

- контроль должен как можно меньше вмешиваться во внутренние экономические связи;
- независимо от того, насколько он действенен, контроль создает искажения в экономике, которые имеют тенденцию усиливаться во времени, поэтому его следует использовать только на непродолжительный период;
- контроль не рекомендуется применять для защиты от спекулянтов, поскольку это приведет к росту реального валютного курса и падению конкурентоспособности экспортных отраслей;
- контроль должен способствовать фундаментальной реформе, но не служить ее альтернативой.

Исследования, - несмотря на обычные теоретические противоречия, - в целом приходят к определенному согласию об эффективности контроля над движением капитала. Он позволяет изменить структуру привлеченного капитала, поддерживать небольшой постоянный процентный дифференциал, препятствовать проникновению иностранцев на внутренний рынок и т.д. Однако ограничения никак не могут компенсировать несостоятельную экономическую политику властей, и их эффективность снижается во времени, по мере того как частный сектор совершенствуется в способах обхода госконтроля.

Координация кредиторов

Третье недавно предложенное новшество, еще не реализованное на практике, заключается в ведении применительно к международным облигациям т.н. оговорок коллективных действий (collective-action clauses). По идее, они должны облегчить реструктуризации долгов и снять часть напряжения на мировом финансовом рынке. С 1999 г. рынок только и слышит о реструктуризации внешней задолженности развивающихся стран. Первая ласточка прилетела в январе 1999 г. Тогда Парижский Клуб совместно с МВФ принял

решение о реструктуризации суверенного долга Пакистана. Причем в состав внешней задолженности были включены и международные облигации, держателями которых выступают частные лица, что раньше не практиковалось. Это мало заметное, на первый взгляд, событие в действительности оказало серьезное влияние на международный рынок. Инвесторов беспокоило, что подход к пакистанской задолженности мог быть применен к обязательствам других развивающихся стран. И они не ошиблись. За Пакистаном дефолт с последующей реструктуризацией еврооблигаций объявили Украина, Эквадор и Румыния. Шок возник из-за того, что еврооблигации считались безрисковыми бумагами, не подпадающими под реструктуризацию.

В связи с изменением обстоятельств в настоящее время Парижский Клуб и МВФ настаивают на применении принципа сопоставимости отношений (*comparability of terms*) между всеми кредиторами (как официальными, т.е. международными организациями и государством, так и частными) и по всем типам финансовых инструментов (кредитам и облигациям). Принцип сопоставимости отношений означает равное распределение потерь в результате реструктуризации внешней задолженности. Такой подход предусмотрен, например, в законодательстве Великобритании. В принципе, евробонды и брэйд-облигации не считаются "старшими" обязательствами, но на практике они обладают привилегированным статусом, который исключает их из списка кандидатов на реструктуризацию. Теперь международные организации во главе с Парижским Клубом предлагают распределять ответственность за неудачное финансирование государства-заемщика между всеми без исключения: банками-кредиторами, государством, частными инвесторами и т.д.

Впервые идея общего пересмотра условий погашения суверенного долга была подробно изложена в 1996 г. рабочей группой стран G10 в резолюции, посвященной страновым кризисам ликвидности. Помимо того, что рабочая группа предлагала разработать новые договорные условия, облегчающие сотрудничество между должниками и частными кредиторами, она настаивала на том, что ни один тип долгового обязательства не может быть освобожден от задержки платежей или реструктуризации. Эта проблема также обсуждалась в октябре 1998 г. в рамках рабочей группы по Международным Финансовым Кризисам (т.н. Группа Вилларда) как часть мер, направленных на структурную реформу глобальной финансовой системы. С этим в 1999 г. согласилась Группа Семи (G7).

В настоящее время в официальных кругах существует убеждение, что привилегированный статус еврооблигаций создал искажение в ценообразовании по финансовым инструментам, которое, в конечном счете, привело к накоплению чрезмерной задолженности в некоторых развивающихся странах. Кроме того, статус еврооблигаций способствовал психологии авантюрного риска, когда поведение инвесторов было направлено на сознательное увеличение вероятности возможных потерь в надежде, что убытки будут полностью (или даже с избытком) покрыты гарантиями по погашению долговых бумаг.

Все эти искажения нормального рыночного процесса могут быть разрешены только посредством равноправного распределения бремени долговых проблем среди официальных и частных кредиторов. Однако в связи с тем, что пока не существует никакого приемлемого механизма реструктуризации международных долговых ценных бумаг, невыполнение обязательств по еврооблигациям имеет ряд серьезных последствий. Для их разрешения предлагается координировать кредиторов с помощью коллективного договора с определенными оговорками. Такой подход был широко распространен в конце XIX. Барри Эйхенгрин, как специалист по эпохе золотого стандарта, совместно с экономистами Всемирного Банка в 2000 г. разработал несколько рекомендаций, учитывающих прошлый опыт (3). В них он рассмотрел возможные варианты решений нескольких проблем.

Реструктуризация международных облигаций ведет к серии кросс-дефолтов (cross default) или, иначе говоря, перекрестному невыполнению обязательств. Оно означает отзыв кредита или требование погашения долговых ценных бумаг. Если должник современно не выплатил проценты по кредиту или не исполнил иные условия кредитования пусть даже по другому соглашению или выпуску еврооблигаций, то кредитор имеет право объявить наступление дефолта у заемщика и отозвать выданный кредит или требовать погашения долга. Чтобы такого не происходило, коллективные договора должны заключаться отдельно для «старших» и «младших» обязательств.

Несмотря на согласие основной группы кредиторов пойти на реструктуризацию внешней задолженности, отдельные лица могут пожелать погасить долги через обращение в суд. Кроме того, реструктуризация долга требует согласия большинства держателей облигаций. В связи с тем, что облигационерами могут выступать десятки тысяч мелких инвесторов, наладить переговорный процесс между ними - далеко не простое занятие. Коллективный договор должен предусматривать механизм выдвижения единого представителя кредиторов, условия создания их комитета и принятие решений квалифицированным большинством. Все это позволит избежать шантажа группы кредиторов со стороны одного из своих «собратьев по несчастью».

По большому счету, финансовые посредники обычно препятствуют продвижению идей, подобных унификации условий погашения долга. Это ведет к угрозе убытков по портфелям обязательств развивающихся стран; изменению соотношения доходности между такими инструментами, как брэйди-облигации и еврооблигации; снижению доходности посреднического бизнеса и т.д. Инвестиционные банки полагают, что реформа приведет только к снижению частных объемов финансирования и увеличению дополнительных денежных вливаний со стороны официальных кредиторов. Страны-заемщики, в свою очередь, обеспокоены тем, что введение принципа сопоставимости отношений поднимет премии за риск по международным долговым ценным бумагам и, тем самым, уменьшит возможности внешнего финансирования. Однако количественный анализ показывает, что оговорки коллективных действий снижают издержки для кредитоспособных стран и увеличивают их для низкорейтинговых должников. Расчеты свидетельствуют о том, что заемщики с рейтингом ниже 50 по шкале журнала «Institutional Investor» оплачивают большую премию за риск, чем эмитенты с рейтингом более 50, выпустившие ценные бумаги по британскому законодательству.

Сторонники реформы полагают, что премия за риск до начала азиатского кризиса была слишком низкой, что само по себе способствовало раздуванию задолженности развивающихся стран. Если отказ от привилегированного статуса еврооблигаций закончится лучшей, чем сейчас, оценкой риска, это снизит возможности чрезмерного роста международного долга и увеличит финансовую стабильность, что, в конечном счете, выгодно как должникам, так и кредиторам.

Однако основная проблема, - как на практике реализовать оговорки коллективных действий, - остается не закрытой. Ведь единого общемирового законодательства не существует. Эмитенты сами вольны выбирать, по какому законодательству выпускать свои долговые обязательства. Неудачи международных организаций в разрешении этого вопроса добавляют аргументов тем, кто утверждает, что координация кредиторов – скорее часть проблемы, нежели ее решение. С ними трудно не согласиться. Координация кредиторов легка лишь в теории. На практике же нет никакого нормального механизма разделения издержек кризиса между разными инвесторами. С 2000 г. МВФ пытается в одностороннем порядке координировать кредиторов. Его новая стратегия построена исключительно на заявлениях о намерениях и заключается она в том, что Фонд не будет кредитовать, если поймет, что частный сектор не готов пролонгировать кредиты и реструктурировать обязательства. Россия переживает последствия такой политики, которая не имеет никакого влияния на частный сектор, поскольку ни к чему не обязывает. Результаты можно увидеть на примере осенне-зимнего финансового кризиса в Турции.

По большому счету, намеченная реформа глобальной финансовой архитектуры с треском провалена. Что сейчас происходит на официальном уровне? Всемирный Банк совместно с МВФ так и не провели никаких преобразований. То, что они сейчас делают, заложено еще в программе 1999 года, разработанной еще при прошлом директоре-распорядителе МВФ Мишеле Камдессю. Эта программа включает в себя пять пунктов. Во-первых, придать большую открытость и транспарентность финансовому положению государства и частного сектора. Идея прозрачности финансовой отчетности позаимствована из теории рациональных ожиданий, мало имеющей отношение к действительности. Правда, в международных организациях этого не замечают, поскольку среди их специалистов днем с огнем не сыщешь нелибералов. Во-вторых, разработка правил («кодексов») экономической политики и поведения на финансовых рынках. В частности, в сентябре 1999 г. Временный комитет МВФ принял «Кодекс надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике». В третьих, продолжить либерализацию движения капитала. Однако теперь либерализация должна проводиться с большим количеством оговорок. В четвертых, укреплять и реформировать финансовый сектор, хотя кто об этом не знает (*sic!*). Создание механизма поддержки частных финансовых институтов, оказавшихся на грани банкротства. Итак, проблемы перенесены на внутринациональный уровень, а сама глобальная реформа благополучно похоронена. До следующего раза – пока гром не грянет.

Ссылки

1. Eichengreen B. Toward a New International Financial Architecture. - Institute for International Economics, 1999.
2. Jeanne O. and Wyplosz C. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? - IMF, 2000. Working Paper, Advanced Copy.
3. Eichengreen B. and Mody A. Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? NBER Working Paper №7458, January 2000. Eichengreen B. and Rühl C. The Bail-In Problem: Systematic Goals, Ad Hoc Means. NBER Working Paper №7653, April 2000.