

DOI: 10.31249/kgt/2022.06.02

Трансформация подходов к построению системы антикризисного функционирования основных международных финансовых институтов в условиях новых геополитических вызовов

Антон Викентьевич НАВОЙ

доктор экономических наук, доцент, профессор департамента «Мировые финансы»

ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Ленинградский проспект, д. 49/2, г. Москва, Российская Федерация, 125167

E-mail: Ant.navoy@yandex.ru

ORCID: 0000-0001-7058-4257

ЦИТИРОВАНИЕ: Навой А.В. Трансформация подходов к построению системы антикризисного функционирования основных международных финансовых институтов в условиях новых геополитических вызовов // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. 2022. Т. 15. № 6. С. 28–45.
DOI: 10.31249/kgt/2022.06.02

Статья поступила в редакцию 06.08.2022.

Исправленный текст представлен 30.09.2022.

БЛАГОДАРНОСТЬ. Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета.

АННОТАЦИЯ. *Статья посвящена эволюции роли подходов к построению «глобальных страховочных сетей», критически анализируются элементы глобальных страховочных сетей (национальных, региональных, глобальных) с точки зрения возможности их использования в условиях новых геополитических вызовов. На основе сформированных критериев оценки эффективности*

элементов глобальных страховочных сетей делается вывод о фрагментарности охвата контуром антикризисных механизмов отдельных групп стран: в противовес странам – эмитентам резервных валют, имеющим практически неограниченный и относительно недорогой доступ к элементам сетей, группа развивающихся стран в гораздо меньшей степени охвачена анти-

кризисным регулированием. Выдвигается гипотеза о распаде единой архитектуры глобальных страховочных сетей в условиях новых геополитических вызовов, в частности из-за эрозии антикризисной функции международных резервов, программ МВФ и СВОП-соглашений центральных банков.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: глобализация мировой экономики, глобальные страховочные сети, международные резервы, суверенные фонды благосостояния, МВФ, международные финансовые институты, трансграничное движение капитала, международный кредит, СВОП-соглашения.

Введение

Роль глобального антикризисного регулирования существенно возросла в связи с интенсификацией и учащением мировых финансово-экономических кризисов. Так, в 1998 г. мировой ВВП снизился менее чем на 1%, а уже в 2009 г. – на 5,3%, в 2015 г. – на 5,4%¹. В этой связи международными финансовыми институтами были предприняты меры, направленные на повышение устойчивости международной финансовой системы, в том числе ее адаптивности к новым геополитическим вызовам – ситуации кардинального изменения принципов построения внешнеэкономических отношений, обусловленных глобальными политическими, эпидемиологическими, природными катаклизмами, например пандемией COVID-19.

Повышение устойчивости международной финансовой системы, наряду с созданием предпосылок долгосроч-

ного поступательного развития глобальной экономики, представляет своего рода глобальное общественное благо, в связи с чем в его создании заинтересованы практически все страны. В частности, для него характерно наличие положительных внешних экстерналий, то есть получение выгод всеми экономическими агентами, а также свойство «неконкурентности» – возможности неограниченного использования положительных эффектов участниками международных экономических отношений. Именно это обуславливает участие в качестве субъектов антикризисного регулирования международных финансовых институтов.

Особое место в укреплении устойчивости международной финансовой системы играет разработка антикризисных инструментов, которые, выступая средством «шоковой терапии», и позволяют купировать распространение финансовых проблем одного из регионов на другие экономические территории (*contagion effect*).

Ключевая роль антикризисного инструментария в смягчении последствий распространения кризисных явлений остро поставила вопрос о поиске необходимых для этого финансовых ресурсов, поскольку емкости национальных антикризисных программ оказалось недостаточно для противодействия глобальным финансовым кризисам.

Система антикризисных инструментов, включающая процедуры мобилизации необходимых финансовых ресурсов, их распределения и использования, получила наименование глобальных финансовых страховочных сетей (*Global Financial Safety Net – GFSN*) [Adequacy..., 2016], которые

¹ Расчеты автора по: World Economic Outlook Database – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April/weo-report?a=1&c=001,110,163,119,123,200,511,&s=NGDPD,&sy=1996&ey=2022&ssm=0&scsm=1&sc=0&ssd=1&ssc=0&sic=0&sort=country&ds=.&br=1> (дата обращения: 01.09.2022).

в отечественной литературе чаще именуют глобальными страховочными сетями, или ГСС.

Под глобальными страховочными сетями подразумевают экстренные меры, направленные на сдерживание уже возникших и требующих немедленно вмешательства очагов кризисов, грозящих перекинуться на другие рынки, а также проведение превентивных мероприятий, имеющих целью купировать развитие кризисных явлений на ранних стадиях [IMF Support..., 2008].

Основными задачами ГСС являются: (1) обеспечение страховых механизмов для предотвращения кризисов; (2) предоставление странам необходимого финансирования, если кризисы уже возникли; (3) создание для стран стимулов к принятию превентивных мер, направленных на предотвращение кризисов [Adequacy..., 2016].

К настоящему времени сформировалась многоуровневая международная система институтов и финансовых механизмов, призванных обеспечивать краткосрочное антикризисное финансирование. Основными ее элементами являются следующие институты и механизмы.

Глобальный уровень: Международный валютный фонд (МВФ) и Группа Всемирного банка (ГВБ).

Региональный уровень: региональные финансовые механизмы/соглашения (*Regional Financial Arrangements*, RFA, РФМ), ресурсы региональных и многосторонних банков развития.

Двусторонний уровень: международные резервы центральных банков в рамках заключенных валютных своп-линий центральных банков и иные формы двусторонней финансовой поддержки.

Национальный уровень: международные резервы и средства суверенных фондов благосостояния отдельных стран.

Задачей настоящего исследования является оценка степени эффективности действующего контура ГСС в условиях новых геополитических вызовов.

Содержание, тенденции и основные проблемы глобальных страховочных сетей

Динамика совокупного объема ресурсов, мобилизуемых в рамках ГСС, представлена на рисунке 1. Как следует из рисунка, в основе ресурсов ГСС лежат международные резервы отдельных стран, совокупный объем которых достигает 10 трлн долларов США. Далее с заметным отставанием следуют другие элементы ГСС: своп-линии центральных банков (около 1,8 трлн долларов); ресурсы РФМ (около 1 трлн долларов), совокупные ресурсы МВФ (около 0,6 трлн долларов). Динамика ресурсов ГСС отражает кратное увеличение мобилизуемой ликвидности (за исключением международных резервов): с 0,2 трлн долларов в 2007 г. до почти 4 трлн долларов в 2021 г.² Не менее резок рост международных резервов: с 4 трлн долларов в 2005 г. до 10 трлн долларов в 2020 г.

Важнейшим субъектом реализации страховочных сетей на глобальном уровне выступает МВФ. Череда мировых финансово-экономических кризисов заставила Фонд интенсифицировать работу по модернизации антикризисного инструментария. Общий вектор экстренных кредитных

2 Iancu A., Kim S., Miksjuk A. Global Financial Safety Net – A Lifeline for an Uncertain World. – 2021. – November 30. – URL: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/11/30/global-financial-safety-net-a-lifeline-for-an-uncertain-world> (дата обращения: 01.09.2022).

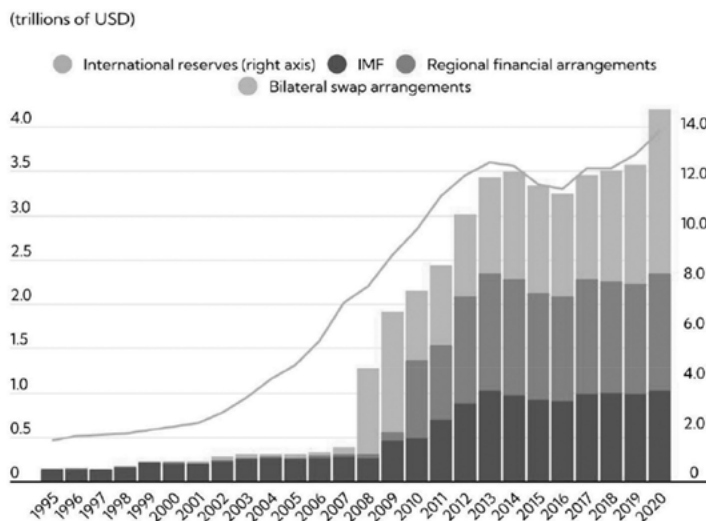


Рисунок 1. Динамика размера и композиции компонентов глобальных страховочных сетей в 1995–2020 гг.

Figure 1. Dynamics of the size and composition of the components of global safety nets in 1995–2020

Источник: [Evolution..., 2021]; US Federal Reserve website; IMF, RFA annual reports and press releases; IMF staff calculations.

программ направлен на максимальное облегчение предоставления нуждающимся странам экстренных финансовых средств. При этом МВФ сохраняет традиционные требования к заемщикам. В рамках пакета антикризисных мер МВФ расширил лимиты доступа к уже существующим кредитным инструментам – стандартным кредитным механизмам МВФ (*standby Arrangements*) и механизмам расширенного кредитования (*Extended Fund Facilities*), а также ввел принципиально новые кредитные программы, например «мгновенный финансовый инструмент» (*Rapid Financial instrument*), предусматривающий оперативное предоставление ликвидности без соблюде-

ния стандартных процедур выделения ресурсов [Financing for Development..., 2016].

Для фондирования кредитных программ, в целях преодоления кризисных явлений, МВФ были предприняты шаги по расширению ресурсной базы. В частности, Фондом было произведено несколько общих и специальных пересмотров квот на общую сумму около 400 млрд СДР³.

Кроме того, расширено привлечение ресурсов вне квотного механизма, в основном в ссудной форме⁴. К концу 2021-го финансового года общая сумма ссудных ресурсов, предоставленных Фонду, достигла 270,3 млрд долларов США.

3 IMF Quotas March 4, 2021 – URL: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/07/14/12/21/IMF-Quotas> (дата обращения: 01.09.2022).

4 План действий по выходу из глобального финансового кризиса. – Лондон, 2009. – URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/london_summit_declaration_on_str_financial_system.pdf (дата обращения: 01.09.2022).

Так, в рамках введенного с 2011 г. механизма Новых соглашений о займах (НСЗ)⁵ привлечено ресурсов на сумму 360,8 млрд СДР в эквиваленте. Основными кредиторами МВФ выступили крупные развитые и развивающиеся страны, в том числе: Япония (67,0 млрд СДР), США (56,4 млрд СДР), Китай (31,7 млрд СДР), ФРГ (25,8 млрд СДР), Франция и Великобритания (по 19,0 млрд СДР), Италия (13,8 млрд СДР), Саудовская Аравия (11,3 млрд СДР) и Швейцария (11,1 млрд СДР)⁶.

Дополнительное финансирование МВФ в рамках Двусторонних соглашений о заимствованиях (ДСЗ) к 2021 г. достигло 193,9 млрд долларов США в эквиваленте. Крупнейшими кредиторами выступали Япония (18,0 млрд СДР), ФРГ (15,0 млрд СДР), Китай (14,7 млрд СДР), Франция (11,6 млрд СДР), Италия (8,5 млрд долларов США)⁷.

В результате интенсивного наращивания ссудного портфеля объемы привлеченных ресурсов Фонда вне квотного механизма превысили размеры квотного фондирования. Так, в результате увеличения квот 54 стран – членов фонда в 2011 и 2015 гг. ресурсы Фонда выросли до 395,0 млрд СДР, в то время как объем привлеченных ссудных ресурсов по состоянию на конец 2021 г. достиг 497,9 млрд СДР⁸.

Таким образом, совокупный объем привлеченных МВФ ресурсов, в том

числе для финансирования антикризисных программ, расширился до 1 трлн СДР, или до 1,2 трлн долларов США в эквиваленте (см. таблицу 1).

Тем не менее участие МВФ в качестве элемента ГСС, по нашему мнению, имеет целый ряд системных изъянов.

Во-первых, ресурсы МВФ несопоставимы с потоком «горячих денег»⁹, который, по оценкам БМР, достигает 700 трлн долларов США¹⁰. Недостаточна емкость антикризисных программ Фонда и для купирования финансовых затруднений на национальных рынках крупных развивающихся стран, в частности Китая, Индии, Бразилии, Мексики, Турции и др.

Во-вторых, Фонд не использует большую часть привлеченных ресурсов на финансирование антикризисных программ в нуждающихся странах по причинам бюрократического характера: потенциальные заемщики не в полной мере отвечают критериям кредитования МВФ. В результате доля предоставленных кредитов в совокупных объемах своих кредитных возможностей Фонда составляет лишь около 10–15% (см. таблицу 2).

В-третьих, использование антикризисных инструментов МВФ крайне обременительно для стран-должников в силу жесткости графика обслуживания долга и невозможности пролонгации его обслуживания, а также

5 IMF Standing Borrowing Arrangements – URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Factsheets/English/Standingborrowingarrangement.ashx> (дата обращения: 01.09.2022).

6 Schedule of Effective NAB Commitments in the General Resources Account at April 30, 2021, and 2020 // IMF Annual Report 2021 Financial Statements. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2021/eng/downloads/2021-financial-statements.pdf> (дата обращения: 01.09.2022).

7 Schedule of Effective Bilateral Borrowing Agreements in the General Resources Account at April 30, 2021, and 2020 // IMF Annual Report 2021 Financial Statements. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2021/eng/downloads/2021-financial-statements.pdf> (дата обращения: 01.09.2022).

8 Financial Resources and Liquidity Position in the General Resources Account at April 30, 2021, and 2020 // IMF Annual Report 2021 Financial Statements. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2021/eng/downloads/2021-financial-statements.pdf> (дата обращения: 01.09.2022).

9 Краткосрочные капиталы спекулятивного характера, моментально перемещающиеся из одной юрисдикции в другую в целях получения мгновенной арбитражной премии.

10 Расчеты автора по BIS Quarterly Review. December 2021. – URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112.htm (дата обращения: 01.09.2022).

Таблица 1. Источники финансирования основных операций МВФ, млн СДР
Table 1. Sources of financing for the main operations of the IMF, million SDRs

Используемые ресурсы	319420
Используемые валюты	297217
СДР	22203
Предоставлено в рамках кредитных соглашений	-94087
Не использовано ресурсов	225333
Ресурсы, привлеченные в рамках ссудных инструментов	495815
НСЗ	360804
ДСЗ	135011
Совокупная величина квот	394972

Источник: составлено автором по: Quarterly Report on IMF Finances: For the Quarter Ended January 31, 2022. – URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Data/IMF-Finance/Quarterly-Financial-Statements/2022/013122.ashx> (дата обращения: 01.09.2022).

Таблица 2. Кредитные программы МВФ и их использование (на 31.03.2022),
млн долларов США
Table 2. IMF loan programs and their use (as of March 31, 2022), million US dollars

Кредитный механизм	Зарезервировано средств, тыс. СДР	Не использовано средств, тыс. СДР	Доля неиспользованных средств, %
Трастовый фонд на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту (<i>Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT</i>) для стран с низким доходом			
Расширенный кредитный механизм	6 723 423	3 946 190	58,7
Стандартный кредитный механизм	151 000	64 000	42,4
Общие ресурсы (<i>General Resources Account, GRA</i>)			
Гибкая кредитная линия	73 367 800	69 617 800	94,9
Превентивная линия повышения ликвидности	1 884 000	1 884 000	100
Расширенный кредитный механизм	47 156 461	32 318 412	68,5
Стандартный кредитный механизм	610 800	155 116	25,4
Итого	129 893 484	107 985 518	83,1

Источник: составлено автором по: <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr11.aspx?memberKey1=ZZZZ&date1key=2025-12-31> (дата обращения: 01.09.2022).

в связи с обусловленностью кредитов Фонда проведением программ финансовой стабилизации.

На региональном уровне элементы ГСС представлены региональными финансовыми механизмами (РФМ) – организованными формами накопления капитала в целях противодействия негативным последствиям развития кризиса на финансовых рынках, а также финансирования программ долгосрочного развития региона [Навой, 2017].

РФМ, как правило, представлены региональными фондами, наполняемыми за счет отчислений стран-участниц [Collaboration..., 2017]. Система отчислений базируется на определенной пропорции к размеру экономики государства-участника. Основные взносы делают крупнейшие страны региона с наибольшим ВВП и населением. За счет сформированных ресурсов фонды предоставляют странам, подвергшимся кризису, кредитные ресурсы на основе заранее определенных критериев.

Механизмы формирования и использования РФМ могут базироваться на преимущественно рыночном финансировании или преимущественном фондировании за счет взносов стран-участниц [Eichengreen, 2012].

Первая группа РФМ предполагает, наряду со взносами стран-участниц, активное привлечение финансирования в форме эмиссии долговых ценных бумаг. К таким РФМ относятся Европейский стабилизационный механизм (*European Stabilization Mechanism*, ЕСМ) и Механизм поддержки платежного баланса ЕС (*Balance of Payments Assistance Facility*, МППБ ЕС), выпускающие долговые ценные бумаги, имеющие категорию квазисуверенных инструментов с высокими рейтингами и низкой стоимостью заимствований. Рыночное фи-

нансирование позволяет РФМ данного типа значительно расширить фондирование антикризисных программ. Например, коэффициент покрытия долга, определяемый как соотношение между оплаченным капиталом и объемом выпущенных непогашенных ЕСМ обязательств, составляет минимум 15%, что дает возможность использовать кредитный рычаг¹¹.

Вторая группа РФМ основана преимущественно на взносах государств-участников без привлечения рыночного финансирования. На этом принципе построена большая часть РФМ, таких как Пул валютных резервов БРИКС (*BRICS Contingent Reserve Arrangement*, ПВР БРИКС), Евразийский фонд стабилизации и развития (ЕФСР). Данная группа РФМ базируется на фактической (оплаченной) и совокупной подписной части взносов. Как правило, фактически вносится небольшая часть подписного взноса (около 10%), а на остальную сумму органы государственной власти стран-участниц выпускают простой вексель. В случае формирования пакета финансовой помощи нуждающейся стране необходимая сумма пакета аккумулируется за счет взносов участников РФМ из суммы векселя пропорционально их доле участия в РФМ. Например, в ЕФСР основой фондирования выступают взносы государств-участников, а также доходы от предоставления средств ЕФСР на возвратной основе (процентные платежи по выданным кредитам). Суммарный вклад государств-участников в ЕФСР поделен на сумму, вносимую денежными средствами (10%), и сумму, оформленную простым, не обращающимся и беспроцентным векселем.

В некоторых РФМ, в частности в ПВР БРИКС и Многосторонней ини-

¹¹ Статья 41 Договора о ЕСМ.

циативе Чианг Май, вместо векселя могут использоваться своп-линии между центральными банками государств-участников. В этом случае необходимые ресурсы нуждающейся стране аккумулируются в форме предоставления ликвидности в виде срочных своп-сделок в резервных валютах в обмен на национальную валюту.

Роль РФМ в качестве элемента ГСС повышается (см. рисунок 1). Как свидетельствуют расчеты МВФ, в распоряжении РФМ находится около 1,5 трлн долларов США [Stocktaking..., 2013, р. 10], то есть превышают размер ресурсов, аккумулируемых Фондом. При этом основная доля ресурсов РФМ пока не задействована, в отличие от активов МВФ, основная часть которых иммобилизована в кредитных линиях.

Привлечение ресурсов РФМ расширилось практически повсеместно. Так, ресурсы МППБ ЕС выросли до 60 млрд евро; ЕСМ – до 700 млрд евро. В результате реформирования механизма Многосторонней инициативы Чианг Май потенциальный объем своп-линий вырос вдвое, до 240 млрд долларов США [Adequacy..., 2016]. Финансовые взносы членов в Арабский валютный фонд (*Arab Monetary Fund*) и Латиноамериканский резервный фонд (*Fondo Latinoamericano de Reservas*) также увеличились примерно вдвое (см. рисунок 2).

Повышение значимости РФМ в качестве элемента ГСС обусловлено рядом факторов [Навой, 2017]. В их числе – недостаточная емкость антикризисных инструментов традиционных международных финансовых организаций, значимые экономические и политические издержки привлечения кредитных ресурсов от них; определенная переориентация на формиро-

вание антикризисных пакетов за счет ресурсов региона; снижение зависимости от развитых стран, участвующих в формировании антикризисной помощи в рамках традиционных МФИ.

Тем не менее ресурсы РФМ, в силу «громоздкости» процедуры их выделения, проигрывают другим элементам ГСС по скорости предоставления, предсказуемости и надежности. Большая часть механизмов РФМ пока не апробирована в полном масштабе по причине отсутствия полномасштабных региональных кризисов, которые обусловили бы спрос на них.

Двусторонний уровень формирования ГСС представлен в основном взаимными своп-линиями центральных банков.

Своп-линии должны были выступить альтернативой антикризисным механизмам МВФ по предоставлению экстренной международной ликвидности. Своп-линии в долларах США были открыты ФРС США в острой фазе кризиса 2008–2009 гг. и предназначались преимущественно для пополнения долларовой ликвидности центральных банков развитых стран.

Основной спрос на долларовое фондирование предъявляли европейские контрагенты, обеспечением служил залог, полученный ЕЦБ от банков в рамках стандартных процедур рефинансирования [ECB, 2009, р. 8–9]. Позднее практика заключения своп-линий была распространена еще на 12 центральных банков, а для эмитентов резервных валют ЕЦБ, Банком Англии и Банком Японии были сняты лимиты на максимальный объем сделок. В различные периоды в рамках своп-линий предоставлялись ресурсы в объеме до 1 трлн долларов США¹².

12 Federal Reserve Balance Sheet: Factors Affecting Reserve Balances. – H.4.1. – 2009. – December 31. – URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/> (дата обращения: 01.09.2022).

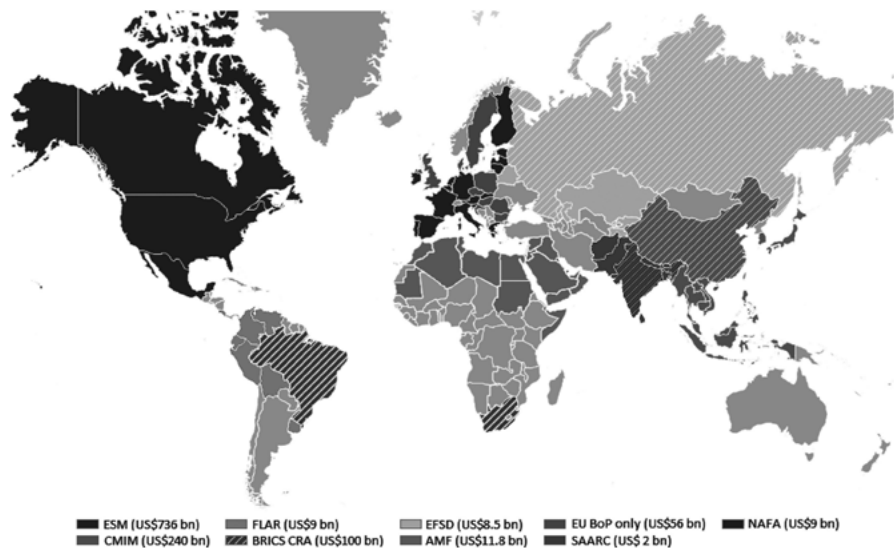


Рисунок 2. РФМ по странам-участницам по состоянию на конец 2015 г.
Figure 2. RFA by countries, end of 2015

Источник: [Adequacy..., 2016, p. 18].

Ресурсы крупнейших РФМ (справочно):

AMF (Arab Monetary Fund) – Арабский валютный фонд – 11,8 млрд долларов США.

FLAR (Latin American Reserve Fund) – Латиноамериканский резервный фонд – 9 млрд долларов.

BRICS CRA (BRICS Contingent Reserve Arrangement) – Пул валютных резервов БРИКС – 100 млрд долларов.

ESM (European Stabilization Mechanism) – Европейский стабилизационный механизм – 736 млрд долларов.

CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization) – Многосторонняя инициатива Чيانг Май – 240 млрд долларов.

EFSD (Eurasian Fund for Stabilization and Development) – Евразийский фонд стабилизации и развития – 8,5 млрд долларов.

NAFA (North America Framework Arrangement) – Североамериканское рамочное соглашение – 9 млрд долларов.

EUBOP (Balance of Payments Assistance Facility) – Механизм поддержки платежного баланса ЕС – 56 млрд долларов.

SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation) – Южно-Азиатская ассоциация регионального сотрудничества – 2 млрд долларов.

Значимость этого компонента ГСС существенно возросла в период пандемии в 2020 г. К началу 2022 г. совокупный объем лимитов, открытых по своп-линиям центральных (национальных) банков, достиг около 6 трлн долларов¹³. Своп-линии открыты ФРС США, ЕЦБ, центральными банками Японии, Великобритании, Австралии, Швеции, Швейцарии. В последние годы наблюдается тенденция к расширению лимита по своп-линиям Народного банка Китая до 500 млрд долларов [Destais, 2016].

Использование своп-линий в качестве элемента ГСС имеет ряд недостатков. Данному каналу антикризисной поддержки не хватает предсказуемости и прозрачности. Своп-линии представляют собой селективный канал предоставления ликвидности, средства которого доступны не всем странам. К примеру, к своп-линиям ФРС США имеют доступ только две развивающиеся страны: Бразилия и Мексика. Около 30% стран – членов МВФ вообще не имеют доступа к своп-линиям центральных банков¹⁴. Кроме того, размер

¹³ Расчеты автора по: URL: <https://gfsntracker.com/> (дата обращения: 01.09.2022).

¹⁴ Расчеты автора по: URL: <https://gfsntracker.com/> (дата обращения: 01.09.2022).

лимитов на отдельные страны, равно как и их список, определялся непрозрачно, что вызывает волну нареканий со стороны представителей развивающихся стран [Destais, 2016].

Национальный уровень ГСС представлен накоплением международных резервов и средств суверенных фондов благосостояния отдельных стран.

Наряду с традиционным инструментарием антикризисного регулиро-

вания на национальном уровне – международными резервами – появились и суверенные фонды благосостояния (СФБ) – относительно новый элемент национальных страховочных сетей. В настоящее время объем ресурсов, находящихся под контролем СФБ, стал сопоставим с объемом международных резервов. На конец 2021 г. совокупная величина СФБ достигла 10,5 трлн долларов (см. рисунок 3).

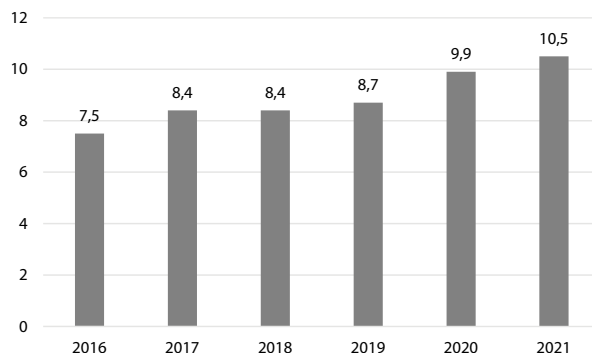


Рисунок 3. Динамика совокупного объема СФБ в 2016–2021 гг., трлн долларов США

Figure 3. Dynamics of the total volume of SWF in 2016–2021, USD trillion

Источник: Global SWF Global Track 2022. Annual Report. – URL: <https://globalswf.com/reports/2022annual#executive-summary-1> (дата обращения: 01.09.2022).

По оценкам МВФ, за счет значительного пополнения СФБ, преимущественно в развивающихся странах, их совокупный объем к 2025 г. может достичь 15 трлн долларов США¹⁵.

Основной объем средств СФБ накоплен в странах – экспортерах невозобновляемых природных ресурсов, а также в странах, имеющих устойчивое положительное saldo текущего счета платежного баланса. Ресурсы СФБ сосредоточены в основном в странах Азиатско-Тихоокеанского региона (см. рисунок 4).

Вопрос об учете ресурсов СФБ в архитектуре ГСС дискуссионен. В отли-

чие от международных резервов, структура которых детерминирована международными стандартами и предполагает высокую степень ликвидности и готовности к использованию в антикризисном инструментарии, СФБ допускают существенно большую вариативность вложений. Последние могут направляться на приобретение относительно более доходных и менее ликвидных инструментов (акции, паи ПИФ, производные инструменты, объекты недвижимости и др.). Таким образом, возможности вовлечения ресурсов СФБ в антикризисное регулирование существенно ограничены, в том числе

15 World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth. – IMF, October 2012. – URL: https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/_text.ashx (дата обращения: 01.09.2022).



Рисунок 4. Суверенные фонды благосостояния в разбивке по группам стран, %
Figure 4. Sovereign wealth funds by country group, %

Источник: [Навой, Шалунова, 2014, с. 27].

международными стандартами (Сантьягские принципы)¹⁶.

Резервные активы являются наиболее крупным элементом ГСС. Международные резервы представляют собой чрезвычайный антикризисный финансовый запас государства на случай непредсказуемого ухудшения геополитической ситуации или ситуации с платежным балансом страны, а также в случае колебаний конъюнктуры на валютном рынке¹⁷.

Большая часть международных резервов в настоящее время сосредоточена у формирующихся рынков – 5,7 трлн долларов США. Резервные активы развивающихся стран распределены крайне неравномерно. Большая часть – 4,1 трлн долларов (71,3%) – сконцентрирована в азиатском регионе. Самым крупным держателем международных резервов в регионе является Китай – 3,2 трлн долларов. Незначительны международные резервы у стран Централь-

ной и Восточной Европы – 0,4 трлн долларов (без учета России). У государств Центральной и Южной Америки аккумулировано 0,7 трлн долларов¹⁸. Подавляющая часть активов развивающихся стран представлена резервными валютами: доминируют финансовые инструменты, номинированные в долларах США (61,9%), в евро (25,1%), в иенах и фунтах стерлингов (по 3,8%)¹⁹. На долю золота приходится около 3,5%.

Развитые страны в течение длительного времени поддерживают стабильные объемы валютных резервов; их сумма составляет 4,8 трлн долларов США, причем более четверти авуаров – 1,3 трлн долларов – принадлежит Японии. У стран Экономического и валютного союза (включая резервы ЕЦБ) сконцентрировано авуаров на 0,9 трлн долларов (17,8%), у США – 0,5 трлн долларов (11,3%)²⁰.

Последние десятилетия отмечены интенсивным наращиванием между-

16 International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), 2008. – Generally Accepted Principles and Practices. – Santiago Principles. – URL: <http://www.iwg-swff.org/pubs/gaplist.htm> (дата обращения: 01.09.2022).

17 Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции. Шестое издание (РПБ6). – МВФ. 2012. – С. 143.

18 Расчеты автора по: International Reserves and Foreign Currency Liquidity – URL: <https://data.imf.org/?sk=2DFB3380-3603-4D2C-90BE-A04D8BBCE237> (дата обращения: 01.09.2022).

19 Расчеты автора по: Official Foreign Exchange Reserves (COFER) – URL: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> (дата обращения: 01.09.2022).

20 Расчеты автора по: International Reserves and Foreign Currency Liquidity – URL: <https://data.imf.org/?sk=2DFB3380-3603-4D2C-90BE-A04D8BBCE237> (дата обращения: 01.09.2022).

народных резервов, однако эффективность их использования в антикризисных программах остается дискуссионной. Как показывает практика, достаточно эффективно привлекать резервные активы к программам финансовой стабилизации могут только крупные держатели (например, страны БРИКС, АСЕАН). Небольшие открытые экономики, ввиду несопоставимости объема резервов и трансграничных потоков «горячих денег», не в состоянии противостоять внешним шокам. Антикризисный эффект от валютных интервенций носит краткосрочный характер [Foreign Exchange..., 2005].

Тем не менее международные резервы остаются основой построения на-

циональных страховочных сетей для развивающихся стран. По состоянию на начало 2022 г. накопленный объем резервных активов развивающихся стран более чем втрое превышал критерий трехмесячного импорта и вдвое – критерий покрытия краткосрочных выплат по внешнему долгу²¹. При этом, как следует из нижеприведенного графика, критерии достаточности соблюдены развивающимися странами неравномерно: резервы недостаточны у целого ряда стран азиатского региона и Латинской Америки, тогда как ряд государств ЮВА имеют избыточные с точки зрения критерия достаточности авуары – более 100% по критерию ARA (см. рисунок 5).



Рисунок 5. Уровень покрытия резервными активами развивающихся стран потребностей в экстренном финансировании (согласно критерию ARA МВФ)
Figure 5. The level of coverage of emergency financing needs by reserve assets of developing countries (according to the IMF ARA criterion)

Источник: [Adequacy..., 2016].

21 Расчеты автора по: World Economic Outlook. – IMF, October 2021. – URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2021/October/English/text.aspx> (дата обращения: 01.09.2022).

Основными недостатками накопления резервных активов в качестве элемента ГСС выступают их высокая стоимость и неадаптивность. Резервы представляют собой отвлечение национальных ресурсов от решения внутренних экономических задач, их использование для купирования кризиса является безвозвратным выбытием. Кроме того, использование резервов не позволяет адаптироваться экономике к внешним шокам. В последние годы антикризисный функционал международных резервов заметно снизился в силу того, что он стал подвергаться геополитическим рискам, а именно риску односторонних конфискационных мер со стороны развитых стран²².

Тем не менее доступность и скорость мобилизации резервов, в отличие от других элементов ГСС, делает их безальтернативным источником ресурсов для большинства формирующихся рынков.

Трансформация подходов к формированию контура глобальных страховочных сетей

Сформированный контур ГСС, как показало исследование МВФ [Adequacy..., 2016], несмотря на постоянное совершенствование и расширение, имеет целый ряд асимметрий и внутренних изъянов.

Исследование проводилось на основе ряда критериев, в число которых входили: (1) оценка размера ресурсов ГСС с точки зрения потенциальных потребностей в финансировании; (2) предсказуемость – будут ли доступ-

ны ресурсы ГСС в случае кризиса и насколько предсказуемы условия их получения; (3) скорость – как быстро можно привлечь ресурсы; (4) надежность – обеспечивают ли ресурсы покрытие кризисных явлений на весь период шока, насколько они возобновляемы в течение периода шока; (5) стоимость – каковы финансовые и организационные затраты на мобилизацию ресурсов; (6) регуляторные стимулы – насколько элементы ГСС формируют стимулы для предотвращения и коррекции дисбалансов.

Итоги анализа на основе приведенных критериев представлены в таблице 3. Как следует из анализа, все элементы ГСС содержат в себе как преимущества, так и недостатки. Резервы обладают наиболее высокими характеристиками с точки зрения скорости мобилизации и предсказуемости, но «проигрывают» в стоимости (так как, по сути, представляют собой расходование чистого экспорта страны²³) и не позволяют воздействовать на преодоление дисбалансов, вызвавших кризис. Своп-соглашения имеют достаточно хорошие характеристики с точки зрения быстроты мобилизации и относительно низкой стоимости, но проигрывают в предсказуемости и доступности (своп-линии открыты не всем странам). Ресурсы МВФ обладают хорошей предсказуемостью, но дороги с точки зрения политических и социальных издержек программ МВФ, имеют невысокую скорость и надежность предоставления. Наконец РФМ, обладая средними характеристиками по стоимости, надежности, предсказуемости, существенно проигрывают в скорости предоставления ресурсов.

²² «Замораживание» и конфискация активов, блокирование доступа к счетам и иные односторонние противоречащие нормам международного права меры, направленные на ограничение права собственности нерезидентов.

²³ Источником формирования международных резервов в соответствии с концепцией Системы национальных счетов являются чистые национальные сбережения экономики, основным компонентом которых выступает чистый экспорт – разность между экспортом и импортом товаров и услуг.

Кроме того, эксперты Фонда оценивают неравномерность доступа к ГСС для различных групп стран (см. таблицу 4). Так, наибольшими возможностями в привлечении ресурсов ГСС обладают развитые страны – эмитенты ре-

зервных валют, которые имеют практически неограниченный доступ ко всем элементам ГСС, включая своп-соглашения и эмиссию национальных валют в каналы международного денежного обращения. При этом использование

Таблица 3. Оценка основных элементов глобальных страховочных сетей по критериям МВФ

Table 3. Assessment of the main elements of the global safety nets according to the IMF criteria

	Резервы	SWAP-соглашения	Ресурсы МВФ	РФМ
Предсказуемость	2	1	2	1
Скорость	2	2	1	0
Надежность	1	1	1	1
Стоимость	0	2	0	1
Регуляторные стимулы	0	1	2	1

Источник: составлено автором.

Таблица 4. Характеристика системы по группам стран

Table 4. Characteristics of the system by country groups

Особенности	Развитые страны – эмитенты резервных валют	Прочие развитые страны	Системно значимые развивающиеся страны	Прочие развивающиеся страны	Слаборазвитые страны
Предсказуемость	2	1	1	1	2
Скорость	2	2	2	1	1
Надежность	2	1	1	0	1
Стоимость	2	1	0	0	0
Регуляторные стимулы	0	1	1	1	1

Источник: составлено автором.

элементов ГСС в названных странах практически не создает стимулов для корректировки возникающих у них внутренних дисбалансов (например, дисбаланса между потреблением и сбережением)²⁴.

На другом полюсе находятся развивающиеся страны и страны, доступ которых к ресурсам ГСС существенно ограничен и затруднен, а стоимость такого привлечения крайне высока. Речь идет об использовании таких «дорогих»

24 Привлечение ресурсов ГСС представляет собой экстренную форму финансирования, которая должна сопровождаться устранением макроэкономических диспропорций страны-заемщика и создавать долгосрочную основу для выравнивания внутренних дисбалансов, например, уравнивание сальдо счета текущих операций платежного баланса, снижение дефицита бюджета и т. д. Однако в ситуации с развитыми странами перманентный и неограниченный доступ ко всем элементам ГСС устраняет необходимость для урегулирования внутренних дисбалансов.

элементов ГСС, как национальные резервы и ресурсы МВФ при ограниченности доступа к своп-линиям и РФМ. Промежуточное положение занимают группа прочих развитых стран и группа системно значимых развивающихся стран, которые в силу своего положения имеют достаточно высокий потенциал доступа к инструментам своп-линий, ресурсам РФМ, но проигрывают в стоимости и надежности привлечения ресурсов ГСС.

К системным недостаткам ГСС, по нашему мнению, относится их циклический и асимметричный характер. Потенциальными потребителями механизмов ГСС выступают страны с устойчивой нехваткой сбережений, выраженных в том числе в низком объеме резервов. В то же время «сберегающие экономики», имея хронический избыток международных резервов, и так в достаточной степени защищены от кризисных явлений. При этом фондирование механизмов ГСС, в том числе по линиям МВФ и РФМ, всё в большей степени ложится именно на системно значимые развивающиеся экономики, одновременно создавая стимулы для использования данных ресурсов странами, проводящими неустойчивую монетарную политику.

Отдельное положение в существующем контуре ГСС занимают страны – эмитенты резервных валют, которые фактически не расходуют национальных ресурсов на фондирование ГСС, используя привлечение своп-линий и эмиссию собственных валют. Механизмы ГСС практически не создают стимулов для корректирующего поведения указанных стран в отношении купирования возникающих в их экономиках дисбалансов.

Ситуация с механизмами ГСС претерпевает кардинальные изменения в условиях обострения геополитических вызовов. Новые угрозы фраг-

ментации ГСС сформированы в условиях: (1) подрыва доверия к системе накопления международных резервов в свободно используемых валютах вследствие рисков их одностороннего замораживания; (2) деградации антикризисного инструментария МВФ в результате его подконтрольности группе развитых стран, осуществляющих недружественные действия в отношении развивающихся государств (замораживание средств Венесуэлы, Ливии, Ирана, Казахстана, России и др.); (3) сворачивания инструментария своп-линий в валютах развитых стран.

В этих условиях правомерно ставить вопрос о деградации полноценного функционирования ГСС в масштабе глобального финансового рынка и фрагментации ГСС на страховочные сети отдельных блоков по региональному и политическому признаку. Первостепенное значение, по нашему мнению, приобретают накопление международных резервов в валютах системно значимых развивающихся стран, развитие своп-линий в этих же валютах, поддержание ресурса РФМ.

Список литературы

Навой А.В. Современные тенденции регионализации: основные тренды и противоречия // Деньги и кредит. – 2017. – № 4. – С. 24–32.

Навой А. В., Шалунова Л.И. Резервный фонд и Фонд национального благосостояния России в международной системе суверенных фондов // Деньги и кредит. – 2014. – № 2. – С. 26–33.

Adequacy of the Global Financial Safety Net // IMF Policy Paper. – 2016. – March. – 48 p. – URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/031016.pdf> (дата обращения: 01.09.2022).

Collaboration between Regional Financing Arrangements and the IMF //

IMF Policy Paper. – 2017. – July. – 42 p. – URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2017/pp073117-collaboration-between-regional-financing-arrangements-and-the-imf.ashx> (дата обращения: 01.09.2022).

Destais Ch. Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System // Emerging Markets Finance and Trade. – 2016. – Vol. 52, N 10. – P. 2253–2266. – DOI: 10.1080/1540496X.2016.1185710.

ECB. Euro Money Market Study 2008. – Frankfurt am Main, February 2009. – 67 p. – URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/euromoneymarket/pdf/euromoneymarketstudy200902en.pdf> (дата обращения: 01.09.2022).

Eichengreen B. Regional Financing Arrangements and the International Monetary Fund // ADBI Working Paper. – 2012. – N 394. – 18 p.

Evolution of Bilateral Swap Lines / Perks M., Rao Y., Shin J, Tokuoka K. // IMF Working Paper. – 2021. – N 21/210. – 40 p.

Financing for Development: Enhancing the Financial Safety Net for Developing Countries // IMF Policy Paper. – 2016. – October. – 17 p. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Financing-for-Development-Enhancing-the-Financial-Safety-Net-for-Developing-Countries-PP5076> (дата обращения: 01.09.2022).

Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets, Motives, Techniques and Implications // BIS Papers. – 2005. – N 24. – 301 p.

IMF Support and Crisis Prevention / Ghosh A.R. [et al.] // Occasional Papers. – 2008. – N 262, May. – 33 pp. – DOI: 10.5089/9781589067097.084.

Stocktaking the Fund's Engagement with Regional Financing Arrangements // IMF Policy Paper. – 2013. – April. – 46 p. – URL: https://www.imf.org/-/media/Web-sites/IMF/imported-full-text-pdf/external/np/pp/eng/2013/_041113b.ashx (дата обращения: 01.09.2022).

DOI: 10.31249/kgt/2022.06.02

Transformation of Approaches to Building a System of Anti-Crisis Functioning of Main International Financial Institutions in the Context of New Geopolitical Challenges

Anton V. NAVOY

Dr. Sc. (Econ.), Associate Professor, Professor of the Department of Global Finance

Financial University under the Government of the Russian Federation
Leningradskiy Avenue, 49/2, Moscow, Russian Federation, 125167

E-mail: Ant.navoy@yandex.ru

ORCID: 0000-0001-7058-4257

CITATION: Navoy A.V. (2022). Transformation of Approaches to Building a System of Anti-Crisis Functioning of Main International Financial Institutions in the Context of New Geopolitical Challenges. *Outlines of Global Transformations: Politics, Economics, Law*. vol. 15, no. 6, pp. 28–45 (in Russian).

DOI: 10.31249/kgt/2022.06.02

Received: 06.08.2022.

Revised: 30.09.2022.

ACKNOWLEDGMENTS. The article was prepared based on the results of the research carried out at the expense of budgetary funds under the state assignment of the Financial University.

ABSTRACT. *The article is devoted to the evolution of the role of approaches to the construction of “global safety nets”; the elements of global safety nets (of national, regional, global level) are critically analyzed in terms of the possibility of their use in the context of new geopolitical challenges. Based on the established criteria for assessing the effectiveness of elements of global safety nets, it is concluded that the contour coverage of anti-crisis mechanisms of certain groups of the countries is fragmented:*

as opposed to the countries issuing reserve currencies with virtually unlimited and relatively inexpensive access to network elements, the group of developing countries is much less covered by anti-crisis regulation. A hypothesis is being put forward about the collapse of the unified architecture of global safety nets in the face of new geopolitical challenges, in particular, due to the erosion of the anti-crisis function of international reserves, IMF programs and swap agreements of central banks.

KEYWORDS: *globalization of the world economy, global safety nets, international reserves, sovereign wealth funds, the IMF, international financial institutions, cross-border capital flows, international credit, swap agreements.*

References

Adequacy of the Global Financial Safety Net (2016). *IMF Policy Paper*. March, 48 pp. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/031016.pdf>, accessed 01.09.2022.

Collaboration between Regional Financing Arrangements and the IMF (2017). *IMF Policy Paper*. July, 42 pp. Available at: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2017/pp073117-collaboration-between-regional-financing-arrangements-and-the-imf.ashx>, accessed 01.09.2022.

Destais Ch. (2016). Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System. *Emerging Markets Finance and Trade*. Vol. 52, no. 10, pp. 2253–2266. DOI: 10.1080/1540496X.2016.1185710.

ECB (2009). *Euro Money Market Study 2008*. Frankfurt am Main, 67 pp. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/euromoneymarket/pdf/euromoneymarketstudy200902en.pdf>, accessed 01.09.2022.

Eichengreen B. (2012). Regional Financing Arrangements and the International Monetary Fund. *ADB Working Paper*, no. 394, 18 pp.

Evolution of Bilateral Swap Lines (2021). Perks M., Rao Y., Shin J, Tokuoka K. *IMF Working Paper*. No. 21/210, 40 pp.

Financing for Development: Enhancing the Financial Safety Net for Developing Countries (2016). *IMF Policy Paper*. October, 17 pp. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Financing-for-Development-Enhancing-the-Financial-Safety-Net-for-Developing-Countries-PP5076>, accessed 01.09.2022.

Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets, Motives, Techniques and Implications (2005). *BIS Papers*. No. 24, 301 pp.

IMF Support and Crisis Prevention (2008). Ghosh A.R. [et al.]. *Occasional Papers*. No. 262, May, 33 pp. DOI: 10.5089/9781589067097.084.

Navoy A.V. (2017). Current Trends in Regionalization: Main Trends and Contradictions. *Money and Finance*. No. 4, pp. 24–32 (in Russian).

Navoy A.V., Shalunova L.I. (2014). The Reserve Fund and the National Wealth Fund of Russia in the International System of Sovereign Funds. *Money and Finance*. No. 2, pp. 26–33 (in Russian).

Stocktaking the Fund's Engagement with Regional Financing Arrangements (2013). *IMF Policy Paper*. April, 46 pp. Available at: https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/np/pp/eng/2013/_041113b.ashx, accessed 01.09.2022.