

Своп-линии между центральными банками как элемент современной мировой финансовой архитектуры

Особенностью мирового финансового кризиса 2008 г. стали значительные изменения в деятельности центральных банков многих стран мира. Монетарные власти были вынуждены применить ряд мер, не используемых в обычной практике и получивших название «нестандартных». На международном уровне это выразилось, прежде всего, в распространении взаимных валютных соглашений (*Reciprocal Currency Arrangements*), предполагающих создание своп-линий, направленных на решение проблем с ликвидностью на мировых финансовых рынках.

Формирование своп-линии между двумя центральными банками означает, что при возникновении необходимости они обязуются произвести взаимный обмен национальными валютами, как правило, по сложившемуся рыночному курсу. Одновременно заключается договор о проведении второй транзакции, состоящей в обратном выкупе валют через определенный срок по заранее оговоренному курсу. Технически валютные свопы не являются займами: это обмен активами, при этом полученная иностранная валюта отображается в балансе каждого центрального банка как изменение золотовалютных резервов. Однако с содержательной точки зрения данный обмен валютами можно рассматривать как кредиты центральных банков друг другу, при этом займы также являются и обеспечением по кредиту. Иностранную валюту, полученную через своп-линию, могут использовать обе стороны, однако, как правило, это делает только один центральный банк, а для другого национальная валюта «заемщика» является обеспечением. В период мирового финансового кризиса средства, полученные через своп-линии, предоставлялись центральным банком коммерческим банкам на аукционной основе для того, чтобы стабилизировать ситуацию на рынках валютной (прежде всего, долларовой) ликвидности.

*П.В. Трунин,
Н.В. Вацелюк*

УДК 339.7
ББК 65.268
Т-787



Распространение своп-линий и увеличение их масштаба представляет собой новое явление в практике центральных банков и заслуживает тщательного изучения. Ряд авторов считает, что подобные валютные соглашения способны снизить потребность в накоплении золотовалютных резервов и стать альтернативой таким инструментам кредитования на международном уровне, как, например, кредитные линии МВФ¹. Также иногда высказывается мнение о том, что своп-линии представляют собой инструмент, благодаря которому центральные банки пытаются преодолеть ограничения так называемой трилеммы центрального банка, состоящей из открытых рынков капитала, регулирования валютного курса и самостоятельности денежно-кредитной политики, и управлять курсами валют вне рыночной системы². В целом, в последнее время все чаще высказывается мнение о том, что своп-линии стали значимым элементом мировой финансовой архитектуры [13, p. 1], в связи с чем возникает необходимость анализа целей и последствий заключения данных соглашений, особенностей их организации и взаимосвязи с другими инструментами предоставления ликвидности на международном уровне.

Своп-линии, в рамках которых один центральный банк готов был предоставить другому свою валюту или денежные единицы третьей страны (и наоборот), появились в 1920-х гг. и были редкостью в международной практике. Такие соглашения обычно заключались на срок около трех месяцев и служили для снижения уровня валютного риска. Во время существования Бреттон-Вудской системы сформировалась сеть своп-линий между центральными банками, а также Банком международных расчетов. В рамках Бреттон-Вудской системы своп-линии использовались для сглаживания и предотвращения колебаний курса доллара и запасов золота США, обусловленных действием краткосрочных, а не фундаментальных факторов. После прекращения существования Бреттон-Вудской системы соглашения о своп-линиях между центральными банками остались в силе, однако использовались очень редко.

Опыт создания системы своп-линий был также накоплен странами, входящими в АСЕАН, которые заключили между собой двусторонние валютные соглашения (*ASA, ASEAN Swap Agreement*) в 1977 г. Эти соглашения позволяли участникам производить обмен национальной валюты на доллары с условием осуществления

¹ Moreno R., «Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies,» Bank for International Settlements, BIS Working Papers No 54 2010 Moreno R., «Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies,» Bank for International Settlements, BIS Working Papers No 54 2010, p. 79; Aizenman J., Jinjarak Y., and Park D., «International reserves and swap lines: Substitutes or complements?,» // International Review of Economics and Finance, 2011, p. 7; Destais C. «The international monetary system as a swap nexus» // Think 20 Contribution. 2013, p.1

² Михайлов А. Валюта в стиле ретро // Gazeta.ru: главные новости дня. 2012. URL: <http://www.gazeta.ru/column/mikhailov/4860069.shtml> (дата обращения: 21.04.2014)

в краткосрочной перспективе обратной операции для смягчения возможных проблем с долларовой ликвидностью.

В последнее десятилетие заключение соглашений о своп-линиях вновь вошло в практику центральных банков в разных регионах мира. Наиболее активно они стали использоваться во время и после мирового финансового кризиса.

В настоящее время наиболее масштабными с точки зрения количества участников и лимита заимствований являются своп-линии, установленные центральными банками с ФРС США и Народным банком Китая. Кроме того, существуют взаимные валютные соглашения между центральными банками в европейском и Азиатско-Тихоокеанском регионе.

В качестве основы для систематизации опыта применения своп-линий в современной мировой финансовой системе можно использовать критерий их разделения на основе цели, для которой заключается взаимное валютное соглашение. Во-первых, в период мирового финансового кризиса своп-линии наиболее активно использовались для предоставления иностранной валюты, имеющей статус международной (прежде всего, долларов США и евро). Примером этому служат взаимные валютные соглашения центральных банков с ФРС США и ЕЦБ, а также региональный финансовый механизм, основой которому служат долларовые своп-линии между 13 странами азиатского региона, – Многосторонняя инициатива Чианг-Май (*Chiang Mai Initiative Multilateralisation, CMIM*).

Во-вторых, своп-линии стали одним из инструментов распространения использования национальной валюты во внешнеторговых расчетах. Так, Народный банк Китая в рамках программы по интернационализации юаня заключил взаимные валютные соглашения с рядом центральных банков как развивающихся, так и развитых стран. Кроме того, в азиатском регионе появились и более мелкие своп-линии. В настоящее время данные соглашения имеют, скорее, символическое значение, так как операции в рамках своп-линий носили эпизодический характер. Тем не менее они могут быть легко активированы в любой момент в случае возникновения необходимости.

Рассмотрим более подробно примеры заключения и использования взаимных валютных соглашений в мировой финансовой системе по двум описанным направлениям, а также механизмы, которые должны обеспечивать эффективность своп-линий.

СВОП-ЛИНИИ КАК ИНСТРУМЕНТ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ МИРОВОЙ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ

В последние годы наиболее масштабные своп-операции проводятся в рамках валютных соглашений, заключенных ФРС с другими странами. В настоящее время доллары США являются главной мировой резервной валютой, которая играет ведущую роль в функционировании глобальных финансовых рынков. Для того

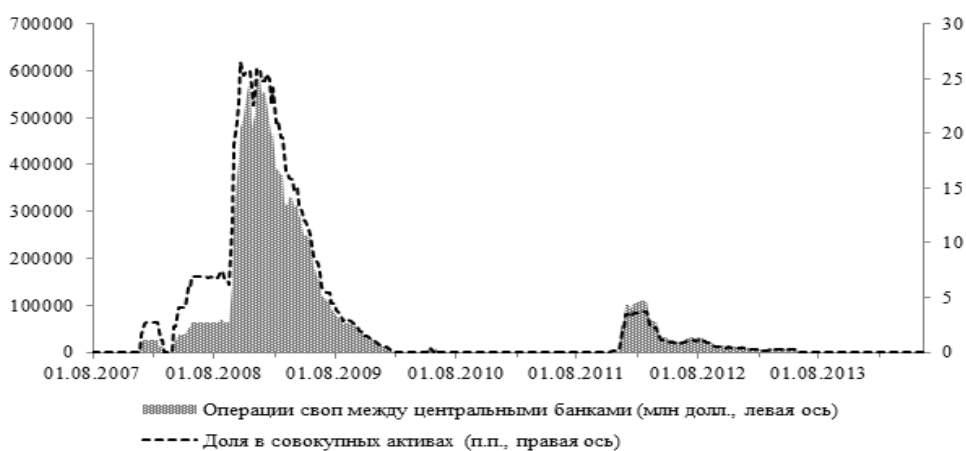


чтобы снять напряженность на глобальных рынках краткосрочного долларового финансирования, возникшую в период мирового финансового кризиса, ФРС заключила соглашения о своп-линиях по предоставлению ликвидности с иностранными центральными банками.

На рисунке 1 представлены фактические объемы долларовой ликвидности, предоставленной ФРС другим центральным банкам по своп-соглашениям после начала мирового финансового кризиса. Объем программы ФРС по предоставлению ликвидности центральным банкам на разных этапах достигал 580 млрд долл. (10 и 17 декабря 2008 г.) и 109 млрд долл. (15 февраля 2012 г.).

Рисунок 1

Объемы средств, предоставленных ФРС центральным банкам по своп-соглашениям (левая ось, млн долл.), и их доля в активах ФРС (правая ось, п.п.)



Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet // Board of Governors of the Federal Reserve System. 2014. URL: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm (дата обращения: 23.04.2014).

Ввиду масштабности и значимости долларовых своп-операций ФРС рассмотрим детали их организации. Когда центральный банк другой страны активизирует своп-линию ФРС по предоставлению долларовой ликвидности, он напрямую (вне валютного рынка) обменивает определенное количество национальной валюты на доллары по текущему рыночному обменному курсу. В то же время заключается соглашение о проведении второй транзакции, представляющее собой обязательство рассматриваемого центрального банка выкупить проданную ранее иностранную валюту через определенный срок (от одного дня до трех месяцев) по прежнему

курсу. Так как обе транзакции, составляющие операцию, осуществляются по одному и тому же валютному курсу, ФРС не принимает на себя валютный риск. Кроме того, центральный банк выплачивает ФРС процент за взятые доллары: сумма процентов равна доходу этого банка от предоставления кредитов национальным финансовым институтам³. В то же время ФРС не платит никаких процентов за полученную валюту и обязуется хранить ее на счете центрального банка, с которым она взаимодействует в рамках своп-соглашения⁴. Проводя операции своп, ФРС взаимодействует только с другими центральными банками и не становится непосредственным участником операций фондирования иностранных депозитных институтов⁵.

Своп-линии между центральными банками и ФРС в кризисный период устанавливались дважды: в 2007 и 2010 г. В функционировании своп-линий, появившихся в 2007 г., можно выделить 3 основных этапа⁶. В течение первого периода (12 декабря 2007 г. – 17 сентября 2008 г.) своп-линии работали по принципу аукционов TAF в США (*Term Auction Facility*, специального механизма кредитования депозитарных институтов). В это время соглашения о предоставлении долларовой ликвидности были заключены только с Европейским центральным банком и Национальным банком Швейцарии. Максимальный объем иностранной валюты, который может приобрести каждый центральный банк, был ограничен ФРС. В феврале и марте ЕЦБ и Национальный банк Швейцарии перестали осуществлять долларовые свопы, так как напряженность на рынках финансирования снизилась.

Начало второго этапа связывают с ухудшением экономической конъюнктуры, последовавшим за банкротством банка Lehman Brothers. 18 сентября были установлены своп-линии с Банком Японии, Банком Англии и Банком Канады, а 24 сентября – с Резервным банком Австралии, Банком Швеции, Норвежским банком и Национальным банком Дании. Второй этап отличается от первого не только возросшим количеством своп-линий, но и увеличением максимального объема

³ ЕЦБ, Банк Японии, Швейцарский национальный банк и Банк Англии предоставляли долларовую ликвидность коммерческим банкам на аукционах с фиксированной ставкой (равной ставке по операциям процентный своп на ставку по межбанковским однодневным кредитам плюс 100 базисных пунктов) и удовлетворением всех заявок. Банк Канады и несколько других ЦБ не активировали своп-линии. Более подробно о различных механизмах предоставления долларовой ликвидности центральными банками коммерческим см. [16, pp. 3-20]

⁴ Fleming M.J., Klagge N.J. “The Federal Reserve’s Foreign Exchange Swap Lines” // *Current Issues in Economics and Finance*. 2010. Vol. 16. No. 4, p. 2

⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System. *Central Bank Liquidity Swap Lines* // Board of Governors of the Federal Reserve System. 2013. URL: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_swaplines.htm (дата обращения: 28.04.2014).

⁶ Fleming M.J., Klagge N.J. “The Federal Reserve’s Foreign Exchange Swap Lines” // *Current Issues in Economics and Finance*. 2010. Vol. 16. No. 4, p. 3



ликвидности, доступного центральным банкам. Масштаб программы увеличился почти в 10 раз, а условия кредитования были расширены за счет большего разнообразия сроков погашения.

Тем не менее, условия на финансовых рынках продолжали ухудшаться, в связи с чем ФРС в очередной раз значительно увеличила масштабы программы своп-линий, что ознаменовало начало ее третьего этапа. 13-14 октября 2008 г. ФРС объявила о снятии ограничений при предоставлении ликвидности ЕЦБ, Банку Англии, Национальному банку Швейцарии и Банку Японии. В конце октября 2008 г. ФРС установила своп-линии еще с пятью центральными банками⁷. Таким образом, произошло существенное увеличение кредиторской задолженности центральных банков других стран перед ФРС: 17 декабря 2008 г., в период пика, она составляла почти 585 млрд долларов, или более 25% активов ФРС.

В течение 2009 г. спрос на доллары постепенно снижался по мере улучшения ситуации на финансовых рынках. В связи с этим 1 февраля 2010 г. ФРС свернула использование своп-линий и последние суммы по кредитам были выплачены 12 февраля 2010 г. Таким образом, в 2007-2008 гг. ФРС заключила соглашения об установлении своп-линий с 14 центральными банками, которые функционировали до февраля 2010 г., пока не улучшилась ситуация на международных рынках долларового финансирования. По аналогии с одной из функций центральных банков, которую они выполняют на национальном уровне, многие экономисты в это время стали называть ФРС глобальным кредитором последней инстанции⁸. Однако уже в мае 2010 г. ситуация на международных финансовых рынках обострилась из-за проблем стран еврозоны. Высокий уровень государственного долга, бюджетного дефицита и негативные прогнозы темпа экономического роста привели к появлению опасений относительно возможностей правительств ряда стран выполнить свои финансовые обязательства. Следовательно, стоимость заимствований для этих государств, а также их финансовых институтов, увеличилась.

В связи с негативным влиянием кризиса в еврозоне на американскую экономику в мае 2010 г. ФРС возобновила функционирование своп-линий с пятью центральными банками: ЕЦБ, Банком Канады, Банком Японии, Национальным банком Швейцарии и Банком Англии.

Важным событием стало снижение стоимости заимствований в рамках своп-линий 30 ноября 2011 г. на 50 базисных пунктов (см. сноску 3). Кроме того, в этот же день ЕЦБ, Банк Канады, Банк Японии, Национальный банк Швейцарии и Банк Англии заключили взаимные соглашения о предоставлении валюты друг другу, а

⁷ Резервным банком Новой Зеландии, Центральным банком Бразилии, Банком Мексики, Банком Кореи, Денежно-кредитным управлением Сингапура.

⁸ Broz J.L., «The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 2007-2011,» Working paper series 2012. p. 1 [Online]. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2105302; Obstfeld M., «Lenders of Last Resort and Global Liquidity: Rethinking the system,» The World Bank Institute, Development Outreach, Special Report 2009. p. 43

ФРС установила с этими банками своп-линии по получению иностранной валюты. Стоит отметить, что заключенные в мае 2010 г. своп-соглашения о предоставлении долларовой ликвидности несколько раз продлевались, а 31 октября 2013 г. все двусторонние валютные соглашения, существующие между ФРС, ЕЦБ, Банком Канады, Банком Японии, Национальным банком Швейцарии и Банком Англии, стали инструментами постоянного действия [8].

В период мирового финансового кризиса своп-линии создавались не только ФРС, но и другими центральными банками. ЕЦБ предоставляет евро через своп-линии некоторым европейским государствам, не входящим в европейский валютный союз, для решения проблем, связанных с дефицитом ликвидности. ЕЦБ имеет несколько валютных соглашений⁹ – с центральными банками Дании, Венгрии, Исландии, Польши, Швеции. Срок действия этих своп-линий не ограничен¹⁰. Такие же соглашения со странами, которым необходимы швейцарские франки, в период кризиса были у Национального банка Швейцарии. После завершения наиболее острой фазы мирового финансового кризиса своп-линии не прекратили свое существование. Наоборот, ФРС и центральные банки 6 развитых стран мира договорились о бессрочном характере взаимных валютных соглашений.

В настоящее время своп-линии между указанными шестью центральными банками служат превентивным инструментом экономической политики, который к тому же в случае необходимости должен содействовать решению проблем с ликвидностью на международном уровне. Незначительные займы делает ЕЦБ: в 2014 г. сумма задолженности ЕЦБ перед ФРС по взаимным валютным соглашениям не превышала 500 млн долл. (менее 1,1% всех активов ФРС).

Своп-линии также стали основой регионального финансового механизма, созданного странами АСЕАН, Китаем, Японией и Южной Кореей и направленного на обеспечение финансовой стабильности за счет формирования единого резервного фонда, номинированного в американской валюте. Стоит отметить, что данный механизм нельзя считать «классическим» примером своп-линий между центральными банками, так как, во-первых, валютой соглашений является доллар США, а во-вторых – обязательства центральных банков по предоставлению американских долларов не являются в полной мере безусловными, так как требуют от страны, инициирующей валютный своп, соблюдение определенных требований. В то же время долларовые своп-линии между странами азиатского региона помогают понять экономическое содержание взаимных валютных соглашений, по сути представляющих собой возможность быстрого пополнения валютных резервов.

⁹ В скобках указана максимально возможная сумма, которую можно получить в рамках своп-соглашений.

¹⁰ Allen W.A. and Moessner R, «Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9,» Bank for International Settlements, BIS Working Papers No 310 2010, p. 41



После кризиса 1997-1998 гг., страны-члены АСЕАН стали уделять большое внимание вопросу о совершенствовании существующих региональных механизмов, направленных на укрепление финансовой стабильности региона, так как двусторонние своп-линии, соглашения о которых были заключены в 1977 г., оказались не востребованными в период кризиса.

В 2000 г. 10 стран, входящих в АСЕАН, а также Китай, Япония и Южная Корея в г. Чианг Май (Таиланд) заключили соглашение, которое являлось продолжением предыдущих договоренностей о своп-линиях и расширяло их масштаб как за счет включения новых сторон (Китая, Японии и Южной Кореи), так и увеличения лимита средств, доступных в рамках своп-линий. Данные соглашения получили название Инициативы Чианг Май (СМИ, Chiang Mai Initiative). Однако мировой финансовый кризис 2008 г. в очередной раз показал, что громоздкая система, состоящая из множества двусторонних соглашений, не являлась эффективной и имела два основных недостатка. Во-первых, лимит, установленный для своп-линий, был небольшим (84 млн долл. в 2008 г.). Во-вторых, система организации значительного количества двусторонних соглашений между 13 странами была слишком сложной, что затрудняло получение финансирования. Страны-участницы Инициативы вместо того, чтобы активировать своп-линии, предпочли обратиться за получением денежных средств к развитым странам (США, Японии, Австралии) и региональным банкам развития. При этом ликвидность предоставлялась как в виде финансовой помощи, так и через двусторонние своп-линии с развитыми странами.

В 2009 г. инициатива Чианг Май была преобразована, и новая система получила название Многосторонней инициативы Чианг Май. Между странами была достигнута договоренность о переходе от множества двусторонних свопов к механизму многосторонних своп-линий, объединенных одним соглашением.

Упрощение функционирования своп-линий достигалось за счет создания единого резервного фонда, номинированного в долларах и формируемого за счет взносов 13 стран-участниц Многосторонней инициативы Чианг Май. Первоначально объем резервного фонда составлял 120 млрд долл., затем он был удвоен. Взнос каждой страны в региональный резервный фонд хранится на счетах центрального банка этого государства.

В случае возникновения кризиса долларовой ликвидности или проблем с платежным балансом страна-участница Инициативы может совершить операцию своп по обмену национальной валюты на доллары США. При этом потенциальный заемщик должен соответствовать определенным условиям, а процесс активации своп-линии может занять более двух недель.

Максимальный объем финансирования для каждого участника Многосторонней инициативы определяется как произведение коэффициента заимствования, устанавливаемого индивидуально для каждой страны, на сумму его взноса в региональный резервный фонд. Нормы заимствования установлены таким образом,

чтобы сделать более выгодным участие небольших экономик в соглашении. Например, страны, обеспечивающие формирование фонда на 80% (Китай, Япония и Южная Корея), могут получить в качестве финансирования только половину внешних средств. Однако сумма взноса в большой степени влияет на процесс принятия решений, так как ее большей величине соответствует более значительный вес при голосовании.

Стоит отметить, что, несмотря на ключевые позиции центральных банков стран-участниц в создании и функционировании своп-линий, в данном механизме не последнюю роль играет МВФ. Так, стране может быть предоставлено только до 30% средств от максимально возможного объема финансирования. Для получения большего объема долларовой ликвидности страна должна соответствовать стандартным требованиям, предъявляемым к потенциальным заемщикам МВФ. Так как кредитные стандарты МВФ являются более строгими и предполагают необходимость проведения определенной экономической политики в стране, претендующей на кредит, вовлеченность МВФ в Многостороннюю инициативу Чиаг Май считается одним из факторов, препятствующих активации своп-линий¹¹.

Таким образом, на современном этапе своп-линии часто используются как инструмент, направленный на предотвращение дефицита ликвидности какой-либо валюты (прежде всего, долларов США) на мировых финансовых рынках. Взаимные валютные соглашения способствуют снижению уровня неопределенности и поддерживают инвестиционную и внешнеторговую активность.

СВОП-ЛИНИИ КАК МЕХАНИЗМ РАСПРОСТРАНЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ В МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТАХ

После начала мирового финансового кризиса Народный банк Китая начал предпринимать активные меры по интернационализации юаня. Одной из таких мер стало заключение взаимных валютных соглашений с рядом стран, как развивающихся, так и развитых. Основным назначением своп-линий, создаваемых в результате таких договоренностей, должно было стать содействие развитию торговли с другими странами и привлечению инвестиций. Центральные банки стран-участниц взаимных валютных соглашений получили возможность обменивать национальную валюту на юани, которые затем могут быть проданы фирмам и использоваться ими для осуществления расчетов, связанных с покупкой товаров у китайских торговых партнеров. Такие договоренности должны обеспечить уверенность инвесторов и торговых партнеров в том, что они смогут получить юани для проведения расчетов благодаря операциям центрального банка при возникновении дефицита китайской валюты на локальных валютных рынках. Кроме того, так как юань пока не является свободно конвертируемой валютой, подобные своп-

¹¹ Kawai M., Lombardi D., «Financial Regionalism,» // Finance and Development, Vol. 49, No. 3, 2012. p. 24



линии способны облегчить доступ иностранных фирм к китайской национальной валюте. Заключение данных соглашений также направлено на поддержание финансовой стабильности в регионе.

Первые соглашения о своп-линиях были заключены Народным банком Китая в конце 2008 – начале 2009 гг. Подробная информация о действующих и прекративших свое существование своп-линиях Народного банка Китая представлена в таблице 1.

Таблица 1

Своп-линии Народного банка Китая (с 2008 г. по апрель 2014 г.)

<i>Страна</i>	<i>Дата установления соглашения</i>	<i>Дата прекращения соглашения</i>	<i>Максимальный объем средств, доступный по своп-линии, млрд юаней¹</i>
Действующие своп-линии (включая взаимные валютные соглашения, срок которых был продлен)			2478.2
Южная Корея	декабрь 2008*	октябрь 2014	360
Гонконг	январь 2009*	ноябрь 2014	400
Малайзия	февраль 2009*	февраль 2015	180
Сингапур	июль 2010*	март 2016	300
Монголия	март 2011*	май 2015	10
Новая Зеландия	апрель 2011	апрель 2014	25
Узбекистан	апрель 2011	апрель 2014	0.7
Казахстан	июнь 2011	июнь 2014	7
Таиланд	декабрь 2011	декабрь 2014	70
Пакистан	декабрь 2011	декабрь 2014	10
ОАЭ	январь 2012	январь 2015	35
Турция	февраль 2012	февраль 2015	10
Австралия	март 2012	март 2015	200
Бразилия	июнь 2012	июнь 2015	190
Украина	июнь 2012	июнь 2015	15
Великобритания	июнь 2013	июнь 2016	200
Албания	сентябрь 2013	сентябрь 2016	2
Исландия	сентябрь 2013	сентябрь 2016	3.5
Венгрия	сентябрь 2013	сентябрь 2016	10
Индонезия	октябрь 2013	октябрь 2016	100

<i>Страна</i>	<i>Дата установления соглашения</i>	<i>Дата прекращения соглашения</i>	<i>Максимальный объем средств, доступный по своп-линии, млрд юаней¹</i>
Еврозона	октябрь 2013	октябрь 2016	350
Взаимные валютные соглашения, срок которых закончился			193.5
Беларусь	март 2009	март 2012	20
Индонезия	март 2009	март 2012	100
Аргентина	апрель 2009	март 2012	70
Исландия	июнь 2009	июнь 2013	3.5

Примечание: знаком «*» отмечены соглашения, срок действия которых был продлен до прекращения действия договора; при этом в случае продления соглашения и изменения лимита по нему указан максимальный объем средств, соответствующий последней договоренности.

Источники: составлено авторами по [1, p.8; 13, p.1; 14; 17, p. 16; 19, p. 43; 23].

Как следует из таблицы, наиболее значимые по масштабу своп-линии были установлены Народным банком Китая с Гонконгом, Южной Кореей, ЕЦБ, а также Сингапуром, Австралией и Великобританией. Пока в рамках своп-линий Народного банка Китая было осуществлено два займа. Следует отметить тенденцию к заключению взаимных валютных соглашений Народным банком Китая с центральными банками стран, не относящихся к азиатскому региону. Более того, в 2013 г. Народный банк Китая активно устанавливал своп-линии с центральными банками стран европейского региона. Ключевыми стали взаимные валютные соглашения с Банком Англии и ЕЦБ.

Установление своп-линии между Банком Англии и Народным банком Китая соответствует курсу Лондона на укрепление своих позиций в качестве одного из основных оффшорных центров по торговле китайской национальной валютой, а также международного финансового центра. Кроме того, согласно официальным заявлениям, данное соглашение должно способствовать развитию международной торговли между Китаем и Великобританией, а также привлечению прямых иностранных инвестиций. Создание своп-линии между ЕЦБ и Народным банком Китая было обусловлено тесными торговыми связями между европейскими странами и Китаем. Данный инструмент должен способствовать росту доступности источников финансирования внешней торговли, а также поддержанию стабильности на финансовых рынках [14].

В заключение обсуждения своп-линий, предполагающих обмен юаня на другие валюты, стоит отметить, что официальные комментарии по поводу целей, причин и назначения создания своп-линий Народного банка Китая являются очень



краткими и в основном указывают на необходимость содействия финансированию внешней торговли между странами, стимулирования инвестиций и обеспечения финансовой стабильности¹². При этом в последнее время все чаще подчеркивается превентивный характер взаимных валютных соглашений: они должны сгладить проблемы на финансовых рынках в случае возникновения дефицита ликвидности той или иной валюты, иными словами, выступить инструментами по обеспечению финансовой стабильности.

Таким образом, своп-линии Народного банка Китая по обмену китайской валюты на национальные денежные единицы других государств в основном являются одним из инструментов, способствующих распространению юаня в международных расчетах. Также необходимо обратить внимание на то, что в данном случае взаимные валютные соглашения являются, скорее, страховочным механизмом, повышающим уровень уверенности внешнеторговых партнеров и зарубежных инвесторов в доступности китайской валюты и дополняющим другие инструменты, применяемые Народным банком Китая для интернационализации своей валюты. При этом стоит отметить, что своп-линии получили распространение в связи с тем, что юань пока не является свободно конвертируемой валютой и это затрудняет его включение в число резервных валют. В этом смысле своп-линии могут рассматриваться как альтернатива накоплению валютных резервов. Кроме того, многие экономисты предлагают рассматривать своп-линии как заменитель валютных резервов даже в тех случаях, когда обе валюты являются свободно конвертируемыми. Следует также упомянуть о существовании менее масштабных локальных своп-линий, в том числе в Азиатско-Тихоокеанском регионе. Так, Банк Японии основал своп-линию с Южной Кореей, а Министерство финансов Японии – с Индией. Цель этих свопов – обеспечение более тесной экономической интеграции в регионе¹³. В октябре 2013 г. было заключено взаимное валютное соглашение между ЦБ Южной Кореи и Малайзии, а в мае 2014 г. была достигнута договоренность об использовании своп-линии для проведения внешнеторговых расчетов между странами. В настоящее время около 98% взаиморасчетов производится в долларах, постепенный переход к использованию национальных валют должен снизить зависимость стран от американской валюты и потребность в накоплении значительных валютных резервов.

МЕХАНИЗМЫ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИЕ ЭФФЕКТИВНОСТЬ СВОП-ЛИНИЙ

Оценка эффективности функционирования своп-линий сложна, как и анализ любых мер государственной политики. Прежде всего, в изменении ситуации на фи-

¹² Siregar R. and Chabchitichaidol A., «Enhancing the Effectiveness of CMIM and AMRO: Selected Immediate Challenges and Tasks,» ADBInstitute, ADBI Working Paper Series No.43 2013. p. 8-9

¹³ Bordo MD et al., «Epilogue: Foreign-Exchange-Market Operations in the Twenty-First Century,» Federal Reserve Bank of Cleveland, Working paper 12-07 2012. p. 11

нансовых рынках трудно разграничить эффекты от различных принимаемых мер. Исследования показали¹⁴ [15, pp. 5-7], что анонсирование заключения соглашений о своп-линиях, как и проведение самих своп-операций приводило к снижению напряженности на рынках долларového финансирования¹⁵. В целом положительное восприятие участниками рынка введения своп-линий и эмпирический анализ показывают, что установление взаимных соглашений о предоставлении иностранной валюты было эффективным ответом на нехватку долларовой ликвидности на международных рынках. Возникает вопрос о том, какие особенности своп-линий обеспечили их эффективность в преодолении напряженности на мировых финансовых рынках.

Если не принимать во внимание детали, своп-линии можно рассматривать как альтернативу накоплению валютных резервов в том смысле, что оба инструмента служат одной базовой цели – в случае непредвиденного дефицита той или иной иностранной валюты они могут стать ее источником. Тогда во всех рассмотренных случаях механизмом, который может обеспечивать эффективность создания своп-линий, следует считать их близость по экономическому содержанию к образованию валютных резервов. При этом можно предположить, что заключение взаимных валютных соглашений, даже без последующей активации своп-линий, способно содействовать повышению финансовой стабильности за счет сигнального эффекта, снижая уровень неопределенности по поводу перспектив развития экономики для экономических агентов.

В связи с тем что валютные своп-линии можно рассматривать как некую альтернативу накоплению валютных резервов, возникает вопрос, почему в последнее время многие центральные банки развитых и развивающихся стран не полагаются исключительно на увеличение резервов, а дополняют их соглашениями друг с другом. Поэтому возникает необходимость сопоставления выгод и издержек, связанных с функционированием своп-линий и накоплением валютных резервов.

Пока своп-линия не активирована, центральные банки не несут никаких издержек, имея при этом уверенность в возможности получения иностранной валюты. Однако инициирование сделки по валютному свопу означает необходимость уплаты заемщиком процентов другому центральному банку, а использование золотовалютных резервов, напротив, не связано с прямыми издержками. Выгоды от своп-линий рассмотрены выше: они, как правило, представляют собой страховочный механизм, и создаются по мотиву предосторожности.

Создание валютных резервов можно объяснить теми выгодами, которые они обеспечивают (смягчение негативных последствий финансового кризиса в случае его возникновения, снижение волатильности курса национальной валюты, возмож-

¹⁴ Fleming M.J., Klagge N.J. "The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines" // Current Issues in Economics and Finance. 2010. Vol. 16. No. 4. p. 5-7

¹⁵ Более подробный обзор результатов эконометрических и статистических исследований см. в [16].



ное повышение конкурентоспособности). Однако накопление валютных резервов может быть связано с рядом издержек. Одним из главных негативных последствий нестерилизованной аккумуляции валютных резервов считается ускорение инфляции, обусловленное увеличением денежной базы. В случае стерилизации валютных интервенций за счет выпуска и продажи облигаций центрального банка или привлечения ликвидности на депозиты в ЦБ потери могут возникнуть, если доходы от резервных активов ниже процентов, которые необходимо уплачивать по новым статьям пассивов ЦБ. Кроме того, дополнительные потери могут быть связаны с повышательным давлением на уровень процентных ставок в экономике, обусловленным действием канала портфельного баланса валютных интервенций. Также следует помнить, что в случае значительного укрепления курса национальной валюты центральный банк может понести существенные потери вследствие переоценки своих активов¹⁶.

Кроме того, часто говорят о наличии альтернативных издержек образования избыточных валютных резервов, которые могли бы быть направлены, например, на финансирование инвестиционных проектов. Также необходимо помнить об уроках последнего мирового финансового кризиса, показавшего, что даже приобретение ценных бумаг, которые кажутся надежными, может привести к возникновению в будущем значительных рисков. Перечисленные выше издержки и риски не характерны для взаимных валютных соглашений. В то же время своп-линии могут частично снизить необходимость накопления избыточных валютных резервов, обусловленных мотивом предосторожности.

Наличие выгод и издержек создания валютных резервов предполагает возможность определения их некоего оптимального уровня. По состоянию на начало последнего мирового финансового кризиса, если опираться на общепринятые критерии достаточности, большинство стран азиатского региона имели избыточные валютные резервы¹⁷. Частично такая ситуация объясняется ненадежностью коллективных механизмов по поддержанию финансовой стабильности (прежде всего, инструментов МВФ), которая была проявлена во время кризиса в азиатском регионе.

Однако возникает вопрос об обоснованности стандартных критериев определения оптимального уровня резервов. В этой связи часто рассматривается пример Южной Кореи, обладавшей значительными валютными резервами, но при этом все равно обратившейся к операциям «валютный своп» с ФРС в период мирового финансового кризиса. В октябре 2008 г. между Банком Кореи и ФРС была установ-

¹⁶ Aizenman J. et al., «Evaluating Asian Swap Arrangements,» Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 297 2011. p. 27

¹⁷ Aizenman J. et al., «Evaluating Asian Swap Arrangements,» Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 297 2011. p. 4

лена своп-линия в размере 30 млрд долл.¹⁸, которая, согласно выводам некоторых исследователей¹⁹, во многом способствовала снятию напряженности на финансовых рынках. При этом Южная Корея все еще обладала достаточным для проведения дальнейших интервенций запасом валютных резервов, однако установление своп-линии с ФРС и проведение операций «валютный своп» смогли значительно повысить степень уверенности инвесторов в будущем корейской воны. В сумме за период с декабря 2008 г. по сентябрь 2009 г. Южная Корея получила от ФРС (и впоследствии вернула) 41,4 млрд долларов.

Таким образом, анализ опыта Южной Кореи позволяет предположить, что создание своп-линий в кризисной ситуации способно служить дополнением к валютным резервам, обеспечивая снижение уровня неопределенности. Наиболее очевидным механизмом, обуславливающим возможность влияния валютных сделок между центральными банками на ожидания участников финансовых рынков, является то, что в таком случае центральный банк фактически получает возможность временно, на срок действия операции «валютный своп», увеличить объем своих валютных резервов. Предполагается, что по истечении этого срока финансовые рынки будут характеризоваться большей стабильностью и заемщик сможет приобрести валюту, необходимую для завершения сделки, по более низкому курсу.

Другой механизм, обеспечивающий эффективность функционирования своп-линий, основывается на том, что для взаимных валютных соглашений характерна определенная селективность. В частности, в период мирового финансового кризиса ФРС заключила взаимные валютные соглашения не со всеми, а только с четырьмя развивающимися странами, испытывающими проблемы с долларовой ликвидностью. При этом возврат американской валюты, предоставленной по своп-линии другому центральному банку, гарантируется только его стремлением поддерживать свою репутацию. Поэтому установление своп-линии ФРС с другим ЦБ может являться сигналом для рынка о том, что американский регулятор уверен в скорой стабилизации экономической ситуации в стране заемщика. Таким образом, возрастает степень уверенности инвесторов и снижается давление на курс валюты и фондовые рынки страны, ЦБ которой заключает сделку по валютному свопу.

Тем не менее этот механизм действует не всегда, так как часто своп-линии устанавливаются с центральными банками тех стран, финансовые и экономические связи с которыми наиболее сильны, а значит обострение кризиса в них может вызвать негативные последствия и в их торговых и финансовых партнерах. При этом соображения по поводу их макроэкономической стабильности могут отойти на второй план. Тогда можно предположить, что наибольшее значение для инвесторов приобретает лимит своп-линий. Кроме того, иногда факт заключения взаимно-

¹⁸ Напомним, что в это же время ФРС заключила валютные соглашения и с несколькими другими странами с развивающимися рынками (Бразилией, Мексикой и Сингапуром).

¹⁹ Aizenman J. et al., «Evaluating Asian Swap Arrangements,» Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 297 2011. pp. 10-13



го валютного соглашения ФРС с ЦБ другой страны рассматривают как свидетельство хороших отношений между странами. В этом случае сообщение о создании своп-линии также может стать сигналом о том, что США намерены оказывать поддержку данной стране, и положительно сказаться на ситуации на национальном финансовом рынке.

Своп-линии часто сравнивают с региональными финансовыми соглашениями, в рамках которых страны договариваются об оказании помощи друг другу, и инструментами МВФ. Существенным отличием своп-линий в их «классическом» варианте является безусловный характер предоставления займа, в то время как для получения кредита от МВФ или региональных партнеров заемщик должен удовлетворять определенным требованиям. Также стоит отметить, что ресурсная база МВФ и региональных механизмов ограничена по сравнению с возможностями центральных банков, которые могут, при наличии соответствующего соглашения, предоставлять национальную валюту через своп-линии практически в неограниченном количестве²⁰.

* * *

Проведенный анализ позволяет выделить следующие черты в использовании своп-линий между центральными банками на текущем этапе:

В современной мировой системе своп-линии по обмену национальными валютами создаются либо для предотвращения дефицита той или иной ключевой иностранной валюты на локальных финансовых рынках (своп-линии ФРС, ЕЦБ), либо для содействия распространению национальной валюты в торговых взаиморасчетах (своп-линии Народного банка Китая, Южной Кореи и пр.).

Заключение взаимного валютного соглашения или изменение каких-либо его параметров (например, перевод на бессрочную основу) прежде всего играет сигнальную роль для инвесторов и торговых партнеров. Операции по обмену валютами с целью содействия взаиморасчетам между экономическими агентами пока носят эпизодический характер. Тем не менее есть основания предполагать, что в дальнейшем такие операции будут проводиться чаще, о чем свидетельствует усиление взаимодействия ЦБ Южной Кореи и Китая.

Взаимные валютные соглашения носят селективный характер, что наиболее ярко проявляется в процессе создания своп-линий ФРС США. В настоящее время она установила своп-линии только с ЦБ наиболее развитых стран, а в период мирового финансового кризиса очень выборочно подходила к заключению взаимных валютных соглашений с развивающимися странами, например, исключив из этого процесса Аргентину. Согласно результатам эмпирических исследований Народный банк Китая также придерживается принципа селективности.

²⁰ Destais C. “The international monetary system as a swap nexus” // Think 20 Contribution. 2013. p. 4

В последнее время часто обсуждается вопрос о перспективах постепенного увеличения доли внешнеторговых расчетов России, осуществляемых в национальной валюте. Наиболее актуальным он является для международной торговли России с Беларуссией и Казахстаном в рамках Таможенного союза, а также с Китаем. В связи с этим возникает вопрос о целесообразности заключения взаимных валютных соглашений с центральными банками перечисленных стран.

На основе накопленного опыта сложно оценить выгоды и риски использования своп-линий в качестве инструмента, способствующего распространению национальной валюты в международной торговле. Однако следует отметить, что заключение взаимных валютных соглашений Народным банком Китая действительно содействовало интернационализации юаня, так как после начала мирового финансового кризиса доля его использования в международных расчетах возросла, а финансовые инструменты, номинированные в юанях, вошли в состав резервов центральных банков некоторых стран мира.

Принимая во внимание опыт Народного банка Китая, можно предположить, что заключение взаимных валютных соглашений между Банком России и странами Таможенного союза способно увеличить роль национальных валют в торговых и финансовых расчетах. Как обсуждалось выше, своп-линии между центральными банками способствуют росту уровня уверенности экономических агентов в доступности иностранной валюты и содействуют укреплению торговых и финансовых связей между странами.

При этом необходимо ориентироваться на опыт других центральных банков, подходящих к заключению взаимных валютных соглашений с позиций селективности. В частности, следует учитывать экономическую стабильность в стране и оценивать вероятность возврата валюты, переданной по своп-линии, так как в случае обесценения валюты контрагента стоимость «залога» может существенно снизиться.

Еще одна возможная сфера использования своп-линий – это проведение взаиморасчетов по торговым операциям с Китаем. При этом вопрос о заключении взаимного валютного соглашения между Банком России и Народным банком Китая ранее уже обсуждался, и позиция российской стороны была достаточно осторожной, так как существовал ряд ограничений по использованию китайской валюты на внутреннем рынке, отсутствовала возможность конвертации по капитальным операциям. Поэтому при решении вопроса о создании своп-линии с Народным банком Китая необходимо осторожно подходить к оценке возможных рисков.

БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Aizenman J. et al., «Evaluating Asian Swap Arrangements,» Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 297 2011. 29 pp.
2. Aizenman J., Jinjark Y., and Park D., «International reserves and swap lines: Substitutes or complements?,» // International Review of Economics and Finance, 2011. pp. 5-18.



3. Aizenman J., Lee J., «International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence,» // *Open Economies Review*, Vol. 18, No. 2, 2007. pp. 191–214.
4. Allen W.A. and Moessner R., «Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9,» Bank for International Settlements, BIS Working Papers No 310 2010. 88 pp.
5. Bernanke B.S. The European Economic and Financial Situation // Board of Governors of the Federal Reserve System. 2012. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20120321a.htm#f1> (дата обращения: 28.04.2014).
6. Board of Governors of the Federal Reserve System. Central Bank Liquidity Swap Lines // Board of Governors of the Federal Reserve System. 2013. URL: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_swaplines.htm (дата обращения: 28.04.2014).
7. Board of Governors of the Federal Reserve System. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet // Board of Governors of the Federal Reserve System. 2014. URL: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm (дата обращения: 23.04.2014).
8. Board of Governors of the Federal Reserve System. Press Release // Board of Governors of the Federal Reserve System. 2013. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131031a.htm> (дата обращения: 28.04.2014).
9. Bordo MD et al., «Epilogue: Foreign-Exchange-Market Operations in the Twenty-First Century,» Federal Reserve Bank of Cleveland, Working paper 12-07 2012. 22 pp.
10. Bordo M.D. et al., «Bretton Woods, Swap Lines, and the Federal Reserve's Return to Intervention,» The Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper No 12-32 2012. 33 pp.
11. Broz J.L., «The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 2007-2011,» Working paper series 2012. [Online]. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2105302
12. Calvo G., Reinhart C., «Fear of Floating,» // *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, 2002. pp. 379–408.
13. Destais C. «The international monetary system as a swap nexus» // *Think 20 Contribution*. 2013. 5 pp.
14. European Central Bank. Press Release: ECB and the People's Bank of China establish a bilateral currency swap agreement // European Central Bank. 2013. URL: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr131010.en.html> (дата обращения: 13.05.2014).
15. Fleming M.J., Klagge N.J. «The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines» // *Current Issues in Economics and Finance*. 2010. Vol. 16. No. 4. 7 pp.
16. Goldberg L.S., Kennedy C., and Miu J., «Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs,» // *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 17, No. 1, 2011. pp. 3-20
17. Hill H. and Menon J., «Financial Safety Nets in Asia: Genesis, Evolution, Adequacy, and Way Forward,» Australian National University, Working Paper No. 2012/17 2012. 24 pp.
18. Kawai M., Lombardi D., «Financial Regionalism,» // *Finance and Development*, Vol. 49, No. 3, 2012. pp. 23-25.
19. Liao S., McDowell D.E., «Redback Rising: China's Bilateral Swap Agreements and RMB Internationalization,» // *International Studies Quarterly*, Vol. (forthcoming), 2015. 62 pp.
20. Moessner R. and Allen W.A., «Banking crises and the international monetary system in the Great Depression and now,» Bank for International Settlements, Working Paper No 333 2010. 40 pp.

21. Moreno R., «Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies,» Bank for International Settlements, BIS Working Papers No 54 2010
Moreno R., «Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies,» Bank for International Settlements, BIS Working Papers No 54 2010. pp. 73-96.

22. Obstfeld M., «Lenders of Last Resort and Global Liquidity: Rethinking the system,» The World Bank Institute, Development Outreach, Special Report 2009. pp. 43-46

23. PBOC doubles size of currency swap with Hong Kong // China Daily Website. URL: http://www.chinadaily.com.cn/cndy/2011-11/23/content_14145396.htm (дата обращения: 12.05.2014)

24. Siregar R. and Chabchitrchaidol A., «Enhancing the Effectiveness of CMIM and AMRO: Selected Immediate Challenges and Tasks,» ADBInstitute, ADBI Working Paper Series No.43 2013. 23 pp.

25. Международный валютный фонд, «Действия МВФ в ответ на глобальный экономический кризис,» Международный валютный фонд, Информационная записка 2014. 5 с. (Mezhdunarodnyj valjutnyj fond, «Dejstvija MVF v otvet na global'nyj jekonomicheskij krizis,» Mezhdunarodnyj valjutnyj fond, Informacionnaja zapiska 2014. 5 s.)

26. Михайлов А. Валюта в стиле ретро // Gazeta.ru: главные новости дня. 2012. URL: <http://www.gazeta.ru/column/mikhailov/4860069.shtml> (дата обращения: 21.04.2014) (Mikhailov A. Valjuta v stile retro // Gazeta.ru: glavnye novosti dnja. 2012)

