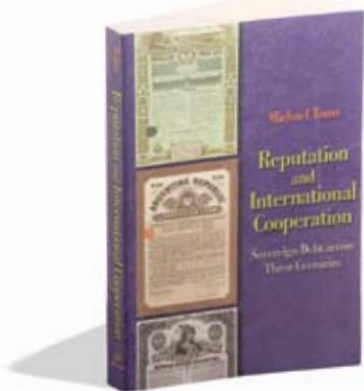


Долговой дефолт в истории



Michael Tomz

Reputation and International Cooperation

Sovereign Debt across Three Centuries

Princeton University Press, 2007, 328 pp., \$22.95 (paper).

ЧИТАТЕЛИ, которые хотели бы получить более полное и глубокое представление о длительной истории дефолтов по суверенным долговым обязательствам, наверняка узнают немало нового из книги Майкла Томза «Репутация и международное сотрудничество».

В первой главе дается обзор различных подходов к рассмотрению регулярно возникающих проблем суверенной задолженности: в чем причины дефолта стран, почему некоторые страны неоднократно допускают дефолт, что заставляет должников погашать свою задолженность? В главе 2 представлены основы динамической модели репутации, как ее называет Томз, с помощью которой, по его утверждению, можно объяснить действия как дебиторов, так и кредиторов. В рамках этой модели, которая в большей степени является описательной, чем математической, правительства характеризуются неоднородными предпочтениями, а участники рынка не имеют полной информации о типах заемщиков. Поэтому кредиторы составляют собственные представления о заемщиках, уточняют эти представления с ходом времени и руководствуются репутацией заемщика при определении целесообразности предоставления ему кредита и размера ставки. Томз предлагает удобный способ определения репутации заемщиков на данный момент времени, разбивая их

на «непоколебимых» (тех, кто всегда выплачивают свои долги), «нестойких» (которые выплачивают долги в благополучные времена, но не всегда делают это в тяжелые периоды) и «ненадежных» (тех, кто не платит по долгам в тяжелые периоды и иногда допускает дефолт в благополучные периоды), и использует эту классификацию при сравнительном анализе прогнозов, полученных на основе его модели и других моделей.

Остальная часть книги посвящена описанию различных эмпирических тестов, проводимых с использованием ряда новых впечатляющих наборов исторических данных, призванному убедить читателя в том, что предлагаемая автором динамическая модель репутации хорошо согласуется с данными о суверенных кредитах и займах за последние триста лет. Для книги, обращенной скорее в прошлое, чем в настоящее, несколько удивительно то, что повествованию иногда не хватает исторических оттенков. Картина истории, рисуемая в книге, представляется излишне прямолинейной и всегда согласуется с «репутационной» теорией. В результате этого в книге иногда обходится стороной или занижается значение исторических данных и фактов, которые расходятся с предсказаниями его модели, но, возможно, лучше согласуются с другими моделями.

Эти недостатки особо заметны в главе 6. Томз утверждает, что случаи, когда правительства вмешивались в события, выступая от имени кредиторов, в период с 1820 по 1913 год были редки и поэтому не имели важного значения с точки зрения урегулирования долговых дефолтов. Во-первых, он рассматривает только вооруженные интервенции. Турция (Оттоманская империя), Греция, Египет, Тунис, Сербия и Либерия являются примерами суверенных заемщиков в XIX веке, которые уступили свои фискальные права (и следовательно независимость) правительствам недобровольных кредиторов вслед за допущением дефолта по своим долговым обязательствам. Такое вмешательство, представлявшее своего рода силовые санкции, было доступно правительствам кредиторов на протяжении второй половины XIX века и в начале XX века. Обходя их вниманием, Томз занижает общую роль интервенций, создавая у читателя впечатление, что в XIX веке санкции были слишком редки для того, чтобы служить полезным средством урегулирования долговых дефолтов, и что сроки наступления дефолтов не совпадали с применением санкций.

Во-вторых, из-за включения периода 1820–1869 годов в анализ вооруженных интервенций Томз недооценивает эффективность санкций как механизма принуждения. Суверенное заимствование в начале XIX столетия сопровождалось многочисленными информационными проблемами, что затрудняло оценку причин, по которым страны допускали дефолт. Вероятно, правительства не желали идти на осуществление вооруженных интервенций или других форм силовых санкций ввиду невозможности определить причины, по которым страна допустила дефолт; «выступать в поход», не имея достаточной информации, было чревато слишком большими политическими издержками. Однако ко второй половине XIX века в политической экономии международных финансов произошли значительные перемены. В этот период расцвета империализма правительства вступили в гонку за овладение новыми колониями и старались закрепить за собой некоторые регионы земного шара как находящиеся под их «управлением». Одним из следствий этого было то, что финансовые соображения стали в этот период увязываться со стратегическими. Поэтому не вызывают удивления свидетельства широкого распространения силовых санкций при допущении дефолта странами в период 1870–1913 годов; более того, примерно в каждом третьем таком случае можно было ожидать введения силовых санкций иностранной державой.

Наконец, в рамках своего анализа Томз определяет вооруженную интервенцию как ситуацию, в ходе которой страна применяет силу, демонстрирует силу или непосредственно угрожает другой стране. При таком определении в его анализе не учитывается эффект *воспринимаемой* угрозы применения силы против суверенных дебиторов и, следовательно, недооценивается реальное воздействие санкций на поведение дебитора. Исторические данные говорят о том, что суверенные заемщики избегали дефолта или принятия дополнительных долговых обязательств из опасений возмездия со стороны правительств кредиторов. Например, в ходе «кризиса Баринга» в 1890-х годах (крупнейшего долгового дефолта в XIX веке) угроза иностранной интервенции повлияла на решение Аргентины урегулировать свои обязательства перед кредиторами, а Бразилия предпочла реформировать свою задолженность в этот период отчасти из боязни того, что ее суверенитет в случае неуплаты окажется под серьезной угрозой. Поведение Бразилии свидетельствует о том, что воспринимаемая угроза силовых санкций побуждала многие стран

Книжное обозрение редактировала
Арчана Кумар.

избегать дефолта даже в самые трудные периоды. В свете этого вполне вероятно, что остальные разделы книги Томза, в которых он стремится подтвердить справедливость репутационной теории, проводя сравнение показателей погашения суверенного долга в благоприятные и неблагоприятные периоды, страдают от проблемы неэквивалентности наблюдений. Томз утверждает, что страны продолжают выплачивать долги «даже в тяжелые времена», стремясь укрепить свою репутацию, однако меры, принятые Бразилией в ответ на «кризис Баринга», дают основание предположить, что в случае некоторых стран выплаты долга «в тяжелые времена» производились из страха подвергнуться санкциям.

Наверно еще более наглядным примером того, почему долги перед кредиторами в прошлом погашались, является реакция заемщиков из Центральной Америки на сделанное правительством США заявление о «Дополнении Рузвельта к доктрине Монро» в 1904 году. Согласно этому заявлению, странам Западного полушария, которые остаются верными своим финансовым обязательствам, нечего опасаться интервенции со стороны США, однако в случае невыпол-

нения финансовых обязательств такой страной, США принудит ее к выполнению обязательств, выступая в качестве «международного полицейского органа».

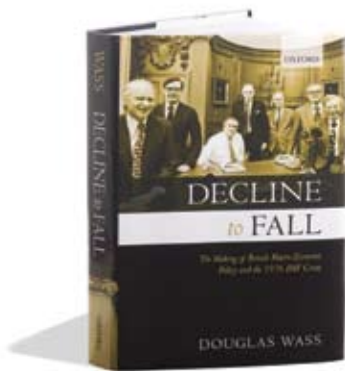
Правительство США подтвердило свою решимость следовать этому политическому заявлению, направив боевые корабли в Санто-Доминго в 1905 году и взяв на себя сбор таможенных пошлин в целях оплаты задолженности перед иностранными кредиторами, после того как Санто-Доминго допустил дефолт по своему внешнему долгу и европейские державы стали угрожать интервенцией. Уверенность кредиторов в том, что США могут вмешаться и в других странах, привела к тому, что цены суверенных долговых обязательств стран Центральной Америки и Карибского бассейна повысились на 74 процента на Лондонской бирже в течение года после провозглашения новой политики. Интервенция США в Санто-Доминго оказала сильное воздействие на поведение дебиторов. Страны этого региона, которые до этого в совокупности находились в состоянии дефолта в течение 140 лет, заключили соглашения с держателями своих облигаций и получили возможность

выпускать новые долговые обязательства на европейских рынках капитала.

Как хорошо известно разработчикам политики и историкам, в сфере суверенного кредитования царит полный беспорядок: причины, в силу которых страны допускают дефолт, а затем принимают или не принимают решение о погашении своей задолженности, по-видимому, отражают действие многих факторов. Из этой книги ясно видно, что репутация, несомненно, имеет значение; однако другие факторы, например санкции, также играли важную, а, возможно, и ведущую роль в определенных периоды истории. Утверждая превосходство репутационной теории при объяснении суверенного заимствования в последние триста лет и отбрасывая возможность того, что для объяснения некоторых периодов истории лучше подходят альтернативные модели, Томз подрывает значение своего во всех других отношениях тщательного анализа.

*Крис Джеймс Миченер,
адъюнкт-профессор экономики
Университета Санта-Клара и
Национального бюро экономических
исследований*

Невеселые воспоминания



Douglas Wass

Decline to Fall

The Making of British Macroeconomic Policy and the 1976 IMF Crisis

Oxford University Press, 2008, 399 pp., £55 (cloth).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ договоренности о кредите стэнд-бай между МВФ и Соединенным Королевством в 1977 году стало важным событием как для МВФ, так и для Великобритании. Для МВФ кредит, предоставленный Соединенному Королевству, — в то

время стране со второй по величине квоте в МВФ, — в течение нескольких лет оставался самым крупным кредитом Фонда. В случае же Соединенного Королевства, как отмечается в книге «Отказ от падения» (Decline to Fall), МВФ, благодаря этой договоренности, «сыграл ключевую роль» в преодолении кризиса, разразившегося в 1976 году.

История поддерживаемой Фондом программы 1997 года для Соединенного Королевства уже освещалась ранее, в том числе в официальной истории МВФ и мемуарах британских министров. Новизна указанной книги состоит в том, что она в значительной мере основана на недавно опубликованных официальных британских документах. А кто может быть лучшим гидом при ознакомлении с этими документами, чем сэр Даглас Уосс, который в качестве постоянного секретаря при Министерстве финансов ее Королевского Величества был главным официальным представителем Соединенного Королевства на переговорах с МВФ? (Ранее, в период, предшествовавший заключению программы с МВФ в 1967 году, он работал в МВФ в должности заместителя исполнительного директора от Соединенного Королевства.)

Уосс, основываясь на ставших недавно доступными документах, рассказывает историю развития

макроэкономической политики на протяжении 1974–1976 годов — периода, который предшествовал заключению поддерживаемой МВФ договоренности. Его рассказ ведется год за годом, названия разделов отражают важнейшие аспекты политики (государственные расходы, обменный курс и т.д.), а повествование переходит от одного меморандума к другому и от встречи к встрече. Уже одного этого достаточно для того, чтобы сделать эту книгу незаменимой для исследователей этих событий. Однако его книга интересна и в том отношении, что она дает обзор осуществления и развития макроэкономической политики Соединенного Королевства в середине 1970-х годов и содержит вдумчивые и критические оценки работы директивных органов, особенно Министерства финансов, в тот период.

В начале 1970-х годов принципиальная основа проведения политики в Соединенном Королевстве была не такой, как сегодня. Налогово-бюджетная политика являлась главным инструментом регулирования спроса и была направлена, в первую очередь, на сохранение полной занятости, а денежно-кредитной политике отводилась вспомогательная роль. Инфляция рассматривалась, прежде всего, как процесс роста издержек производства: считалось, что ее снижение с помощью мер по сдерживанию спроса с уровня 10

процентов в год, наблюдавшегося в начале 1974 года, безусловно, «потребует весьма много времени и приведет к значительной безработице», что считалось неприемлемым. Основным инструментом борьбы с инфляцией была политика заработной платы. Уосс отмечает, что Банк Англии, как это не поразительно, мало занимался вопросами сдерживания инфляции. Центральный банк не был независимым органом, а возможности для изменения официальных процентных ставок были ограничены в силу факторов политики, а также из-за беспокойности по поводу финансовой неустойчивости. Плавающий режим курса фунта стерлингов в его регулируемой форме, начал использоваться только с 1972 года.

В конце 1973 и в начале 1974 года эта система, уже подвергавшаяся стрессам, обусловленным инфляционным давлением, испытала два потрясения: первый нефтяной шок и крах политики доходов правительства консерваторов в результате забастовок и выборов, приведших к власти новое (лейбористское) правительство. Уосс усматривает в этом, а также в обещаниях и политике новой администрации, причины зарождения кризиса в 1976 году.

В 1974 и в начале 1975 года, когда ответственность за политику в области доходов была делегирована профсоюзам, рост заработных плат ускорился, и годовая инфляция цен возросла до примерно 25 процентов. Дефицит бюджета резко увеличился, отчасти в связи с сокращением косвенных налогов, проведенным для того, чтобы содействовать ограничению роста заработных плат в целях снижения инфляции, но также потому, что планирование государственных расходов осуществлялось на основе «неумеренно оптимистичных» предположений об экономическом росте. Уосс считает принятие таких предположений крупным просчетом Министерства финансов в преддверии кризиса, хотя в этот период разочаровывающие результаты в области экономического роста были характерны не только для Соединенного Королевства. Во внешней сфере официальные займы, росту которых способствовало увеличение профицитов производителей нефти, способствовали относительной стабильности обменного курса, однако дефицит счета текущих операций увеличился, а международная конкурентоспособность снижалась. Среди должностных лиц царил «неразбериха в подходах» к курсовой политике, что было еще одним упущением Министерства финансов.

Уосс описывает, как вносились важные коррективы в политику на протяжении 1975 года. В условиях, когда бюджетный дефицит приближался к 10 процентам ВВП, все большее

внимание стало уделяться финансовым последствиям такого положения. Уосс усматривает в этом поворотный момент в проведении налогово-бюджетной политики Соединенного Королевства: традиционные «кейнсианские» эффекты предложения «перестали занимать центральное место», и были предприняты шаги по сокращению дефицита несмотря на слабость экономики. Система бюджетного контроля также подверглась важным реформам, которые стали приносить плоды в 1976 году. Кроме того, в середине 1975 года профсоюзы начали требовать соблюдения «норматива» повышения заработной платы, уровень которого был ниже уровня недавней инфляции цен. Уосс описывает этот шаг как «водораздел» в регулировании инфляции, пусть и сопровождавшийся немалыми издержками в том смысле, что профсоюзы приобрели возможность влиять и на другие элементы политики.

В начале 1976 года перспективы не были абсолютно безотрадными. В отношении внешнего финансирования в меморандуме Министерства финансов указывалось, что «мы должны быть в состоянии без особых проблем пережить 1976 год». Эти надежды оказались слишком оптимистичными. Уже в 1975 году имели место эпизоды давления на фунт стерлингов, а в конце этого года Соединенное Королевство привлекло средства от МВФ в пределах объемов, получение которых еще не сопровождалось предъявлением существенных условий. В 1976 году давление нарастало, по мере того как официальные держатели остатков в фунтах стерлингов начали диверсифицировать свои портфели. Фискальные меры не смогли сдержать эту лавину, и в конце сентября Соединенное Королевство обратилось к МВФ с просьбой о новой договоренности стэнд-бай, сопровождавшейся более строгими условиями. Примечательно то, что это произошло в период возобновившегося давления на фунт стерлингов, которое вынудило министра финансов отказаться от поездки на Ежегодные совещания МВФ и Всемирного банка в Маниле.

Вопросы стабилизации бюджета и обменного курса заняли центральное место на последовавших за этим переговорах официальных лиц Соединенного Королевства и МВФ. Согласно Уоссу, в процессе обсуждения технических вопросов стало ясно — это прежде всего касалось проблемы бюджетной корректировки, — что «достичь согласия по поводу логики действий невозможно», в силу того что официальные лица Соединенного Королевства считали, что применяемый МВФ метод финансового программирования неприменим к их стране. Официальные лица скептически

относились к выбору основы для определения целевого показателя роста денежной массы и сомневались в наличии предполагаемой связи между балансом бюджета и внутренней кредитной экспансией в экономике с развитой финансовой системой. Однако МВФ встретил большее понимание со стороны министра финансов Дениса Хили, который признал, что рост денежной массы при существующей налогово-бюджетной политике, вероятно, способствует увеличению инфляции, хотя и возразил против масштабов корректировки, предлагаемых МВФ. Различия во мнениях были со временем уменьшены, отчасти благодаря тому, что МВФ согласился с тем, чтобы власти взяли обязательство осуществить меры в налогово-бюджетной сфере только в том случае, если рост в течение второго года реализации программы превысит определенный уровень.

Уосс характеризует договоренность как «важнейшее личное достижение» Хили и руководителя группы специалистов МВФ Алана Уиттома. Быстрое опубликование объявления о договоренности «чрезвычайно благоприятно» сказалось на курсе фунта стерлингов, открыв возможность для восполнения резервов и снижения процентных ставок. Соединенному Королевству оказалось достаточно двух займов от МВФ из восьми допустимых, и вскоре после этого оно приступило к погашению займов. Уосс отмечает, что кризис был урегулирован до вступления в силу любой из согласованных с МВФ мер: для достижения столь решительного перелома оказалось достаточно возродить уверенность. Последующие данные показали, что рост расходов был ограничен благодаря ранее проведенным мерам, прежде всего, реформам 1975 года, и что в программе непреднамеренно было предусмотрено чрезмерно большое сокращение государственных расходов. Меры по сокращению расходов были в основном отменены в 1977 году без ущерба для общих бюджетных обязательств Соединенного Королевства в соответствии с программой. Поэтому Уосс считает, что согласованные в программе сокращения расходов были важны прежде всего в качестве «символических сигналов» рынкам, настроения на которых они были призваны изменить.

*Грэм Хэче,
заместитель директора
Департамента внешних связей МВФ*

Аргентина: хроники Танзи



Vito Tanzi

Argentina: An Economic Chronicle

How One of the Richest Countries in the World Lost Its Wealth

Jorge Pinto Books, New York, 2007, 164 pp., \$19.95 (paper).

ВИТО ТАНЗИ, в прошлом длительное время работавший директором Департамента по бюджетным вопросам МВФ, хорошо знает Аргентину — страну, которую он посещал примерно тридцать раз за последние четыре десятилетия и где он прожил в общей сложности больше года. Данная книга представляет собой историю Аргентины под углом зрения его регулярных визитов и контактов. Хотя в центре внимания Танзи находятся экономические и бюджетные проблемы Аргентины, в его книге освещается широкий круг вопросов.

«Аргентина: экономическая хроника» (*Argentina: An Economic Chronicle*) представляет собой книгу воспоминаний, чтение которых доставляет огромное удовольствие. В ней рассказывается о встречах с президентами и министрами, художниками и интеллектуалами, политиками и журналистами, а также таксистами и итальянскими иммигрантами. В ней собраны впечатления (охватывающие четыре десятилетия) европейца, приехавшего в Аргентину с желанием разобраться в ее национальной культуре и истории, поразмышлять о судьбе многочисленных иммигрантов из Италии, описать места поразительной природной красоты (не посвящая же всего себя только работе, не оставляя времени для удовольствий) и поведать о своем (неизбежном) опыте частых международных поездок, в том числе о забастовках, опасных полетах и пищевых отравлениях.

Кроме того, Танзи не может не любить Аргентину, поскольку именно

она послужила толчком к описанию «эффекта Танзи». (В Аргентине его нередко называют «эффектом Оливеры» в честь профессора Хулио Оливеры из Университета Буэнос-Айреса, который примерно в то же время также писал о фискальных лагах). Эффект Танзи объясняет, что реальная стоимость налоговых доходов снижается в периоды высокой инфляции в связи с обычными задержками в сборе налогов — например, задержкой от момента получения доходов до момента уплаты налога. В условиях высокой инфляции такая задержка означает, что ко времени поступления денежных средств в правительственный бюджет покупательная способность этих средств уже снизится и их не станет хватать для закупки товаров или выплаты заработной платы (которая нередко индексируется на инфляцию быстрее налогов). При умеренных темпах инфляции эффект Танзи незначителен, однако при трехзначных и более уровнях инфляции он может быть разрушителен. Аргентина, к сожалению, служила превосходной основой для умозаключений Танзи и оценок эффекта такого фискального лага.

Хотя книга не носит узкоспециального характера и не содержит графиков или уравнений, Танзи делает серьезную попытку пролить свет на необъяснимый «хронический» регресс экономики Аргентины. Сто лет назад, отмечает он, экспорт Аргентины составлял 7 процентов от общемирового экспорта, а по душевому показателю ВВП она превосходила Францию и в два раза превышала Италию. Экономическая история Аргентины — это история отката в развитии. Чем вызвана эта экономическая трагедия? Ответ Танзи прост и однозначен — плохим бюджетным управлением. После того как режим Перона в 1940-х годах приступил, не считаясь с затратами, к созданию государства всеобщего благосостояния, страна больше ни разу не смогла достигнуть сбалансированности своих бюджетных счетов. За этим последовали десятилетия хронически высокой инфляции, перемежающиеся эпизодами гиперинфляции, поскольку центральный банк являлся источником финансирования фискального неравновесия. Когда в 1991 году Аргентина перешла на использование валютного режима, который не допускал финансирования государственного дефицита центральным банком и, по сути, ликвидировал инфляцию, несбалансированность бюджета стала причиной взрывообразного накопления государственного долга, завершившегося к концу 2001 года получившим

печальную огласку дефолтом по суверенным облигациям. Именно здесь книга может вызвать особо резкие возражения. Танзи считает, что на кредиты МВФ, предоставившиеся Аргентине на протяжении 1990-х годов, можно возложить основную вину за накопление долга, приведшего к финансовому кризису. Что бы ни думали о рекомендациях Фонда Аргентине в этот период — а эти рекомендации в действительности содержали намного больше нюансов, чем обычно считается, — невозможно уйти от того обстоятельства, что в этот период глобальные частные рынки были готовы с радостью предоставить Аргентине практически неограниченные суммы займов. Конечно, рынки устанавливали более высокую ставку, чем МВФ, однако могла ли эта частность помешать заимствованию и расходованию?

Однако в чем крылась коренная причина хронической неспособности сбалансировать приходы и расходы государства? Многие обвиняют во всем катастрофически низкую дисциплину налогоплательщиков. Развивая шутку о том, что «аргентинцы — это итальянцы, которые разговаривают на испанском и считают, что они англичане», Руди Дорнбуш заметил, что «проблема Аргентины состоит в том, что ее профсоюзы британские, а налогоплательщики итальянские». Однако одними особенностями культуры не объяснить низкую дисциплины налогоплательщиков. Система с чрезвычайно высокими ставками налога и практически полным отсутствием принудительных мер может разрушить традиции налоговой дисциплины даже в такой стране, как Финляндия. В реальности, налоговые поступления с течением времени существенно увеличились, чему способствовали, по крайней мере отчасти, рекомендации миссии МВФ, проведенной в 1989 году под руководством Танзи, а также высокие темпы роста и снижение инфляции в 1990-х годах (обратная сторона медали в случае эффекта Танзи). К сожалению государственные расходы росли примерно теми же темпами, что и налоговые доходы, и бюджетная несбалансированность не была преодолена. Танзи отмечает, что Аргентина — «это общество, которое в долгосрочной перспективе желало осуществлять государственные расходы на уровне, превышающем тот, который оно готово или способно профинансировать (за счет налогов или других обычных поступлений)». Но почему это происходит? Необъяснимый регресс аргентинской экономики так и остается загадкой.

*Эдуардо Борнштейн,
советник Исследовательского
департамента МВФ*