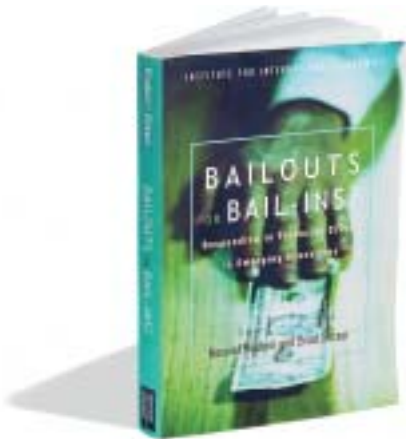


Серьезный разговор о финансовых кризисах



Nouriel Roubini and Brad Setser

Bailouts or Bail-Ins?

Responding to Financial Crises in Emerging Economies

Institute for International Economics, 2004, 427 pp., \$28.95 (cloth).

Эта книга, написанная Нуриелем Рубини и Брэдом Сетсером, должна войти в обязательный перечень литературы для всех, кто занимается странами с формирующимся рынком и их задолженностью. Авторы смогли подойти к вопросу о финансовых кризисах, имевших место в последнее десятилетие, как с теоретических позиций, так и с позиций проведения политики. Охватывая все аспекты вопроса, от причин отдельных кризисов до ответных мер политики властей, они помогают нам определить необходимые уроки из этого опыта. Они тщательно разрушают сложившиеся предубеждения и вскрывают различия во взглядах — особенно в рамках Группы семи промышленно развитых стран — что помогает понять те компромиссные решения, которые принимались в условиях некоторых кризисов (такие как «вторая линия обороны» в случае азиатского кризиса). Само изложение могло бы быть менее сжатым и содержать меньше повторов. Но это уже придирка! Если международное сообщество хочет иметь прочную основу для продолжающейся дискуссии о роли МВФ в странах с формирующимся рынком, ему не мешало бы внимательно изучить эту книгу.

Авторы демонстрируют глубокое понимание темы. Они понимают характер деятельности МВФ и динамику развития кризисов — в том числе заложенные в различных секторах причины последних кризисов и нарастающее действие сил, возникающих при первом нарушении спокойствия. Они кос-

венно одобряют многие инициативы, принятые для укрепления архитектуры международной финансовой системы — включая разработку стандартов данных, улучшение прозрачности (как со стороны самих стран, так и со стороны МВФ), проведение оценок финансового сектора, анализ балансовых отчетов, составление шаблонов для анализа устойчивости долговой ситуации. Однако они упрекают международное сообщество в неспособности лучше определить финансовую роль МВФ применительно к странам с формирующимся рынком.

Эта часть обсуждения затрагивает ключевой вопрос о политике в отношении роли частных кредиторов и доступа к финансовым ресурсам МВФ. Многие помнят бесконечные споры об «участии частного сектора». Авторы достаточно точно отражают позиции сторон, указывая на всю сложность вопросов (таких как вопрос о главенстве требований) и непреодолимые различия во мнениях относительно официального финансирования и риска злоупотреблений.

Одним из результатов этих дискуссий явилось решение обеспечить соблюдение лимитов доступа к ресурсам МВФ — политики, которая во многом не выполнялась, как показал пример Турции, Аргентины или Бразилии. Авторы призывают к разработке более эффективной стратегии, которая более четко определяла бы роль возможного крупного финансирования со стороны МВФ, даже в случаях принудительной реструктуризации. Они пишут: «Главной проблемой существующей системы является не то, что слова расходятся с делами, и не то, что поставленная цель в отношении применения лимитов нереальна даже как долгосрочная задача политики. Дело, скорее, в том, что основы существующей политики исключают серьезные обсуждения оптимальных способов использования возможностей МВФ предоставлять значительное чрезвычайное финансирование различным странам с формирующимся рынком. Заявления о том, что отныне не будут предоставляться крупные объемы ликвидных средств, позволяют попечителям глобального финансового порядка уклониться от определения условий, в которых предоставление таких ликвидных средств было бы правильной или неправильной политикой».

Этот вопрос тесно связан с вопросом о способах упорядоченного урегулирования долговой проблемы при возникновении такой необходимости. Авторы приводят всесторонний анализ предло-

жений о создании механизма реструктуризации суверенных долгов с целью поощрения более широкого использования положений о коллективных действиях в отношении суверенных облигаций и разработки «кодекса поведения» для заемщиков и их инвесторов. Они приходят к выводу о том, что, хотя изменения в договорных или уставных документах, возможно, позволяют решить проблемы уклонения от переговоров или угроз судебного разбирательства, вносимые в настоящее время изменения «... не соответствуют задаче преодоления других многочисленных трудностей, с которыми сталкиваются страны при необходимости реструктуризации долгов». Ссылаясь на Аргентину, они указывают, что срочно необходимо, «... чтобы МВФ при поддержке Группы семи проявил готовность оказывать большую помощь странам на более ранних этапах процесса реструктуризации. МВФ должен предоставлять реальные денежные средства и реальные указания в рамках реальных усилий, направленных на предотвращение длительных дефолтов». Помимо того, что это касается реальных денег, к сожалению, в последнее время эта важная рекомендация не выполняется.

Несмотря на многие правильные замечания, книга не предлагает какого-либо простого решения на случай будущих кризисов. Вместо этого авторы призывают к большему равновесию в подходах — не вдаваясь в крайности от крупных пакетов финансирования до ограниченного доступа к официальному финансированию, от финансирования всего и вся до полной остановки финансирования, от полного отказа от привлечения частного сектора до его принуждения к участию в реструктуризации задолженности. В определенном смысле такой вывод представляется разочаровывающим. Однако авторы помогают нам в поиске указанного иллюзорного равновесия в подходах, углубляя наше понимание кризисов и мер для их урегулирования. Тем не менее, при всей важности такой информации, неуверенность в отношении необходимых действий и полное невведение фактов, которые, несомненно, будут характеризовать будущие кризисы, указывают на необходимость крайне осторожных оценок рисков, попрежнему присущих действиям, вызванным такими событиями.

*Джек Бурман,
Советник руководства МВФ
и бывший директор Департамента
разработки и анализа политики*

В стремлении к совершенству в Европейском центральном банке



Tommaso Padoa-Schioppa

The Euro and Its Central Bank

Getting United After the Union

MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2004,
264 pp., \$40.00 (cloth).

Эта исключительно ценная книга охватывает историю европейской интеграции, создания евро и его центрального банка и функционирования Евросистемы (системы центральных банков, образующих Европейский центральный банк (ЕЦБ), и национальных центральных банков государств-членов, принявших евро). Евросистема занимает центральное место в анализе, но не в узком его понимании. Автор книги, член правления центрального банка, участвовавший в процессе европейского валютного объединения с 1979 года, делает особый упор на экономические и политические условия, которые в случае Евросистемы включают 12 отдельных национальных образований и одну наднациональную организацию.

Столь сложная структура отличает Евросистему от системы других центральных банков — в том числе Соединенных Штатов. Хотя экономика США сопоставима по своим размерам с экономикой еврозоны, ЕЦБ должен учитывать тот факт, что экономика стран, для которых он устанавливает денежно-кредитную политику, в основном по-прежнему носит национальный характер. Дополнительно усложняет ситуацию то обстоятельство, что многие их рынки отстают в плане своей конкурентоспособности. Это в частности касается рынка труда евро-зоны, который остается поделенным на 12 отдельных социально-политических образований. Однако ТПШ (как его называют друзья) считает возможной разработку денежно-кредитной полити-

ки, которая отвечала бы потребностям столь разнородного сообщества, и даже полагает, что эта деятельность ЕЦБ до настоящего времени близка к совершенству. Основное внимание он уделяет второму вопросу, который является лейтмотивом его книги: центральный банк должен не просто проводить денежно-кредитную политику, но также отвечать за осуществление надзора за финансовой системой, включая систему платежей. Только в этом случае он может называться «совершенным» центральным банком.

Однако поскольку ЕЦБ никак не отвечает за осуществление надзора за платежными системами (некоторые из них по-прежнему являются национальными), он еще далек от данной концепции совершенства. Причина этого заключается в незавершенности европейской интеграции. Евросистема включает 12 горделивых национальных центральных банков, чей совокупный штат во много раз превосходит штат ЕЦБ. Хотя сторонние наблюдатели по понятным

«Поскольку ЕЦБ никак не отвечает за осуществление надзора за платежными системами, он еще далек от данной концепции совершенства».

причинам обращают основное внимание на решения, принимаемые ЕЦБ в штаб-квартире во Франкфурте (Германия), большая часть решений приходится на управляющих национальных центральных банков, физическим и политическим центром для которых служат их национальные столицы. Например, именно эти 12 управляющих — а не ЕЦБ — заведуют большей частью валютных резервов, которые могут использоваться для интервенций на валютных рынках.

Для тех, кто уже знаком с ЕС и евро, наиболее интересной будет последняя глава книги, в которой описываются пять основных задач, стоящих на этапе «взросления». Однако после прочтения книги осталось некоторое чувство разочарования. Отметив все проблемы, присутствующие в существующей системе, ТПШ делает вывод, что ЕЦБ мало что может сделать для изменения сложившегося

положения дел. Наиболее примечательными с этой точки зрения являются следующие две проблемы: хронически слабые темпы экономического роста в еврозоне и отсутствие политического единства. Первая проблема присуща не только Европе. Япония на протяжении последнего десятилетия стояла перед еще более серьезной проблемой экономического роста. Хотя ЕЦБ, безусловно, мало что может сделать для изменения перспектив экономического роста в Европе, пример Японии также показывает, что неправильная политика может причинить существенный ущерб. Содержащийся в книге вывод был бы значительно более убедительным, если бы ТПШ показал, что ЕЦБ сможет избежать ошибок, допущенных в Японии.

Никакой анализ евро невозможен без упоминания проблемы отсутствия политического единства. При этом ТПШ-член правления центрального банка вступает в противоречие с ТПШ-гражданином. Его характеристика ситуации, как всегда, элегантно: «государственное устройство Европы еще формируется». Но состоит ли в этом только задача на будущее? Нельзя ли также использовать отсутствие политического единства для создания более «совершенного» центрального банка? Сосуществование в Европе многочисленных различных государственных формирований создает то преимущество, что менее вероятно, чтобы ошибки или причуды политического характера определяли экономическую политику. В национальных политических условиях одна партия — а иногда один человек — может допустить ошибку или увлечься какой-либо идеей. ТПШ защищает эклектический подход, используемый в Евросистеме, приводя довод в стиле Хайека о том, что нельзя быть полностью уверенным, какая модель является лучшей. Однако этот довод также подразумевает, что рассредоточение процесса принятия решений между многими центрами в сочетании с достаточно сильным соперничеством за влияние на проводимую политику может в действительности послужить преимуществом. Отсутствие политического единства, таким образом, в долгосрочной перспективе может сделать экономику еврозоны — и сам евро — более сильными и более стабильными, чем многие ожидают сегодня.

*Даниел Грос,
Директор Центра европейских
политических исследований (ЦЕПИ),
Брюссель (Бельгия)*