

«НА ЭТОТ РАЗ ВСЕ ИНАЧЕ»: ПАНОРАМА ВОСЬМИ СТОЛЕТИЙ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ*

Кармен М. РЕЙНХАРТ

Школа государственной политики
и факультет экономики Университета
Мэриленда

Кеннет С. РОГОФФ

профессор, факультет экономики
Гарвардского университета

Оικονομία • Πολιτικά

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

1. Введение

К сожалению, в современной экономике принято при оценке недавнего опыта довольствоваться стандартными, общедоступными данными. За редким исключением межстрановые исследования финансовых кризисов опираются на данные с 1980 года и ограничены по многим другим существенным параметрам. Это при том, что событие, которое может казаться беспрецедентным в масштабе трех десятилетий, в более широком контексте предстает не столь уж исключительным.

В данной работе представлена новая, исчерпывающая историческая база данных для изучения международных долговых и банковских кризисов, инфляции, обвалов и обесценивания валют. В базу вошли материалы по 66 странам Африки, Азии, Европы, Латинской и Северной Америки и Океании. Параметры исследования включают, помимо прочего, внешний и внутренний долг, торговлю, валовой национальный продукт, инфляцию, курсы обмена валют, процентные ставки и цены на товары. Исследование охватывает восемь столетий истории, как правило начиная с момента получения той или иной страной независимос-

* Авторы хотели бы выразить признательность Винсенту Рейнхарту, Джону Синглтону, Арвинду Субраманиану, а также участникам семинаров в Гарвардском и Колумбийском университетах за полезные замечания и предложения; Итану Илзетски, Фернандо Иму и Ваниэ Ставракевой — за помощь в исследовании. Мнения, высказываемые в данной работе, отражают точку зрения авторов и могут не совпадать с позицией Национального бюро экономических исследований.

Национальное бюро экономических исследований, март 2008 года. Рабочий доклад 13882 (<http://www.nber.org/papers/w13882>).

Перевод с английского Ю. Новгородского.

ти, однако в случае некоторых государств рассматривается и их колониальное прошлое. Формирование нашей базы данных в значительной мере основывается на трудах предшественников. Однако в настоящее исследование вошел и большой объем нового материала из разнообразных первичных и вторичных источников. Хронологию наиболее серьезных дефолтов внутреннего долга (как правило, в национальной валюте) вы найдете в нашей более ранней работе¹.

Теперь о структуре исследования. В разделе 2 приводится обзорный анализ всех данных применительно к современной ситуации. Там, помимо прочего, мы подчеркиваем, что отсутствие крупных внешних дефолтов в период с 2003 по 2007 год, после прокатившейся по миру в течение двух предшествующих десятилетий волны дефолтов, не должно вызывать у политиков эйфории. Серийные дефолты остаются нормой, просто волны всемирных кризисов могут разделяться годами и даже десятилетиями.

Тот факт, что многие развивающиеся страны сегодня стали менее зависимыми от внешнего заимствования иностранной валюты, чем это было еще совсем недавно, часто притупляет бдительность иностранных инвесторов и политиков. Эти страны стали в большей степени полагаться на обязательства в национальной валюте, выпускаемые на внутреннем рынке. При этом, как мы доказали статистически, в таком расчете на внутренний долг нет ничего нового и мнение, что при анализе приемлемости внешнего долга внутренний долг можно игнорировать в принципе, никак не увязывается с многочисленными историческими примерами².

Наши данные указывают на то, что феномен серийных дефолтов является своего рода обрядом исторического посвящения практически для всех стран, находящихся в стадии развивающегося рынка. И речь идет не только о Латинской Америке, но и об Азии, Среднем Востоке и Европе. Мы также обнаружили, что высокий уровень инфляции, обвал валют и девальвация часто идут рука об руку с дефолтом. И наконец, мы выявили немаловажную историческую закономерность, которая заключается в том, что периоды существенного увеличения мобильности капитала нередко сменяются чередой внутренних банковских кризисов.

В разделе 3 приводится краткий обзор выборки и данных. Раздел 4 содержит систематизированную информацию об истории серийных дефолтов по внешнему долгу, начиная с дефолтов в средневековой Англии и 13 дефолтов, произошедших в Испании с 1500-х годов, и заканчивая дефолтами XX столетия — в Азии, Африке и Латинской Америке. В нашей базе данных отмечены даты как урегулирования дефолтов, так и их начала, что позволяет анализировать не только частоту дефолтов, но и их продолжительность.

Раздел 5 посвящен влиянию глобальных факторов, таких как динамика цен на товары массового потребления и приток капитала из финансовых центров на дефолты в отдельно взятых государствах. В этом разделе демонстрируется, как потрясения, исходящие из центров, способны провоцировать дефолты по всему миру. В этом смысле не является исключением и кризис субстандартной ипотеки в США.

В разделе 6 доказывается, что периоды высокой инфляции и девальвации валют являются таким же универсальным «обрядом посвящения», как и серийный дефолт. В разделе 7 представлен сводный индекс, объединяющий «разновидности кризисов». В заключение мы рассматриваем пути

¹ Reinhart C. M., Rogoff K. S. Domestic Debt: The Forgotten History // NBER Working Paper. 2008. April; Reinhart C. M., Rogoff K. S. Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison // American Economic Review. 2008. May.

² Ibid.

преодоления странами извечной проблемы серийных дефолтов. Изменится ли что-нибудь в XXI веке?

2. Первый взгляд: общий план

Какие выводы можно сделать, изучая панораму истории финансовых кризисов? Начнем с обсуждения суверенного дефолта по внешнему долгу (то есть правительственного дефолта по собственному внешнему долгу правительства или по долгам частного сектора, для которых предоставлялись государственные гарантии).

Во-первых, для мира в целом (или, в соответствии с нашими данными, для более чем 90% мирового ВВП) текущий период можно рассматривать как характерное затишье, наступающее после крупных мировых финансовых кризисов.

На рис. 1 на отрезке от 1800 до 2006 года (здесь мы располагаем наиболее полными данными) предоставлены данные по доле стран, находящихся в состоянии кризиса или реструктуризации. И если не принимать во внимание нынешнее затишье, то на этом графике сразу бросается в глаза наличие длительных периодов, когда значительная доля всех стран находится в состоянии дефолта или реструктуризации. Более того, на графике отчетливо видны пять пиков дефолтных циклов. Первый пришелся на Наполеоновские войны; второй можно наблюдать в период с 1820-х по 1840-е годы, когда практически половина всех стран мира (в том числе вся Латинская Америка) могла находиться в состоянии дефолта. Третий подобный эпизод начинается в конце 1870-х годов и длится два десятилетия.

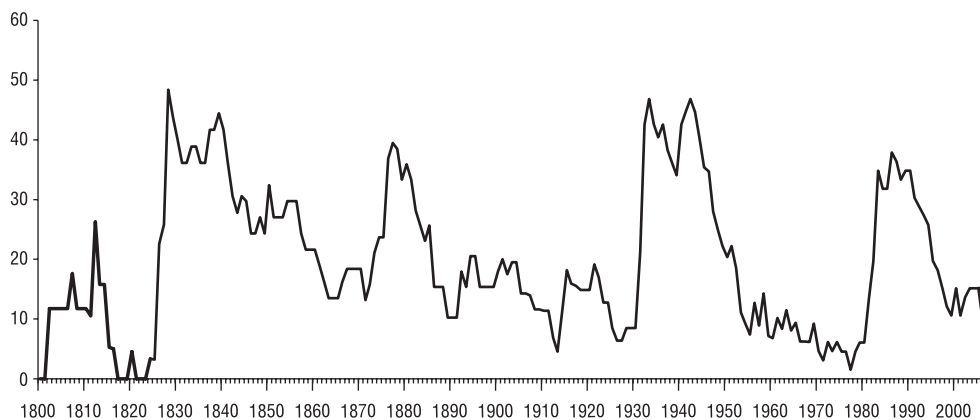


Рис. 1. Суверенный внешний долг, 1800–2006 годы.
Доля государств, находящихся в состоянии дефолта или реструктуризации (%)

Примечание: показатель рассчитывался для тех стран из 66, которые на тот момент являлись независимыми государствами.

Источники: Lindert P. H., Morton P. J. How Sovereign Debt Has Worked // Developing Country Debt and Economic Performance. Vol. 1 / Sachs J. (ed.). University of Chicago Press, 1989. P. 39–106; MacDonald J. A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy. N. Y.: Farrar, Straus, and Giroux, 2003; Purcell J. F. H., Kaufman J. A. The Risks of Sovereign Lending: Lessons from History. N. Y.: Salomon Brothers, 1993; Reinhart C. M., Rogoff K. S., Savastano M. A Debt Intolerance // Brookings Papers on Economic Activity. 2003. Vol. 1. Spring. P. 1–74; Suter C. Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820–1990. Boulder: Westview Press, 1992; Sovereign Defaults: Hiatus in 2000? / Standard & Poor's // Standard & Poor's CreditWeek. 1999. December 22.

Четвертый период начинается с Великой депрессии 1930-х годов и длится до начала 1950-х годов, когда вновь почти половина всех стран оказывается в состоянии дефолта³. Самый недавний цикл дефолтов объединяет долговые кризисы на развивающихся рынках 1980-х годов и 1990-х годов.

Нынешнее затишье покажется еще более контрастным на фоне предыдущего столетия, если рассмотреть страны с точки зрения их доли в мировом ВВП, как это сделано на рис. 2. Спокойствие, подобное тому, что мы наблюдаем в период с 2003 по 2007 год⁴, наступало лишь на протяжении двух десятилетий перед Первой мировой войной — в славные дни золотого стандарта. Глядя в будущее, нельзя не задуматься о том, что такие десяти- и двадцатилетние затишья, будучи довольно распространенным явлением, неизбежно сменялись новой чередой дефолтов.

График на рис. 2 интересен тем, что годы после Второй мировой войны на нем отражены как наиболее продолжительный период дефолтов в истории современного мира, когда в состоянии дефолта или реструктуризации находились страны, на которые приходилось почти 40% мирового ВВП. Отчасти это объясняется новыми дефолтами, вызванными войной, но причина здесь также в том, что многие страны так и не смогли преодолеть дефолты времен Великой депрессии 1930-х годов⁵. В этом смысле дефолты эпохи Наполеоновских войн важны не менее любого другого периода: ведь если не брать Вторую мировую войну, то только пик кризиса 1980-х годов приблизился к уровню 1800-х.

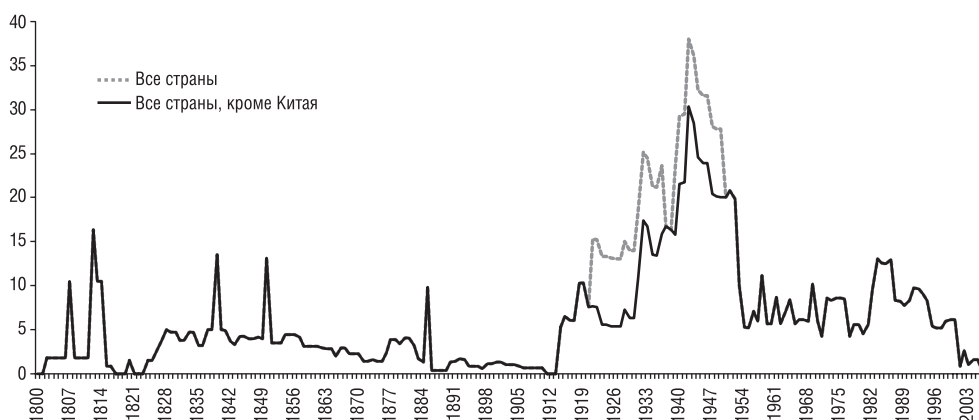


Рис. 2. Суверенный внешний долг, 1800–2006 годы.

Страны в состоянии дефолта, оцененные с точки зрения их доли от мирового дохода (%)

Примечание: в выборку вошли все страны из 66 рассматриваемых, которые на тот момент являлись независимыми государствами. Использовались три средних показателя ВВП: 1913 год отражает период с 1800 по 1913 год, 1990 год отражает период с 1914 по 1990 год, и наконец, 2003 год отражает период с 1991 по 2006 год.

Источники: см. рис 1, а также: *Maddison A. Historical Statistics for the World Economy: 1—2003 AD.* Paris: OECD, 2004 (<http://www.ggdc.net/maddison/>).

³ Ч. Киндлбергер — один из немногих ученых, настаивающих на том, что 1950-е годы можно рассматривать как эпоху финансового кризиса. См.: *Kindleberger Ch. P. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises.* N. Y.: Basic Books, 1989.

⁴ В этом сравнении страны, объявившие дефолт, оцениваются с точки зрения доли в мировой прибыли. В случае переоценки, когда беднейшим африканским и южно-азиатским странам присваивается такой же вес, как Бразилии или США, для периода с конца 1960-х годов до 1982 года характерно еще меньшее количество независимых стран, находящихся в состоянии дефолта.

⁵ Киндлбергер подчеркивает преобладание дефолтов после Второй мировой войны, однако не предоставляет количественных данных.

Как станет видно при систематизации опыта отдельных стран в разделе 4, *серийный дефолт по внешнему долгу — то есть неоднократный суверенный дефолт — является нормой для любого региона мира, в том числе для Азии и Европы.*

Как мы уже видели на примере рис. 2, глобальные конфликты способны выступать в качестве мощнейшего катализатора дефолтных волн. Кроме того, наши обширные данные позволяют подтвердить разделяемую большинством экономистов точку зрения о том, что *глобальные экономические факторы, в том числе цены на товары и процентные ставки центробразующих стран, играют существенную роль в возникновении кризисов государственного долга*⁶.

Подробнее этот вопрос рассмотрен в разделе 5. Наши данные о мировых индексах реальных цен на товары позволяют продемонстрировать, что в период с 1800 по 2006 год высшие и низшие точки циклов изменения цен на товары оказывались главным показателем высших и низших точек циклов притока капитала, причем низшие точки, как правило, вызывали множественные дефолты.

Более заметная закономерность, обнаруженная в исследованиях, посвященных современным кризисам⁷, заключается в том, что в странах, переживающих внезапный мощный приток капитала, риск возникновения долгового кризиса особенно высок. Предварительные данные по этому вопросу позволяют утверждать, что такая закономерность распространяется и на более масштабные исторические этапы: рост притока капитала зачастую предшествовал внешним долговым кризисам на государственном, региональном и даже глобальном уровне начиная с 1800 года — если не раньше.

Также созвучна современной теории кризисов и поразительная связь между ростом мобильности капитала и частотой банковских кризисов, что видно на рис. 3. Периоды высокой международной мобильности капитала неоднократно провоцировали международные банковские кризисы, причем не только в 1990-х годах, о чем все знают, но и на всем протяжении истории. Правая шкала графика отражает скользящий средний показатель доли всех стран в состоянии банковского кризиса. На левой шкале мы применили к этому же периоду свой излюбленный индекс мобильности капитала по М. Обстфилду и А. Тейлору⁸, дополненный и ретрополированный в соответствии с их принципами. Несмотря на то что у индекса Обстфилда—Тейлора могут быть свои ограничения, мы считаем, что он весьма удачно обобщает сложные процессы, подчеркивая реальную мобильность капитала исходя из фактических притоков.

Настоящее исследование отличается от работ предшественников (известных нам) тем, что в ней история кризисов в таком количестве стран не сводится к эпохе после Второй мировой войны, которая подробно изучена, а охватывает более ранние периоды — начиная с 1800 года, если точнее. На отрезке до 1880 года нашу работу существенно облегчило масштаб-

⁶ См.: *Bulow J., Rogoff K. Cleaning Up Third-World Debt Without Getting Taken To the Cleaners // Journal of Economic Perspectives. 1990. No 4. P. 31—42, а также Mauro P., Sussman N., Yafeh Y. Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870—1913 and Today. L.: Oxford University Press, 2006.*

⁷ Напр.: *Kaminsky G. L., Reinhart C. M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems // American Economic Review. 1999. Vol. 89. No. 3. P. 473—500; Reinhart C. M., Rogoff K. S. Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison.*

⁸ *Obstfeld M., Taylor A. M. Globalization and Capital Markets // Globalization in Historical Perspective / Bordo M., Taylor A. M., Williamson J. (eds.). Chicago: University of Chicago Press, 2003. P. 121—190.*

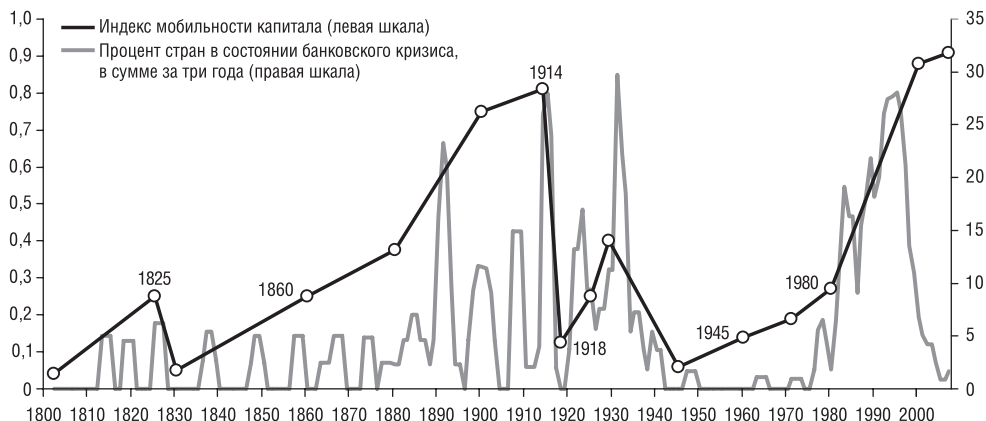


Рис. 3. Мобильность капитала и частота банковских кризисов: все страны, 1800–2006 годы

Примечание: как и в случае кризисов внешнего долга, процент рассчитывался для тех из 66 стран, которые на рассматриваемый момент времени являлись независимыми государствами. В правой шкале мы применили обновленную версию индекса мобильности капитала, который стал нашим главным инструментом благодаря своей способности обобщать сложные процессы, пусть и несколько условно. Непрерывная черная линия изображает оценочный индекс степени мобильности капитала по Обстфилду и Тейлору, экстраполированный на период с 1800 по 1859 год на основе их принципов построения.

Источники: Globalization in Historical Perspective; Caprio G., Klingebiel D. Laeven L., Noguera G. Banking Crisis Database // Systemic Financial Crises / Honohan P. Laeven L. (eds.). Cambridge: Cambridge University Press, 2005; Kaminsky G. L., Reinhart C. M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems.

ное исследование М. Бордо⁹ и др., но для более ранних периодов пришлось прибегнуть к «археологической» работе. Если говорить о развитой экономике, то самым ранним в нашей статистике стал банковский кризис в Дании в 1813 году; что касается развивающихся рынков, то здесь самые ранние данные относятся к кризису 1863 года в Индии и к кризису в Перу, случившемуся десятью годами позже.

Как отмечалось выше, в нашу базу данных включен и масштабный временной ряд по внутреннему государственному долгу¹⁰. Поскольку материалы по истории внутреннего государственного долга найти весьма непросто, данный фактор зачастую не учитывается в исследованиях, посвященных долгу и инфляции в развивающихся странах. Более того, многие компетентные аналитики полагают, что недавний переход от внешнего к внутреннему займу, наблюдаемый во многих развивающихся странах, является революционным и беспрецедентным¹¹. Мы доказываем, что такой подход глубоко ошибочен и предлагаем соответствующие выводы и для современных рынков, и для исследования истории долга и инфляции.

До очень недавнего времени внутренний долг не попадал в сферу интересов международных организаций. Ни Международный валютный фонд,

⁹ Globalization in Historical Perspective.

¹⁰ В случае большинства развивающихся стран и на протяжении практически всего времени облигации внутреннего займа выпускались в местной валюте и принадлежали главным образом резидентам страны. Внешний же долг, как правило, был в иностранной валюте и принадлежал зарубежным резидентам.

¹¹ См. Отчет МВФ о глобальной финансовой стабильности (апрель 2007); отчеты многих частных инвестиционных банков также превозносят внутренний долг как предвестник стабильности.

ни Всемирный банк не занимались систематическим сбором информации по этому вопросу. Кроме того, межстрановые исторические временные ряды по внутренним долговым обязательствам не встречаются и в частных базах данных. К. Райнхард, К. Рогофф и М. Савастано¹² при содействии сотрудников МВФ и представителей ряда стран составили ежегодные выборки, где для небольшого количества стран с развивающейся экономикой представлены данные начиная с 1990 года¹³.

Проблема внутреннего долга весьма серьезна. Во-первых, вопреки распространённому сегодня мнению, *внутренний долг составлял значительную часть государственного долга на протяжении истории большинства стран, в том числе развивающихся*. На рис. 4 представлены данные о доле внутреннего долга от общего государственного долга в период с 1900 по 2006 год.

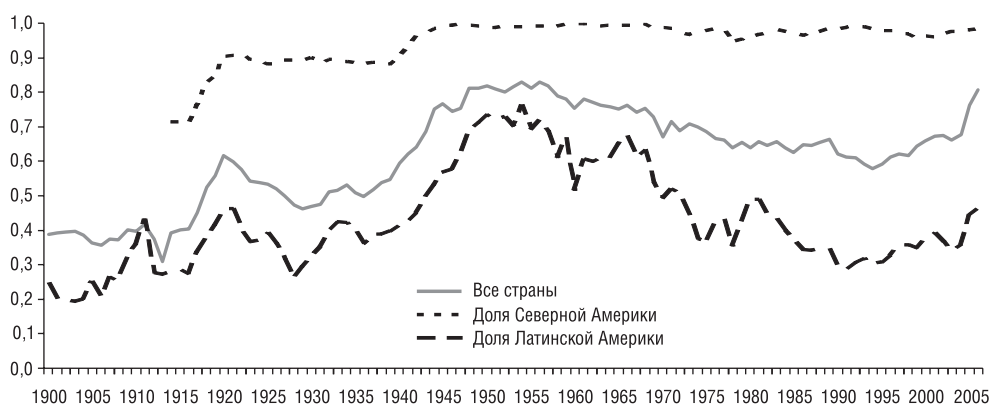


Рис. 4. Внутренний долг как часть общего долга, 1900–2006 годы

Источник: Public Debt, 1914–1946 / United Nations, Department of Economic Affairs. N. Y., 1948.

В среднем для всех 66 стран внутренние долговые обязательства составляли более 50% общего долга на протяжении всего периода. (Речь идет о невзвешенном среднем процентных соотношений для каждой отдельной страны.) Даже для Латинской Америки доля внутреннего долга стабильно превышает 30, а временами — и 50%.

Более того, вопреки всем общепринятым представлениям, наши данные говорят о том, что очень крупную долю внутреннего долга — даже в развивающихся странах — составляли ценные бумаги с длительным сроком погашения¹⁴.

В этой работе мы также предоставляем ряд доказательств того, что внутренний долг как минимум не является вторичным по отношению к внешнему, даже с учетом способности правительства объявить дефолт через инфляцию.

Поскольку урегулирование внутреннего долга производится из тех же источников прибыли, что и урегулирование долга внешнего, внутренний долг оказывается довольно важным фактором в оценке приемлемости для страны выплат по внешнему долгу. Однако в силу того, что до настоящего времени

¹² Reinhart C. M., Rogoff K. S., Savastano M. A Debt Intolerance // Brookings Papers on Economic Activity. 2003. Vol. 1. Spring. P. 1–74.

¹³ С того времени, благодаря работам А. Гушиной и О. Жана (Guscina A., Jeanne O. Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set // IMF Working Paper 06/98. 2006. April), временной диапазон был увеличен до 1980–2005 годов.

¹⁴ Reinhart C. M., Rogoff K. S. Domestic Debt: The Forgotten History.

развернутый временной ряд по внутреннему долгу был недоступен, многие специалисты этот фактор не учитывают. Мы указывали на аналогичную проблему при анализе высокой инфляции; большая часть исследовательской литературы, начиная с классической работы Филипа Кагана¹⁵, основное внимание уделяет «сеньоражным» доходам от инфляции, источником которых является реальная денежная база. Но при этом зачастую *правительственная прибыль от неожиданной инфляции формируется как минимум в той же степени за счет капитальных убытков, которые несут держатели долгосрочных государственных облигаций*. График инфляции и дефолта на рис. 5 наглядно демонстрирует поразительное соответствие между количеством стран, находящихся в состоянии долгового дефолта, и количеством стран, переживающих в этот же период значительную инфляцию (таковой мы считаем инфляцию, превышающую 20% в год). Начиная со Второй мировой войны инфляция и дефолт были неразлучны.

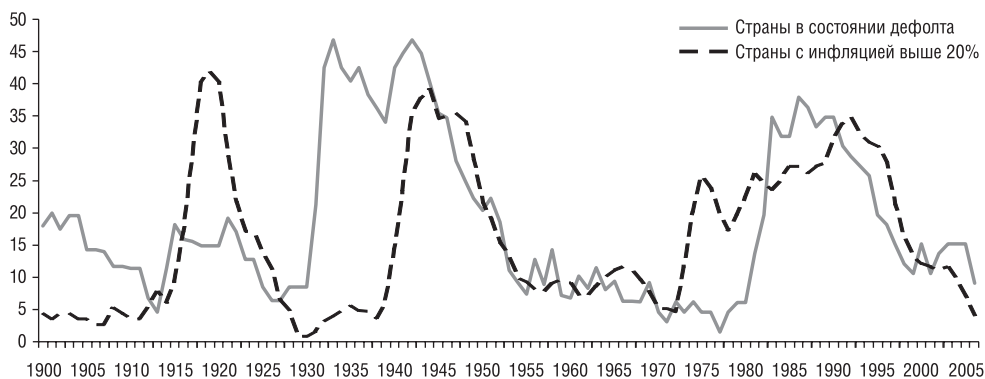


Рис. 5. Инфляция и внешний дефолт

Примечание: показатели вероятности инфляции и дефолта являются простыми невзвешенными средними.

Источники: см. рис. 1.

Из забытой истории внутреннего долга можно извлечь серьезные уроки для настоящего. Как мы уже отмечали, большинство инвестиционных банков, не говоря уже о таких официальных органах, как Международный валютный фонд или Всемирный банк, полагают, что, несмотря на высокий на данный момент (начало 2008 года) уровень государственного долга во многих развивающихся странах, риск дефолта по внешнему долгу существенно снизился, особенно по мере сокращения доли внешнего долга. Это заключение основывается на ошибочном предположении, что страны будут рассматривать внутренний долг как вторичный — либо навязывая резидентам меньшие выплаты по внутреннему долгу, либо объявив дефолт через инфляцию. Но если верить истории, высокий процент отношения внутреннего долга к внешнему в общем государственном долге — слабое утешение для внешних кредиторов. Вероятность дефолта в гораздо большей степени зависит от общего размера долга. В одной из наших работ¹⁶ рассмотрен интересный пример из истории Индии, которая в 1958 году реструктурировала

¹⁵ Cagan P. The Monetary Dynamics of Hyperinflation // Studies in the Quantity Theory of Money / Friedman M. (ed). Chicago: University of Chicago Press, 1956. P. 25—117.

¹⁶ Reinhart C. M., Rogoff K. S. Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison.

свой внешний долг, когда он составлял всего $\frac{1}{4}$ доходов бюджета. Суммы были настолько незначительны, что это событие не привлекло внимания западной прессы. Объясняется же это, как оказывается, тем, что в то время Индия испытывала серьезную потребность в увеличении доходов бюджета для обслуживания внутреннего долга. В действительности общее соотношение долга к доходам составляло 4,4. Похоже, многие инвесторы до сих пор оправдывают довольно низкие кредитные спреды по внешнему долгу тем, что «на этот раз все иначе», и правительства развивающихся стран в гораздо большей степени опираются на внутренний государственный долг. В таком случае они серьезно заблуждаются.

При таком панорамном взгляде обнаруживается еще одна интересная закономерность: *средняя продолжительность дефолта после Второй мировой войны в два раза меньше, чем в период 1800—1945 годов (3 и 6 лет соответственно — как видно из графика на рис. 6).*

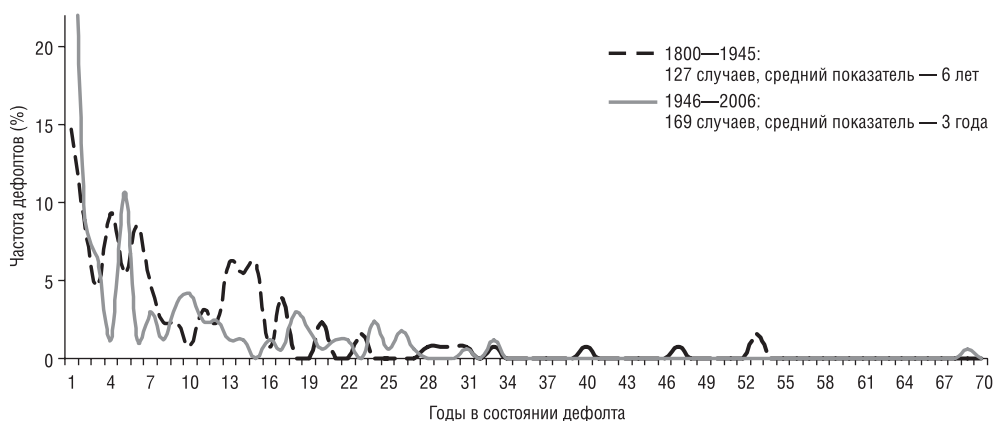


Рис. 6. Продолжительность дефолтов, 1800—2006 годы

Примечание: продолжительность дефолта — это количество лет от года начала дефолта до года его ликвидации путем реструктуризации, погашения или списания долга. Тест Колмогорова—Смирнова для проверки совпадения двух распределений опровергает гипотезу о равных распределениях при уровне значимости 1%.

Источники: см. рис. 1, а также расчеты авторов.

Можно истолковать это явление оптимистически — в том духе, что со времен дипломатии канонерок антикризисные механизмы стали более эффективными. Действительно: Ньюфаундленд, объявив дефолт по внешнему долгу в 1939 году, не потерял ничего, кроме своей независимости, и в итоге стал канадской провинцией; Египет, как и ряд других государств, в результате дефолта стал британским «протекторатом». Но есть и более прозаическая интерпретация: как только благодаря таким организациям, как МВФ, экономическая помощь стала доступнее, у кредиторов наметилась тенденция смотреть на серийные дефолты своих клиентов сквозь пальцы. Это при том, что, как отмечают М. Бордо и Б. Эйхенгрин¹⁷, количество лет между периодами дефолта в последнее время сократилось. И как только происходит реструктуризация, страны незамедлительно прибегают к повторным кредитам¹⁸.

¹⁷ Bordo M., Eichengreen B. Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone? / Prepared for the Reserve Bank of Australia Conference on Private Capital. Sydney. August 1999.

¹⁸ Reinhart C. M., Rogoff K. S., Savastano M. A Debt Intolerance.

3. Глобальная база данных финансовых кризисов и анализ долгосрочной перспективы

В этом разделе мы предлагаем краткий обзор выборки и структурных элементов нашей базы данных.

Данные по странам

В табл. 1 перечислены 66 стран, вошедших в нашу выборку. Стоит подчеркнуть, что в список включено достаточно много африканских и азиатских стран, в то время как в более ранние исследования попадали в лучшем случае по два примера их этих категорий. Всего в базу данных вошли 13 африкан-

Т а б л и ц а 1

Страны, регионы и мировой ВВП

Страна	Год провозглашения независимости (образования современного государства)	Доля в мировом ВВП (в долл. Гири-Камиса на 1990 год)	
		1913	1990
Африка			
Алжир	1962	0,23	0,27
Ангола	1975	0,00	0,03
Центрально-Африканская Республика	1960	0,00	0,01
Кот-д'Ивуар	1960	0,00	0,06
Египет	1831	0,40	0,53
Кения	1963	0,00	0,10
Маврикий*	1968	0,00	0,03
Марокко	1956	0,13	0,24
Нигерия	1960	0,00	0,40
ЮАР	1910	0,36	0,54
Тунис	1591/1957	0,06	0,10
Замбия	1964	0,00	0,02
Зимбабве	1965	0,00	0,05
Азия			
Китай	1368	8,80	7,70
Гонконг*			
Индия	1947	7,47	4,05
Индонезия	1949	1,65	1,66
Япония	1590	2,62	8,57
Корея*	1945	0,34	1,38
Малайзия*	1957	0,10	0,33
Мьянма	1948	0,31	0,11
Филиппины	1947	0,34	0,53
Сингапур*	1965	0,02	0,16
Тайвань*	1949	0,09	0,74
Таиланд*	1769	0,27	0,94
Европа			
Австрия	1282	0,86	0,48
Бельгия*	1830	1,18	0,63
Дания*	980	0,43	0,35
Финляндия*	1917	0,23	0,31

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 1

Страна	Год провозглашения независимости (образования современного государства)	Доля в мировом ВВП (в долл. Гири-Камиса на 1990 год)	
		1913	1990
Франция	943	5,29	3,79
Германия	1618	8,68	4,67
Греция	1829	0,32	0,37
Венгрия	1918	0,60	0,25
Италия	1569	3,49	3,42
Нидерланды*	1581	0,91	0,95
Норвегия*	1905	0,22	0,29
Польша	1918	1,70	0,72
Португалия	1139	0,27	0,40
Румыния	1878	0,80	0,30
Россия	1457	8,50	4,25
Испания	1476	1,52	1,75
Швеция	1523	0,64	0,56
Турция	1453	0,67	1,13
Англия*	1066	8,22	3,49
Латинская Америка			
Аргентина	1816	1,06	0,78
Боливия	1825	0,00	0,05
Бразилия	1822	0,70	2,74
Чили	1818	0,38	0,31
Колумбия	1819	0,23	0,59
Коста-Рика	1821	0,00	0,05
Доминиканская Республика	1845	0,00	0,06
Эквадор	1830	0,00	0,15
Сальвадор	1821	0,00	0,04
Гватемала	1821	0,00	0,11
Гондурас	1821	0,00	0,03
Мексика	1821	0,95	1,91
Никарагуа	1821	0,00	0,02
Панама	1903	0,00	0,04
Парагвай	1811	0,00	0,05
Перу	1821	0,16	0,24
Уругвай	1811	0,14	0,07
Венесуэла	1830	0,12	0,59
Северная Америка			
Канада*	1867	1,28	1,94
США*	1783	18,93	21,41
Океания			
Австралия*	1901	0,91	1,07
Новая Зеландия*	1907	0,21	0,17
Выборка в целом — 66 стран		93,04	89,24

* Отсутствие суверенного дефолта или случаев реструктуризации.

Источники: Sarkees M. R. Correlates of War Data on War: An Update to 1997 // Conflict Management and Peace Science. 2000. Vol. 18. No 1. P. 123–144; Maddison A. Historical Statistics for the World Economy.

ских, 12 азиатских, 19 европейских и 18 латиноамериканских стран плюс государства Северной Америки и Океании.

Последняя колонка таблицы свидетельствует о том, что на вошедшие в выборку страны приходится около 90% мирового ВВП. Очевидно, что ряд стран — и прежде всего азиатских и африканских — лишь недавно обрели независимость (колонка 2). Эти страны, следовательно, подвергались риску дефолта не так долго, как, например, страны Латинской Америки, и это будет учтено в нашем межстрановом анализе¹⁹.

В табл. 1 также отмечены страны, которые, по нашему мнению, могут считаться незатронутыми дефолтом — по крайней мере, в буквальном смысле: у них не было ни проблем с погашением долгов, ни реструктуризации. Ряд таких стран образуют заметную «англосаксонскую» группу с высоким доходом: США, Канада, Австралия и Новая Зеландия (что касается бывшей метрополии — Англии — то, как мы увидим, в ее прошлом дефолты случались). Сюда также можно добавить все скандинавские страны — Норвегию, Швецию, Финляндию и Данию. Еще в Европе такой репутацией может похвастаться Бельгия. В Азии в эту же категорию попадают Гонконг, Малайзия, Сингапур, Тайвань, Таиланд и Корея. Стоит особо отметить две последние страны, которые избежали дефолта только благодаря комплексным кредитам МВФ во время последнего долгового кризиса 1990-х годов, но в остальном понесли типичные потери для страны в состоянии дефолта.

Кроме того, из избежавших дефолта азиатских стран лишь Таиланд являлся независимым государством до окончания Второй мировой войны. История же остальных сравнительно коротка для возможности возникновения дефолта. Далее, некоторые из незатронутых дефолтом стран, в частности США, могут считаться таковыми только потому, что в расчет не берутся такие события, как понижение содержания золота в валюте в 1933 году или приостановка свободного обмена валюты во времена гражданской войны XIX века. Наконец, и в Африке есть одна страна, которая никогда не знала ни реструктуризации, ни дефолта — это Маврикий. Интересно, что страны без дефолтов, как правило, являют собой пример образцового, удачного роста. Отсюда вопрос: помогают ли высокие темпы роста избежать дефолта или же уклонение от дефолта стимулирует высокие темпы роста?

В табл. 1 также отмечены те страны из нашей выборки, в которых не было дефолта по внешнему долгу, по крайней мере в том смысле, что не было ни одного случая, когда эти страны хотя бы раз серьезно нарушили график погашения долга. К этому вопросу мы вернемся в разделе 4.

Переменные, имеющие отношение к кризису

Долг. Наши данные по долгу относятся к государственному долгу центральных правительств — внутреннему и внешнему. Внутренний долг складывается на краткосрочные и долгосрочные обязательства во многих, но не во всех, случаях. Для многих стран временной ряд достигает 1800 года, а порой и более ранних дат. Однако начиная с 1913 года информации о странах, входящих в базу данных, становится куда больше. Долг оказывается, пожалуй, самой «новой» категорией базы данных.

¹⁹ В нашу выборку не вошли многие беднейшие страны мира, которые вообще не способны занимать значительные суммы у частных кредиторов и которые практически в полном составе не смогли избежать дефолта даже в случае существенно субсидированных межправительственных кредитов. Это — тема для нового исследования, но в данный момент нас интересуют финансовые потоки, в которых, хотя бы поначалу, присутствовал осязаемый рыночный элемент.

Цены — та переменная из набора списка, о которой мы располагаем наиболее полной информацией: для азиатских и европейских (включая Турцию) стран данные представлены вплоть до раннего Средневековья. Что касается Нового Света (США и некоторых крупных латиноамериканских стран), то самые ранние данные относятся к 1700-м годам. Где это возможно, мы учитываем индексы потребительских цен (или прожиточного минимума). Опираясь на эти данные, мы выстраиваем инфляционный временной ряд, позволяющий нам датировать кризисы, вызванные инфляцией.

Курсы валют. В этой базе данных курсы валют представлены двумя способами. Для периода до 1600-х годов данные о валютных курсах восстановлены исходя из содержания серебра в той или иной валюте. Такие данные, по состоянию на середину XIX века, у нас есть для 11 стран. С начала XVII века на Амстердамской бирже установились действительные рыночные курсы валют, и современная система курсов валют, о которой у нас есть намного больше сведений, берет начало именно оттуда. Как и в своем более раннем исследовании²⁰, мы по возможности учитываем рыночные курсы. На этих данных основывается наша хронология крушения валют.

Разновидности кризисов: банковские, внешние и внутренние дефолты. Эти временные ряды являются дихотомическими переменными, принимающими значение единицы для кризисного года и нуля для обычного; для исследований, посвященных кризисам, этот метод достаточно характерен.

Государственные финансы, торговля и ВВП. В нашу базу вошли данные о государственных расходах и доходах. Эти данные позволяют наиболее адекватно оценить размер и экономический потенциал той или иной страны в ту эпоху, когда национальный доход в современном понимании еще не сформировался. Кроме того, такие данные доступны в случае с многими странами, в том числе и африканскими (информации о которых довольно мало), на протяжении большей части их колониальной истории.

Данные о торговле (экспорту и импорту) по достоверности занимают второе место — после бюджетных. Как и в случае с данными по госбюджетам, они позволяют намного глубже заглянуть в историю стран, чем данные о национальных счетах, ведь последние, как правило, относятся к достаточно «молодому урожаю».

Наличие точных данных об объеме производства стран существенно облегчает определение степени тяжести кризисов. К сожалению, информация о ВВП большинства стран до начала XX века является неполной. В случае с рядом развивающихся стран приходится довольствоваться отрывочными данными, разделенными длительными временными интервалами, и в результате это серьезно ограничивает возможности оценки последствий кризисов. К счастью, мы все же располагаем достоверными данными по достаточному количеству стран, что позволяет делать обобщающие выводы, и к тому же эти материалы могут быть дополнены правительственными данными о доходах и торговле.

Временные ряды доходов, объемов экспорта и ВВП используются в нашем исследовании главным образом для определения масштабов долга, то есть для определения отношения долга к доходу и т. п.

Потоки капитала. Общий объем валового притока капитала для периода до Второй мировой войны определяется по данным долговых документов. При возможности мы также реконструируем историю чистых потоков

²⁰ Reinhart C. M., Rogoff K. S. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation // Quarterly Journal of Economics. 2004. Vol. CXIX. No 1. P. 1—48.

капитала, вычитая из совокупных вновь произведенных капиталовложений сумму выплат по кредитам. При этом учитываются характерные в случаях реструктуризации частичные дефолты и договорные процентные ставки. Что касается послевоенной эпохи, то мы опираемся на те платежные балансы, которые предоставляют международные и национальные организации.

Данные о финансовых центрах и мировые цены. В современной истории финансовые кризисы в развивающихся странах зачастую вызывались событиями в государствах, играющих центральную роль, — как считают многие исследователи, такие как Дж. Булов и К. Рогофф²¹. Чтобы отследить изменения, происходившие в финансовых центрах после 1800-х годов, мы включили в базу данных оценку краткосрочных и долгосрочных процентных ставок, реальный ВВП и текущие платежные балансы. Британия была мировым финансовым центром на протяжении практически всего XIX столетия. После Второй мировой войны эта роль перешла к США, но в продолжение длительного перехода от британской финансовой гегемонии к американской обе страны оставались наиболее влиятельными.

Потребительские цены уже давно рассматриваются как существенный глобальный катализатор циклов экономической депрессии и подъема в современной истории. В нашу базу данных включено несколько различных индексов потребительских цен, самые старые из которых относятся к 1790 году.

4. Серийные дефолты в период 1350–2006 годов

При близком рассмотрении практически любая страна, находящаяся в фазе экономического роста (которая обычно длится как минимум одно или два столетия), оказывалась в состоянии дефолта хотя бы однажды, а многие страны — и по несколько раз.

Ранние дефолты, 1500–1799 годы

Современные развивающиеся рынки не вправе претендовать на изобретение серийного дефолта. В табл. 2 приведены список и хронология дефолтов, произошедших между 1300 и 1799 годом в ныне богатых европейских странах (Австрии, Франции, Германии, Португалии и Испании). Как видно из таблицы, серийный дефолт вовсе не является «достижением» современных

Т а б л и ц а 2

Ранние внешние дефолты: Европа, 1300–1799 годы

Страна	Год дефолта	Количество дефолтов
Австрия	1796	1
Англия	1340, 1472, 1594*	2*
Франция	1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	8
Германия (Пруссия)	1683	1
Испания	1560	1
Австрия	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	6

* Мы не уверены, был ли указанный дефолт внутренним или внешним.

Источники: MacDonal J. A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy; Reinhart C. M., Rogoff K. S., Savastano M. A Debt Intolerance, а также источники, указанные в этих работах.

²¹ Bulow J., Rogoff K. Cleaning Up Third-World Debt Without Getting Taken To the Cleaners // Journal of Economic Perspectives. 1990. No 4. P. 31–42.

развивающихся стран. А вот у некоторых стран с высоким на данный момент уровнем жизни встречались похожие проблемы в прошлом, когда они сами были «развивающимися рынками». Но абсолютный рекорд по дефолтам принадлежит Испании: только в XIX веке здесь было семь дефолтов, после шести дефолтов за три предыдущих столетия.

После череды дефолтов в XIX веке Испания отняла «пальму первенства» у Франции, которая в период с 1500 по 1800 год восемь раз отказывалась от своих долговых обязательств. Поскольку у французских монархов существовал обычай казнить главных внутренних кредиторов в случае дефолта по внешнему долгу (интересная ранняя форма реструктуризации долга), население называло кризисные эпизоды «кровопусканием»²². Министр финансов Франции аббат Жозеф Мари Терре, занимавший этот пост с 1768 по 1774 год, даже полагал, что правительству стоит объявлять дефолт как минимум раз в 100 лет, чтобы сохранять равновесие²³.

Стоит отметить, однако, что, несмотря на ущерб, причиненный французской революцией и Наполеоновскими войнами, Франции в итоге удалось выйти из состояния серийного дефолта. И после 1812 года ни в XIX, ни в XX, ни в XXI веке, по крайней мере до сего времени, дефолтов во Франции не было. Правда, остается спорным вопрос о дефолте Франции и других стран по части своих долгов перед США²⁴ во время Первой мировой войны. В Австрии и Португалии до 1800 года зафиксирован всего один случай дефолта, однако, как мы увидим, в XIX веке в каждой из этих стран дефолты случались неоднократно.

Но Англия приобрела этот опыт, пожалуй, еще раньше. В 1340 году английский король Эдуард III объявил себя неплатежеспособным по долгам итальянским кредиторам после неудачного вторжения во Францию, с которого началась Столетняя война²⁵. Спустя столетие Генри VIII, приложив руку к обесцениванию валюты эпического масштаба, захватил принадлежавшие католической церкви обширные земельные владения. Возможно, это и не было дефолтом в строгом смысле слова, но такого рода захваты, зачастую сопровождавшиеся казнями, допустимо рассматривать как отказ от выполнения финансовых обязательств.

Суверенные дефолты, 1800—2006 годы

В XIX веке развитие мирового рынка капиталов в сочетании с возникновением сразу нескольких новых государств привело к взрыву международных дефолтов. В табл. 3 приводится перечень случаев дефолта и реструктуризации в Африке, Европе и Латинской Америке. Мы включили в этот перечень и случаи реструктуризации долга, которые в финансовой теории совершенно справедливо принято рассматривать как договорные частичные дефолты²⁶. Мы сделаем небольшое отступление и обоснуем это

²² См.: *Reinhart C. M., Rogoff K. S., Savastano M.* A Debt Intolerance.

²³ *Winkler M.* Foreign Bonds: An Autopsy. Philadelphia: Roland Sway Co., 1933. Интересно, читал ли эти слова Томас Джефферсон, считавший, что «дерево свободы время от времени необходимо поливать кровью патриотов и тиранов»?

²⁴ См.: *Lloyd W.* The European War Debts and Their Settlement. Washington, DC: Ransdell, 1934.

²⁵ См, напр.: *MacDonald J.* A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy. N. Y.: Farrar, Straus and Giroux, 2003.

²⁶ *Bulow J., Rogoff K.* A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt // *Journal of Political Economy.* 1989. Vol. 97. P. 155—178.

Таблица 3

Внешний дефолт и реструктуризация: Африка, Европа и Латинская Америка, XIX век

Страна	Год провозглашения независимости	Годы дефолтов			
		1800—1824	1825—1849	1850—1874	1875—1899
Африка					
Египет	1831				1876
Тунис				1867	
Европа					
Австро-Венгрия		1802, 1805, 1811, 1816		1868	
Франция		1812			
Германия					
Гессен		1814			
Пруссия		1807, 1813			
Шлезвиг-Гольштейн				1850	
Вестфалия		1812			
Греция	1829		1826, 1843	1860	1893
Нидерланды		1814			
Португалия			1828, 1837, 1841, 1845	1852	1890
Россия			1839		1885
Испания		1809, 1820	1831, 1834	1851, 1867, 1872	1882
Швеция		1812			
Турция			1876		
Латинская Америка					
Аргентина	1816		1827		1890
Боливия	1825				1875
Бразилия	1822				1898
Чили	1818		1826		1880
Колумбия	1819		1826	1850, 1873	1880
Коста-Рика	1825		1828	1874	1895
Доминиканская Республика	1845			1872	1892, 1897, 1899
Эквадор	1830		1826	1868	1894
Сальвадор	1821		1828		1898
Гватемала	1821		1828		1876, 1894, 1899
Гондурас	1821		1828	1873	
Мексика	1821		1827, 1833, 1844	1866	1898
Никарагуа	1821		1828		1894
Парагвай	1811			1874	1892
Перу	1821		1826		1876
Уругвай	1811				1876, 1891
Венесуэла	1830		1826, 1848	1860, 1865	1892, 1898

Примечание: данные приводятся для стран, получивших независимость в XIX веке.

Источники (табл. 3—6): Purcell J. F. H., Kaufman J. A. The Risks of Sovereign Lending: Lessons from History; Reinhart C. M., Rogoff K. S., Savastano M. A Debt Intolerance; Sovereign Defaults: Hiatus in 2000? / Standard & Poor's, а также указанные в этих работах.

решение, так как считаем его принципиальным для понимания многих случаев долгового кризиса по всему миру.

Реструктуризация может считаться частичным дефолтом по двум причинам. Во-первых, реструктуризация долга, разумеется, зачастую связана со снижением процентных ставок. Во-вторых, и это еще более важный момент, в результате реструктуризации международного долга, как правило, на плечи инвесторов ложатся неликвидные активы, которые могут не окупаться десятилетиями. Подобная неликвидность обходится инвесторам крайне дорого — они вынуждены сохранять за собой рискованные активы с компенсацией намного ниже рыночной. А в некоторых случаях инвесторы, владевшие непогашенными облигациями суверенного долга в течение достаточно большого количества лет, а порой и десятилетий, приносили доход, подчас сопоставимый с инвестированием в относительно безрисковые активы финансового центра (то есть в британские или американские) на аналогичный период. Именно такие расчеты приводятся в целом ряде исследований²⁷.

При этом необходимо подчеркнуть тот факт, что эталонный показатель — это доход от неликвидных активов с высокой степенью риска, а не от высоколиквидных безрисковых активов. И нет ничего случайного в том, что в результате кризиса субстандартной ипотеки в США в 2007 году субстандартные облигации обесцениваются на фоне ожидаемого объема будущих выплат. Инвесторы совершенно справедливо полагают, что, изъяв свои средства, они смогут рассчитывать на гораздо больший доход в другом секторе экономики при готовности вкладывать в неликвидные активы со значительной степенью риска. И они, безусловно, правы. Вложение в рискованные неликвидные активы — это как раз тот способ, которым венчурный и частный акционерный капитал, не говоря об университетских фондах, всегда (и до сих пор) приносил огромную прибыль. И наоборот — в результате реструктуризации долга по договорным ставкам ниже рыночных кредиторы достаются только риск без всякого потенциала ликвидности, в отличие, например, от ситуации с венчурным капиталом. Вот почему разница между реструктуризацией долга — договорным частичным дефолтом — и прямым дефолтом (многие из которых заканчиваются частичными выплатами) уже не кажется такой большой.

В табл. 3 также указан год независимости каждой из стран. В описываемый период большинство стран Азии и Африки были колониями, что давало существенное преимущество Латинской Америке и Европе. Из африканских стран дефолт за это время отмечен только в Египте (1876) и в Алжире (1867). Зато Австрия, пусть и несколько отстающая от Испании, объявляла дефолт пять раз. Греция, добившаяся независимости только в 1829 году, наверстала упущенные годы четырьмя дефолтами. Дефолты свирепствовали в ту эпоху и в Латинской Америке: шесть в Венесуэле и по четыре в Коста-Рике, Гондурасе, Колумбии и Доминиканской Республике.

Если внимательно изучить табл. 3, то становится заметно «скопление» дефолтов по регионам и на мировом уровне. Обратим внимание, что ряд европейских стран объявил дефолт во время или сразу после Наполеоновских войн, в то время как в Латинской Америке (и ее метрополии — Испании) дефолты происходили в 1820-х годах. Большинство этих дефолтов связа-

²⁷ Напр.: Mauro P., Sussman N., Yafeh Y. Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870–1913 and Today.

но с латиноамериканской войной за независимость. Несмотря на то что такие скопления не охватывают большого количества стран, все же можно говорить о заметных глобальных периодах дефолтов с 1860-х до середины 1870-х и с середины 1880-х до начала 1890-х годов. В дальнейшем мы рассмотрим эти «скопления» более подробно.

Обратимся теперь в XX столетие. В табл. 4 приводятся данные о дефолтах в Африке и Азии, в том числе и в тех странах, которые еще недавно были колониями. Например, Нигерия, несмотря на нефтяные богатства, с момента получения независимости в 1960 году объявляла дефолт уже целых пять раз — больше, чем любая другая страна за такой же период. В Индонезии также было четыре дефолта. В Марокко, с учетом первого дефолта в более ранний период независимости, в 1903 году, дефолт на протяжении XX столетия также повторялся четырежды. Индия гордится тем, что избежала азиатского кризиса 1990-х годов (благодаря усиленному контролю за капиталом и мерам финансового давления). На деле же Индия была вынуждена трижды реструктурировать свой внешний долг с момента получения независимости — пусть и не с 1972 года. Что касается Китая, то при коммунизме там дефолтов не было, зато до этого они были дважды — по внешнему долгу в 1921 и 1939 годах.

Т а б л и ц а 4

**Дефолт и реструктуризация:
Африка и Азия с начала XX века и до 2006 года**

Страна	Год провоз- глашения независимости	Годы дефолтов			
		1800—1824	1925—1949	1950—1974	1975—2006
Африка					
Алжир	1962				1991
Ангола	1975				1985
Центрально- Африканская Республика	1960				1981, 1983
Кот-д'Ивуар	1960				1983, 2000
Египет					1984
Кения	1963				1994, 2000
Марокко	1956	1903			1983, 1986
Нигерия	1960				1982, 1986, 1992, 2001, 2004
ЮАР	1910				1985, 1989, 1993
Замбия	1964				1983
Зимбабве	1965			1965	2000
Азия					
Китай		1921	1939		
Япония			1942		
Индия	1947			1958, 1969, 1972	
Индонезия	1949			1966	1998, 2000, 2002
Мьянма	1948				2002
Филиппины	1947				1983
Шри-Ланка	1948				1980, 1982

Примечание: данные приводятся для стран, получивших независимость в XIX веке.

Таким образом, как видно из табл. 4, мнение о том, что в XX веке дефолты происходили только в странах Латинской Америки и в европейских странах с низким уровнем дохода, является, мягко говоря, преувеличением.

В табл. 5 рассматриваются латиноамериканские и европейские страны. Государства этих регионов, за редким исключением, были независимыми на протяжении XX столетия. Как и в предыдущих таблицах, здесь очевиден факт множественности государственных дефолтов, что особенно заметно в такие периоды, как Великая депрессия, когда почти весь мир оказался

Т а б л и ц а 5

**Дефолт и реструктуризация:
Европа и Латинская Америка, с начала XX века и до 2006 года**

Страна	Год провозглашения независимости	Годы дефолтов			
		1800—1824	1925—1949	1950—1974	1975—2006
Европа					
Австрия			1938, 1940		
Германия			1932, 1939		
Греция			1932		
Венгрия	1918		1932, 1941		
Польша	1918		1936, 1940		1981
Румыния			1933		1981, 1986
Россия		1918			1991, 1998
Турция		1915	1931, 1940		1978, 1982
Латинская Америка					
Аргентина				1951, 1956	1982, 1989, 2001
Боливия			1931		1980, 1986, 1989
Бразилия		1902, 1914	1931, 1937	1961, 1964	1983
Чили			1931	1961, 1963, 1966, 1972, 1974	1983
Колумбия		1900	1932, 1935		
Коста-Рика		1901	1932	1962	1981, 1983, 1984
Доминиканская Республика			1931		1982, 2005
Эквадор		1906, 1909, 1914	1929		1982, 1999
Сальвадор		1921	1932, 1938		
Гватемала			1933		1986, 1989
Гондурас					1981
Мексика		1914	1928		1982
Никарагуа		1911, 1915	1932		1979
Панама	1903		1932		1983, 1987
Парагвай		1920	1932		1986, 2003
Перу			1931	1969	1976, 1978, 1980, 1984
Уругвай		1915	1933		1983, 1987, 1990, 2003
Венесуэла					1983, 1990, 1995, 2004

Примечание: данные приводятся для стран, получивших независимость в XIX веке.

в состоянии дефолта, а также в эпоху долговых кризисов 1980-х и 1990-х годов. Для последнего кризиса характерно меньшее количество технических дефолтов, и это результат активного вмешательства организаций, в первую очередь МВФ и Всемирного банка. Было ли такое вмешательство разумным — совсем другой разговор, и эту тему мы оставим в стороне. В табл. 5 особо стоит отметить пять дефолтов в Турции, шесть — в Эквадоре и Перу и семь — в Бразилии.

Говоря о количестве дефолтов, стоит помнить, однако, что в таких расчетах присутствует некоторая произвольность. Дефолты могут оказываться связанными друг с другом, особенно в случае жестких условий реструктуризации, когда дефолтный рецидив неизбежен. В табл. 4 мы постарались исключить те эпизоды, которые можно с уверенностью объединить в один, и потому, когда через два года после одного дефолта наступает «вторая волна», мы рассматриваем это как один случай. Мы заглянем в историю дефолтов еще глубже, обратив внимание на количество лет, проведенное в состоянии дефолта каждой страной с момента независимости.

Сначала представим в виде таблицы результаты для Азии и Африки. В табл. 6 для каждой страны приводятся год получения независимости, количество случаев реструктуризации (подсчитано по нашей методике), а также доля времени, проведенного страной в состоянии дефолта или реструктуризации, с 1800 года (или с момента получения независимости).

Интересно, что в Азии при большом количестве дефолтов их урегулирование, как правило, происходило в относительно краткие сроки. Только Индонезия, Индия, Китай и Филиппины провели более 10% своей независимой истории в состоянии дефолта (хотя на эти страны приходится значительная часть населения региона). В Африке все обстоит гораздо хуже:

Т а б л и ц а 6

**Общий итог по дефолтам и реструктуризации:
Африка и Азия, с года получения независимости до 2006 года**

Страна	Год провозглашения независимости	Доля времени, проведенного в состоянии дефолта или реструктуризации, с года получения независимости или с 1800 года	Общее количество дефолтов и случаев реструктуризации
Африка			
Алжир	1962	13,3	1
Ангола	1975	59,4	1
Центрально-Африканская Республика	1960	53,2	2
Кот-д'Ивуар	1960	48,9	2
Египет	1831	3,4	2
Кения	1963	13,6	2
Маврикий	1968	0,0	0
Марокко	1956	15,7	4
Нигерия	1960	21,3	5
ЮАР	1910	5,2	3
Тунис	1591/1957	5,3	1
Замбия	1964	27,9	1
Зимбабве	1965	40,5	2

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 6

Страна	Год про- возглашения независимости	Доля времени, проведенно- го в состоянии дефолта или реструктуризации, с года получения незави- симости или с 1800 года	Общее количество дефолтов и случаев реструктуризации
Азия			
Китай	1368	13,0	2
Гонконг		0,0	0,0
Индия	1947	11,7	3
Индонезия	1949	15,5	4
Япония	1590	5,3	1
Корея	1945	0,0	0
Малайзия	1957	0,0	0
Мьянма	1948	8,5	1
Филиппины	1947	16,4	1
Сингапур	1965	0,0	0
Шри-Ланка	1948	6,8	2
Тайвань	1949	0,0	0
Таиланд	1769	0,0	0

Примечание: для стран, получивших независимость до 1800 года, данные приводятся на период 1800—2006 годов.

многие страны здесь провели в состоянии дефолта чуть ли не половину своей истории. Африканские дефолты получили меньше огласки, чем, к примеру, латиноамериканские, в том числе и потому, что долги африканских стран традиционно были меньше, а последствия дефолтов — мягче.

В табл. 7 вошел тот же набор показателей для стран Европы и Латинской Америки. Как видно, Греция провела в дефолте с 1800 года половину лет. Около 40% своей истории «отдали» дефолтам и некоторые латиноамериканские страны, в том числе Мексика, Перу, Венесуэла, Никарагуа, Доминиканская Республика и Коста-Рика.

Чтобы обобщить данные, приведенные в табл. 6 и 7, посмотрим на временную шкалу, на которой для каждого момента времени указано количество

Т а б л и ц а 7

**Общий итог по дефолтам и реструктуризации:
Европа и Латинская Америка, с года получения независимости до 2006 года**

Страна	Год про- возглашения независимости	Доля времени, проведенно- го в состоянии дефолта или реструктуризации, с года получения незави- симости или с 1800 года	Общее количество дефолтов и случаев реструктуризации
Европа			
Австрия	1282	17,4	7
Бельгия	1830	0,0	0
Дания	980	0,0	0
Финляндия	1917	0,0	0
Франция	943	0,0	8
Германия	1618	13,0	8

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 7

Страна	Год провозглашения независимости	Доля времени, проведенного в состоянии дефолта или реструктуризации, с года получения независимости или с 1800 года	Общее количество дефолтов и случаев реструктуризации
Греция	1829	50,6	5
Венгрия	1918	37,1	7
Италия	1569	3,4	1
Нидерланды	1581	6,3	1
Норвегия	1905	0,0	0
Польша	1918	32,6	3
Португалия	1139	10,6	6
Румыния	1878	23,3	3
Россия	1457	39,1	5
Испания	1476	23,7	13
Швеция	1523	0,0	0
Турция	1453	15,5	6
Великобритания	1066	0,0	0
Латинская Америка			
Аргентина	1816	32,5	7
Боливия	1825	22,0	5
Бразилия	1822	25,4	9
Чили	1818	27,5	9
Колумбия	1819	36,2	7
Коста-Рика	1821	38,2	9
Доминиканская Республика	1845	29,0	7
Эквадор	1830	58,2	9
Сальвадор	1821	26,3	5
Гватемала	1821	34,4	7
Гондурас	1821	64,0	3
Мексика	1821	44,6	8
Никарагуа	1821	45,2	6
Панама	1903	27,9	3
Парагвай	1811	23,0	6
Перу	1821	40,3	8
Уругвай	1811	12,8	8
Венесуэла	1830	38,4	10
Северная Америка			
Канада	1867	0,0	0
США	1783	0,0	0
Океания			
Австралия	1901	0,0	0
Новая Зеландия	1903	0,0	0

Примечание: для стран, получивших независимость до 1800 года, данные приводятся на период 1800—2006 годов.

стран, находящихся в состоянии дефолта или реструктуризации. На рис. 1 в разделе 2 мы уже использовали подобный метод. На этих графиках, где пики отражают новые волны займов, скопления дефолтов оказываются еще более заметными, чем в таблицах с данными по внешнему долгу.

То же самое относится ко всем странам, даже при наличии существенных колебаний некоторых показателей, что зависит главным образом от того, сколько длится дефолт в той или иной стране (для сравнения можно поставить рядом Австрию, заемщика серийного, но способного достаточно быстро выходить из дефолта, и Грецию, где дефолт был практически постоянным). В целом же дефолты можно охарактеризовать как периодическое, но не затяжное явление. Паузы между дефолтами говорят о мерах, принимаемых заемщиками и кредиторами на фоне последствий дефолтного цикла. К примеру, на данный момент многие развивающиеся страны придерживаются достаточно консервативной макроэкономической стратегии. Со временем, однако, эта осторожность уступает место оптимизму и даже расточительности — но только после долгого затишья.

5. Глобальные циклы и внешние дефолты

В развивающихся странах заимствование носит ярко выраженный циклический характер; эта тенденция была продемонстрирована в работе Г. Каминской, К. Рейнхарт и К. Вега²⁸. Благоприятные условия внешней торговли (как правило, высокие цены на сырье) приводят к росту заимствований, что при понижении цен кончается дефолтом. Верхняя шкала графика на рис. 7 изображает цикл цен на сырье, разделенный на два периода — до и после Второй мировой войны. В период с 1800 по 1940 год, как в общих чертах показывает график (и как подтверждают данные эконометрического тестирования), за взлетом цен на сырье практически всегда следует новая волна суверенных дефолтов. Нижняя шкала графика на рис. 7 отображает то же явление в 1990-х и 2000-х годах. Обратим внимание на то, что, хотя указанная закономерность все-таки заметна в довоенный период, впоследствии она становится менее явной.

Как уже говорилось выше, дефолты также восприимчивы к глобальным циклам движения капитала. Чем ниже активность капитала, тем большее количество стран оказывается в состоянии дефолта. На рис. 8 можно увидеть эту закономерность при сопоставлении баланса по текущим операциям финансового центра (Великобритании и США) и ряда новых дефолтов, предшествовавших крушению Бреттон-Вудской системы. Обратим внимание на заметное визуальное соответствие высших точек циклов движения капитала новым дефолтам по суверенному долгу. Текущие платежные балансы финансовых центров отражают давление «глобального сберегательного перенасыщения» и позволяют получить чистый показатель избыточных сбережений в центральных странах, тогда как временные ряды движения капитала в нашей базе данных дают валовой показатель.

Мы признаем, что соответствия, отраженные в этих графиках, носят чисто иллюстративный характер. Но эти графики не просто придают больше наглядности выводам, напрашивающимся при ознакомлении с нашей базой данных, — они красноречиво свидетельствуют об уязвимости развивающихся

²⁸ Kaminsky G. L., Reinhart C. M., Végh Carlos A. When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Policies // NBER Macroeconomics Annual 2004 / Gertler M., Rogoff K. S. (eds.). Cambridge, Mass: MIT Press, 2004. P. 11—53.

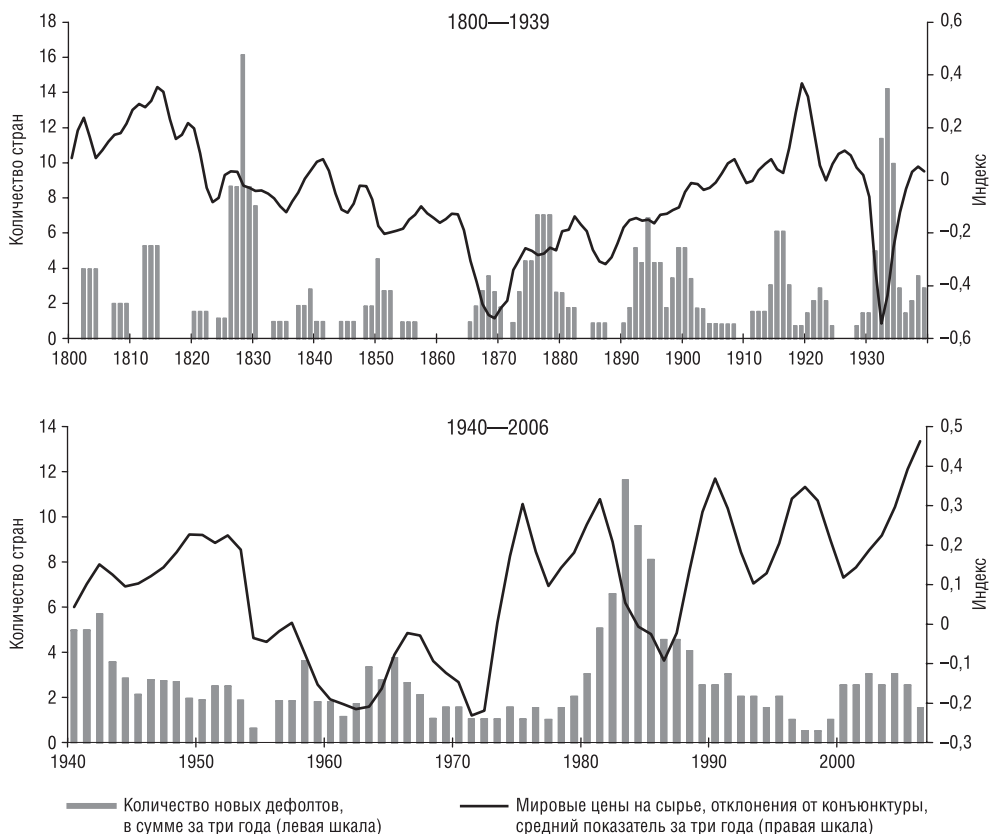


Рис. 7. Цены на сырье и новые внешние дефолты, 1800—1939 годы

Примечание: говоря о новых внешних дефолтах, мы имеем в виду первый год дефолта. Поскольку в рассматриваемый период в ценах на сырье просматривается ярко выраженная тенденция к снижению, регрессия для цен построена на фоне линейного тренда, что позволяет изолировать цикл.

Источники: Boughton J. Commodity and Manufactures Prices in the Long Run // International Monetary Fund Working Paper No 91/47. 1991. May; Gayer A. D., Rostow W. W., Schwartz A. J. The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790—1850. Clarendon Press, 1953; International Financial Statistics / International Monetary Fund [разные выпуски]; World Economic Outlook / International Monetary Fund [разные выпуски], а также расчеты авторов, основанные на данных различных источников.

рынков перед глобальными экономическими циклами. Проблема заключается в том, что подверженные кризисам страны, особенно те, где бывают серийные дефолты, злоупотребляют кредитами в благоприятные времена, что делает их практически беззащитными при неизбежном наступлении спада. А повсеместные отговорки наподобие «на этот раз все будет иначе» и есть главная причина того, что на самом деле «иначе не будет» и катастрофы не миновать.

Проиллюстрированный на рис. 8 цикл движения капитала еще нагляднее проявляется на графиках для каждой отдельной страны, но объем настоящего исследования не позволяет их здесь привести. Однако мы предлагаем один достаточно ранний пример из истории Испании XVII века (рис. 9). На графике хорошо видно, что дефолты часто наступают после всплесков притока капитала.

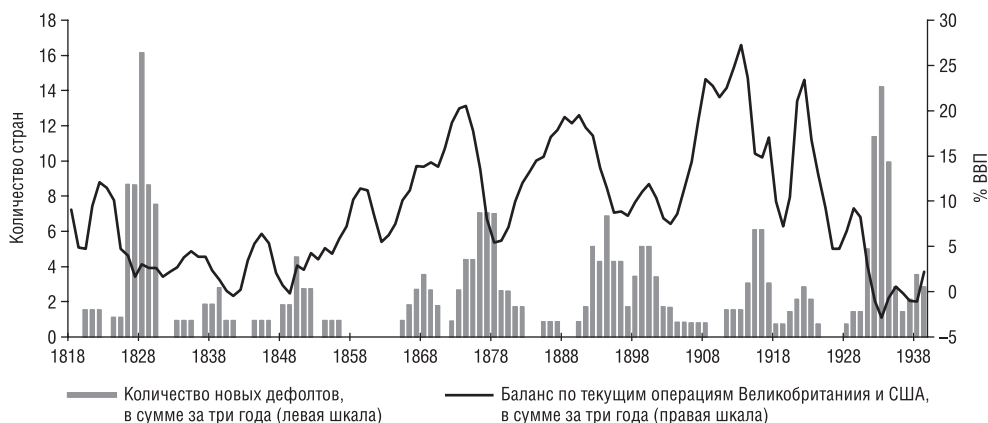


Рис. 8. Чистые притоки капитала из финансовых центров и дефолт, 1818—1968 годы

Примечания: баланс по текущим операциям в Великобритании и США приводится здесь по той причине (пусть и с некоторой долей упрощения), что эти страны выступают в роли финансовых центров и главных поставщиков капитала для всего остального мира. Для периода с 1800 по 1913 год Великобритании присваивается значение единицы, США — нуля; с 1914 по 1939 год текущие балансы эти стран рассматриваются как равные, с 1940 года значение единицы присваивается США.

Источники: Imlah A. H. *Economic Elements in the Pax Britannica*. Cambridge: MIT Press, 1958; Mitchell V. R. *International Historical Statistics: The Americas, 1750—2000*. L.: Palgrave MacMillan, 2003.

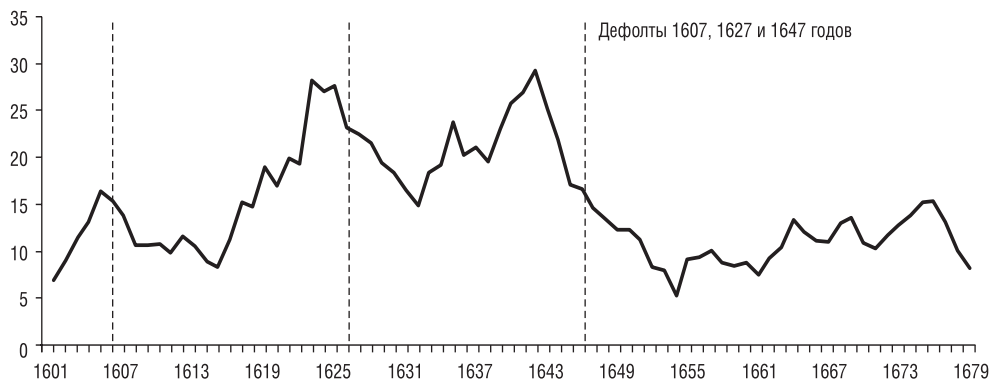


Рис. 9. Испания: дефолты и займы Испанской короны, 1601—1679 годы
(скользящая сумма за три года, млн дукатов)

Источники: Gelabert J. Castile, 1504—1808 // *The Rise of the Fiscal State in Europe* / Bonney R. J. (ed.). Oxford: Oxford, 1999. P. 1200—1815; Gelabert J. *The King's Expenses: the Asientos of Philip III and Philip IV of Spain* // *Crises, Revolutions and Self-Sustained Growth: Essays in European Fiscal History, 1130—1830* / Ormrod W. M., Bonney M. M., Bonney R. J. (eds.). Stamford, UK, 1999; European State Finance Database (<http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/frameset.html>).

Кризисы, спровоцированные центром

Как мы уже видели, крупнейшие мировые всплески дефолтов начались в 1820-х, 1870-х, 1930-х и 1980-х годах. Дефолты 1930-х годов были вызваны Всемирной депрессией, которая, как известно, началась в США. Всплеск 1980-х годов был спровоцирован дефляцией — опять-таки в США. А как это выглядело прежде? В табл. 8 классифицированы

Кризисы в финансовых центрах и их международные отголоски, 1800-е годы

Очаг и дата кризиса	Распространение	Механизмы передачи	Страны, затронутые кризисом
Лондон, 1825—1826	Крупный торговый и финансовый кризис в Лондоне в 1825—1826 годы, распространившийся на континентальную Европу. Резкий спад в торговле и движении капитала с Латинской Америкой.	После дефолта в Перу лондонских облигационеров начинает беспокоить способность других латиноамериканских стран обслуживать свои кредиты; происходит обрушение цен на облигации.	Чили и Гран-Колумбия (куда входили нынешние Колумбия, Эквадор и Венесуэла) в том же году объявляют дефолт. К 1828 году их примеру последует вся Латинская Америка, кроме Бразилии.
Обвал немецкой и австрийской фондовых бирж, май 1873 года	Уплата Францией военной ретрибуции Пруссии в 1871 году обуславливает нарастание спекуляции в Германии и Австрии. Что касается окружения, то всемирная рецессия (1873—1879) приводит к значительному спаду в торговле и движении капитала, причем начало этот процесс берет из центра.	На фоне немецкого кризиса* сокращаются притоки капитала в США. Последовавшая за этим всемирная рецессия (1873—1879) приводит к проблемам с обслуживанием долга на периферии, уменьшается экспорт и доходы от налогов. Все начинается с дефолтов в небольших странах Центральной Америки и приводит к падению курса ценных бумаг.	Кризис стремительно перекидывается на Италию, Голландию и Бельгию, уже в сентябре пересекает Атлантику, чтобы снова вернуться в Англию, Францию и Россию. К 1876 году дефолт объявили Оттоманская империя, Египет, Греция и восемь латиноамериканских стран.
Кризис банка Баринг, 1890	Аргентина прекращает выплату дивидендов в апреле 1890 года, что приводит к повсеместному внутреннему изъятию вкладов. Дом Беринга, главный кредитор Аргентины, объявляет о своей неплатежеспособности в ноябре 1890 года.	Мощные экономические связи, сформировавшиеся между Великобританией и Аргентиной благодаря торговле и финансовой интеграции.	От кризиса пострадали главным образом Аргентина и Уругвай (где дефолт был объявлен в 1891 году).

* *Kindleberger Ch. P. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises.*

соответствующие исторические события, благодаря чему хорошо видно, что кризис 1825 года начался с финансового кризиса в Лондоне, а затем распространился по Европе, вызвав резкий спад мировой торговли и притоков капитала. В этом кратком обзоре ничего не говорится, разумеется, о масштабах такой цепной реакции, но данные этих таблиц хорошо иллюстрируют международные потрясения, способные подстегнуть циклы движения товаров и капиталов.

Из других примеров того, как кризис в центральной стране разрастается до масштабов мирового финансового кризиса, можно упомянуть обвал фондовой биржи в Германии и Австрии в 1873 году (хорошо изученный Эйхенгрином в ряде его работ) и, конечно же, обвал фондовой биржи Уолл-Стрит 1929 года. Интересно, что кризисы в центре не всегда приводят к полномасштабному всемирному финансовому кризису, как в случае с кризисом Беринга 1890 года (отголоски которого ощутили в основном Аргентина и Уругвай) или с обвалом фондовой биржи и изъятием вкладов в США в 1907 году, когда от последствий пострадали в основном Германия, Франция и Италия.

Внутренний долг

До сих пор нас интересовали кризисы, связанные с внешним долгом; к долгу внутреннему мы не обращались. Существует точка зрения, что сегодня вероятность внешних дефолтов стала ниже, потому что правительства в большей степени опираются на внутренний долг. Так, с 2001 по 2005 год внутренний государственный долг в Мексике и Колумбии составлял более 50% общего долга, тогда как в 1980-х годах он не достигал и 20%. Но в этом нет ничего нового. В 1837 году, в самый разгар очередного характерного для этой страны затяжного дефолта, внутренний долг Мексики составлял 64% от общего долга. Самые ранние данные по внутреннему долгу Колумбии относятся к 1923 году, и в этом году на внутренний долг страны приходилось 54% общего долга. В том же году аналогичный показатель для Бразилии и Перу составлял 52 и 63% соответственно. А 1920-е годы, как все отлично помнят, были периодом, предшествовавшим огромной волне внешних дефолтов 1930-х годов, и на этот факт стоит обратить особое внимание тем, кто верит, что переориентирование развивающихся стран на внутренний долг способно как-то обеспечить серьезную защиту кредиторам.

На рис. 10 мы постарались раскрыть эту идею, изучив динамику внутреннего и внешнего суверенного долга в преддверии дефолта. Полосы на диаграмме отражают средние долговые показатели обоих типов, скорректированные их уровнем за четыре года до случая некредитоспособности. Как показывает график, оба показателя взмывают вверх как раз перед дефолтом — практически одинаковыми темпами.

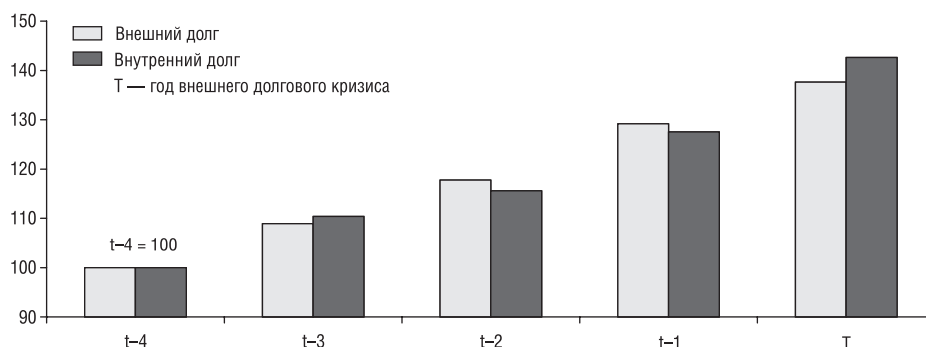


Рис. 10. Рост внутреннего и внешнего долга накануне дефолта для среднестатистических дефолтов, 1800–2006 (%)

Источник: Reinhart C. M., Rogoff K. S. Domestic Debt: The Forgotten History.

Но внутренний долг часто накапливается и после внешнего дефолта, ведь получение иностранного кредита становится тогда проблематичным. Рис. 11 иллюстрирует случай с Китаем, где после 1921 года отмечалось значительное накопление внутренней задолженности.

Мы уже говорили, что внутренний долг не эквивалентен внешнему и его не следует рассматривать в таком качестве. Кроме того, нам удалось продемонстрировать, что для финансовых потребностей развивающихся стран внутренний долг оказывается не менее важным. И в этом нет ничего «оригинального». Как показано в нашей предшествующей работе²⁹, для дефол-

²⁹ Reinhart C. M., Rogoff K. S. Domestic Debt: The Forgotten History.

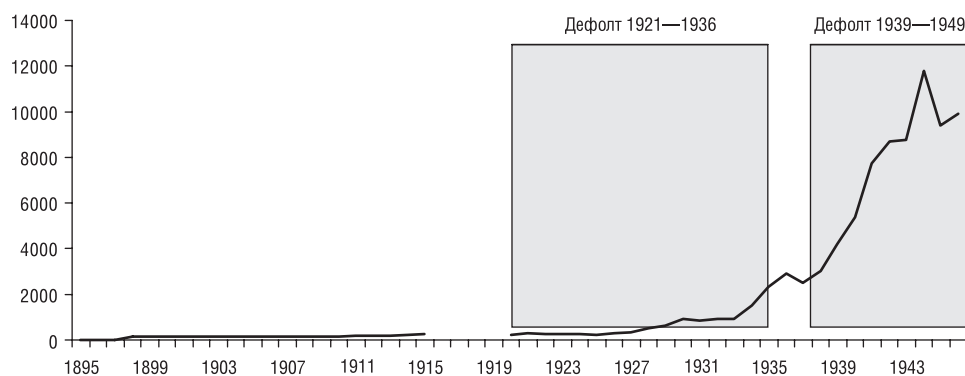


Рис. 11. Китай: неоплаченный внутренний государственный долг, 1895—1946 годов (млн юаней)

Примечание: данные о размере долга в период 1895—1915 годы подсчитаны исходя из внутренних долговых документов. Если верить источникам, до происшествия 1895 года у Китая не было внутреннего долга.

Источники: Cheng L. *Banking in Modern China: Entrepreneurs, Professional Managers, and the Development of Chinese Banks, 1897—1937.* Cambridge: Cambridge University Press, 2003; данные ООН, а также расчеты авторов.

тов по внутреннему долгу характерно такое же падение производственных показателей, как и для дефолтов по внешнему долгу.

6. Дефолт через инфляцию

Если серийный дефолт — практически норма для страны, проходящей через фазу развития рынка, то периоды высокой и крайне высокой инфляции оказываются, поразительным образом, еще более характерной тенденцией для таких рынков. Без приступов высокой инфляции не обошлось ни в одной развивающейся стране — даже в США, где во времена Гражданской войны 1860-х годов инфляция переваливала за 20%.

Проблемы внешнего долга, внутреннего долга и инфляции, безусловно, взаимосвязаны. Правительству, объявляющему дефолт по своим обязательствам, вряд ли можно доверить ответственность за ценность валюты. Денежная эмиссия и затраты на выплату процентов по долгу подпадают под бюджетные ограничения, и при кризисе финансирования государство начинает занимать отовсюду и без разбора.

В этом разделе мы предлагаем обзор нашей базы данных по инфляции, куда вошли ежегодные международные данные об инфляции вплоть до Европы XIII века. Рамки этого исследования позволяют лишь, так сказать, провести небольшую обзорную экскурсию по нашей базе данных, которая, насколько нам известно, охватывает намного больше случаев высокой инфляции и более широкий диапазон стран, чем любая другая из ныне существующих.

Несмотря на то что ряд исследователей полагают, что инфляция стала проблемой лишь с введением бумажной валюты в 1800-х годах, специалист по истории металлических денег ответит вам, что правительства находили способы провоцировать инфляцию и намного раньше. Главным образом это достигалось путем снижения ценности монет, за счет подмешивания более дешевых металлов или выпуска монет меньшего размера, но прежнего достоинства. Что ж, пусть современные печатные станки технически более развиты и эффективны, но цель осталась неизменной.

В табл. 9 и 10 представлены данные о понижении ценности валют во многих странах Европы «добумажной» эпохи (1228—1799). Таблица демонстрирует, с каким поразительным успехом монархам удавалось проводить инфляционную финансовую политику. В Швеции за год (1572) было достигнуто 41-процентное понижение стоимости валюты, в Великобритании в 1551 году валюта была обесценена на 50%, а в Турции в 1686 году — на 44%. Во втором столбце таблицы размещены данные о совокупном снижении стоимости валют за длительный период, и здесь показатели часто доходят, а то и переваливают за 50%. В табл. 10 та же статистика приведена для европейских стран в XIX веке, где в числе максимальных отклонений — понижение ценности валюты на 55% в 1812 году в Австрии и на 57% в 1810 году в России — оба раза на фоне последствий Наполеоновских войн. В Турции в 1829 году содержание серебра в монетах было уменьшено на 50%.

Т а б л и ц а 9

Экспроприация через обесценивание валюты: Европа, 1258—1799

Страна	Валюта	Период	Совокупное уменьшение содержания серебра (%)	Самый значительный случай обесценивания		Доля времени (%), когда происходило обесценивание валюты (то есть уменьшение содержания серебра)	
				%	год	всего	на 15% и более
Австрия	Вена: крейцер	1371—1499	−69,7	−11,1	1463	25,8	0,0
		1500—1799	−59,7	−12,5	1694	11,7	0,0
Бельгия	хойт	1349—1499	−83,8	−34,7	1498	7,3	3,3
		1500—1799	−56,3	−15,0	1561	4,3	0,0
Франция	ливр турнуа	1258—1499	−74,1	−56,8	1303	6,2	0,4
		1500—1789	−78,4	−36,2	1718	14,8	1,4
Германия	Бавария—Аугсбург: пфенниг	1417—1499	−32,2	−21,5	1424	3,7	1,2
		1500—1799	−70,9	−26,0	1685	3,7	1,0
	Франкфурт: пфенниг	1350—1499	−14,4	−10,5	1404	2,0	0,0
		1500—1798	−12,8	−16,4	1500	2,0	0,3
Италия	лира	1280—1499	−72,4	−21,0	1320	5,0	0,0
	флорентина	1500—1799	−35,6	−10,0	1550	2,7	0,0
Нидерланды	фламандский groot	1366—1499	−44,4	−26,0	1488	13,4	5,2
		1500—1575	−12,3	−7,7	1526	5,3	0,0
	гульден	1450—1499	−42,0	−34,7	1496	14,3	6,1
1500—1799		−48,9	−15,0	1560	4,0	0,0	
Португалия	реис	1750—1799	−25,6	−3,7	1766	34,7	0,0
Россия	рубли	1761—1799	−42,3	−14,3	1798	44,7	0,0
Испания	новокастильская мараведи	1501—1799	−62,5	−25,3	1642	19,8	1,3
		1351—1499	−7,7	−2,9	1408	2,0	0,0
	валенсийский динар	1500—1650	−20,4	−17,0	1501	13,2	0,7
Швеция	мар, ортуг	1523—1573	−91,0	−41,4	1572	20,0	12,0
Турция	акче	1527—1799	−59,3	−43,9	1586	10,5	3,1
Англия	пенс	1260—1499	−46,8	−20,0	1464	0,8	0,8
		1500—1799	−35,5	−50,0	1551	2,3	1,3

Экспроприация через обесценивание валюты: Европа, XIX век

Страна	Период	Совокупное уменьшение содержания серебра (%)	Самый значительный случай обесценивания		Доля времени (%), когда происходило обесценивание валюты (то есть уменьшение содержания серебра)	
			%	год	всего	на 15% и более
Австрия	1800—1860	-58,3	-55,0	1812	37,7	11,5
Германия	1800—1830	-2,2	-2,2	1816	3,2	0,0
Италия	1800—1859	0,0	0,0		0,0	0,0
Португалия	1800—1855	-12,8	-18,4	1800	57,1	1,8
Россия	1800—1899	-56,6	-41,3	1810	50,0	7,0
Турция	1800—1899	-83,1	-51,2	1829	7,0	7,0
Великобритания	1800—1899	-6,1	-6,1	1816	1,0	0,0

Последовательное понижение ценности валют особенно заметно на рис. 12, иллюстрирующем содержание серебра в равновзвешенном среднем всех европейских валют (плюс валюты России и Турции). Этот «марш к необеспеченным деньгам» говорит о том, что современная инфляция не столь уж уникальна по своей природе, как многим кажется.

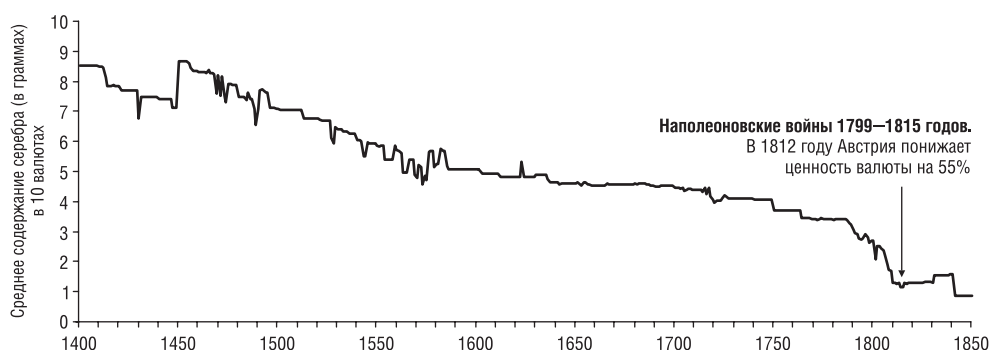


Рис. 12. Марш к необеспеченным деньгам: Европа, 1400—1850 годы

Примечание: в случае если в той или иной стране в обращении находилось более одной валюты (как, например, в Испании, где одновременно «ходила» и новокастильская мараведи, и валенсийский динар), мы рассчитываем простое среднее арифметическое.

Инфляция

Данные табл. 9 и 10, безусловно, впечатляют, однако никто не станет отрицать, что возникновение печатного станка подняло инфляцию на совершенно новый уровень. На рис. 13 представлен средний уровень инфляции для всех стран нашей выборки с 1500 по 2006 год (чтобы свести к минимуму ошибки, связанные с измерениями и циклами, мы берем скользящую среднюю за 5 лет). На графике хорошо видна историческая тенденция к увеличению инфляции (хотя, разумеется, нельзя забывать и о периодах дефляции, обусловленных экономическими циклами, плохими урожаями и т. п.). Тем не менее с начала XX века уровень инфляции резко поднимается вверх.

В следующих трех таблицах мы рассмотрим данные об инфляции в разных странах. В табл. 11 статистика по широкому спектру валют приводится для

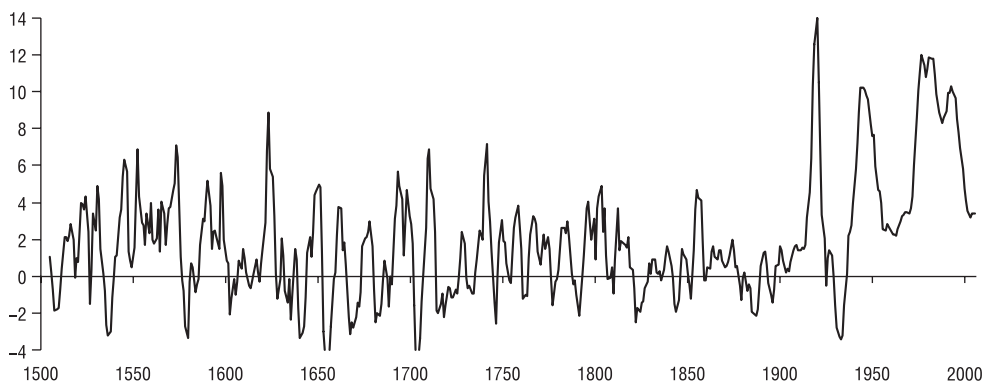


Рис. 13. Средний уровень инфляции, все страны, скользящая средняя за 5 лет, 1500–2006 годы (%)

периода с XVI до XIX века. Поражает то, что за это время в каждой стране Азии и Европы были продолжительные периоды, когда инфляция превышала 20%, а в большинстве стран инфляция могла в течение достаточно долгого времени превышать и 40%. Если взять, к примеру, Корею, самые ранние данные о которой у нас относятся к 1743 году, то почти половину времени до 1800 года инфляция в этой стране превышала 20%, а треть этого времени — и 40%. У Польши, данные о которой наличествуют с 1704 года, примерно такие же показатели. Даже в США был эпизод крайне сильной инфляции, когда ее уровень в 1779 году достигал почти 200%. Латиноамериканские

Т а б л и ц а 11

Дефолт через инфляцию: Азия, Европа и Новый Свет, 1500–1799 годы

Страна	Период	Доля времени (%), когда инфляция превышала		Количество случаев гиперинфляции	Максимальная инфляция за год	Год самой высокой инфляции
		20%	40%			
Азия						
Китай	1639–1799	14,3	6,2	0	116,7	1651
Япония	1601–1650	34,0	14,0	0	98,9	1602
Корея	1743–1799	43,9	29,8	0	143,9	1787
Европа						
Австрия	1501–1799	8,4	6,0	0	99,1	1623
Бельгия	1501–1799	25,1	11,0	0	185,1	1708
Дания	1749–1799	18,8	10,4	0	77,4	1772
Франция	1501–1799	12,4	2,0	0	121,3	1622
Германия	1501–1799	10,4	3,4	0	140,6	1622
Италия	1501–1799	19,1	7,0	0	173,1	1527
Нидерланды	1501–1799	4,0	0,3	0	40,0	1709
Норвегия	1666–1799	6,0	0,8	0	44,2	1709
Польша	1704–1799	43,8	31,9	0	92,1	1762
Португалия	1729–1799	19,7	2,8	0	83,1	1757
Испания	1501–1799	4,7	0,7	0	40,5	1521
Швеция	1540–1799	15,5	4,1	0	65,8	1572
Турция	1586–1799	19,2	11,2	0	53,4	1621
Англия	1501–1799	5,0	1,7	0	39,5	1587

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 11

Страна	Период	Доля времени (%), когда инфляция превышала		Количество случаев гиперинфляции	Максимальная инфляция за год	Год самой высокой инфляции
		20%	40%			
Новый свет						
Аргентина	1777—1799	4,2	0,0	0	30,8	1780
Бразилия	1764—1799	25,0	4,0	0	33,0	1792
Чили	1751—1799	4,1	0,0	0	36,6	1763
Мексика	1742—1799	22,4	7,0	0	80,0	1770
Перу	1751—1799	10,2	0,0	0	31,6	1765
США	1721—1799	7,6	4,0	0	192,5	1779

Примечание (табл. 11—13): под гиперинфляцией здесь понимается ежегодный уровень инфляции в 500% и выше (это не соответствует традиционному определению Кагана).

колонии Нового Света переживали частые периоды крайне высокой инфляции еще задолго до войн за независимость от испанской метрополии.

Табл. 12 охватывает тот же период, что и табл. 13 (1800—2006), но для 13 африканских и 12 азиатских стран. Рекорды по сопротивлению высокой инфляции принадлежат ЮАР, Гонконгу и Малайзии, правда о ЮАР данные есть с 1868 года, тогда как о Малайзии и Гонконге — с 1949 и 1948 года соответственно³⁰.

Большинство стран Азии и Африки, тем не менее, переживало периоды высокой и крайне высокой инфляции. Мысль о том, что азиатские страны обладали иммунитетом от инфляции по латиноамериканскому образцу, также

Т а б л и ц а 12

Дефолт через инфляцию: Азия и Африка, 1800—2006 годы

Страна	Начало периода	Доля времени (%), когда инфляция превышала		Количество случаев гиперинфляции	Максимальная инфляция за год	Год самой высокой инфляции
		20%	40%			
Африка						
Алжир	1879	24,1	12,0	0	69,2	1947
Ангола	1915	53,3	44,6	4	4416,0	1996
Центрально-Африканская Республика	1957	4,0	0,0	0	27,7	1971
Кот-д'Ивуар	1952	7,3	0,0	0	26,0	1994
Египет	1860	7,5	0,7	0	40,8	1941
Кения	1949	8,3	3,3	0	46,0	1993
Маврикий	1947	10	0,0	0	33,0	1980
Марокко	1940	14,9	4,5	0	57,5	1947
Нигерия	1940	22,6	9,4	0	72,9	1995
ЮАР	1896	0,9	0,0	0	35,2	1919
Тунис	1940	11,9	6,0	0	72,1	1943
Замбия	1943	29,7	15,6	0	183,3	1993
Зимбабве	1920	23,3	14,0		1216,0	2006

³⁰ Данные в табл. 13 охватывают период, предшествовавший получению независимости рядом стран, таких как Малайзия.

Страна	Начало периода	Доля времени (%), когда инфляция превышала		Количество случаев гиперинфляции	Максимальная инфляция за год	Год самой высокой инфляции
		20%	40%			
Азия						
Китай	1800	19,3	14,0	3	1579,3	1947
Гонконг	1948	1,7	0,0	0	21,7	1949
Индия	1801	7,3	1,5	0	53,8	1943
Индонезия	1819	18,6	9,6	1	939,8	1966
Япония	1819	12,2	4,8	1	568,0	1945
Корея	1800	35,3	24,6	0	210,4	1951
Малайзия	1949	1,7	0,0	0	22,0	1950
Мьянма	1872	22,2	6,7	0	58,1	2002
Филиппины	1938	11,6	7,2	0	141,7	1943
Сингапур	1949	3,4	0,0	0	23,5	1973
Тайвань	1898	14,7	11,0	0	29,6	1973
Таиланд	1821	14,0	7,5	0	78,5	

наивна, как и мысль, что до азиатского кризиса конца 1990-х годов страны этого региона обладали иммунитетом от дефолтов. В 1947 году Китай пережил более чем 1500-процентную инфляцию³¹, Индонезия в 1966 году — более чем 900-процентную. Даже Сингапур и Тайвань, «азиатские тигры», в начале 1970-х годов не избежали инфляции, значительно превышавшей 20%.

Но самые удручающие показатели принадлежат Африке, что, пожалуй, и не удивительно. В 1996 году инфляция в Анголе превысила 4000%, а в 2006 году в Зимбабве она перешагнула за 1000%. Если бы наша таблица охватывала 2007 год, в нее можно было бы добавить и инфляцию Зимбабве в 2007 году, которая составила 66 000%, что приблизило бы эту страну к «рекорду» Республики Конго (не вошедшей в нашу выборку), где с 1970 года было зафиксировано три гиперинфляции.

Наконец, в табл. 13 содержатся данные об инфляции в Европе, Латинской Америке, Северной Америке и Океании в период с 1800 по 2006 год. В европейский опыт включены и известные случаи послевоенной гиперинфляции, изученные Ф. Каганом³². Но даже не учитывая гиперинфляцию, мы видим, что такие страны, как Польша, Россия и Турция, существовали в условиях высокой инфляции в течение необычайно долгого времени. В 1812 году инфляция в Норвегии составила 152%, в Дании в 1800 году — 48%, в Швеции в 1918 году — 36%. История инфляции в Латинской Америке после Второй мировой войны известна своей насыщенностью, поскольку там и в мирное время, в 1980-е и 1990-е годы, было немало случаев гиперинфляции.

Из всех стран, представленных в табл. 13, только в истории Новой Зеландии и Панамы не было случаев, когда инфляция превышала 20%, хотя совсем недавно, в 1980 году, уровень инфляции в Новой Зеландии достигал 17%, а в Панаме в 1974 году — 16%.

³¹ В нашу базу данных вошли и хорошо известные эпизоды высокой инфляции, связанной именно с бумажными деньгами, — в Китае, где печатный станок появился значительно раньше, чем в Европе. Подробнее об этом см., напр.: *Fischer S., Sahay R., Vegh C. A. Modern Hyper- and High Inflation // Journal of Economic Literature. 2002.*

³² *Cagan P. The Monetary Dynamics of Hyperinflation. P. 25—117.*

**Дефолт через инфляцию:
Европа, Латинская Америка, Северная Америка и Океания, 1800–2006**

Страна	Начало периода	Доля времени (%), когда инфляция превышала		Количество случаев гиперинфляции	Максимальная инфляция за год	Год самой высокой инфляции
		20%	40%			
Европа						
Австрия	1800	20,8	12,1	2	1733,0	1922
Бельгия	1800	10,1	6,8	0	50,6	1812
Дания	1800	2,1	0,5	0	48,3	1800
Финляндия	1861	5,5	2,7	0	242,0	1918
Франция	1800	5,8	1,9	0	74,0	1946
Германия	1800	9,7	4,3	2	$2,22 \times 10^{10}$	1923
Греция	1834	13,3	5,2	4	$3,02 \times 10^{10}$	1944
Венгрия	1924	15,7	3,6	2	$9,63 \times 10^{26}$	1946
Италия	1800	11,1	5,8	0	491,4	1944
Нидерланды	1800	1,0	0,0	0	21,0	1918
Норвегия	1800	5,3	1,9	0	152,0	1812
Польша	1800	28,0	17,4	2	51 699,4	1923
Португалия	1800	9,7	4,3	0	84,2	1808
Россия	1854	35,7	26,4	8	13 534,7	1923
Испания	1800	3,9	1,0	0	102,1	1808
Швеция	1800	1,9	0,0	0	35,8	1918
Турция	1800	20,5	11,7	0	115,9	1942
Великобритания	1800	2,4	0,0	0	34,4	1800
Латинская Америка						
Аргентина	1800	24,6	15,5	4	3079,5	1989
Боливия	1937	38,6	20,0	2	11 749,6	1985
Бразилия	1800	28,0	17,9	6	2947,7	1990
Чили	1800	19,8	5,8	0	469,9	1973
Колумбия	1864	23,8	1,4	0	53,6	1882
Коста-Рика	1937	12,9	1,4	0	90,1	1982
Доминиканская Республика	1943	17,2	9,4	0	51,5	2004
Эквадор	1939	36,8	14,7	0	96,1	2000
Сальвадор	1938	8,7	0,0	0	31,9	1986
Гватемала	1938	8,7	1,4	0	41,0	1990
Гондурас	1937	8,6	0,0	0	34,0	1991
Мексика	1800	42,5	35,7	0	131,8	1987
Никарагуа	1938	30,4	17,4	6	13 109,5	1987
Панама	1949	0,0	0,0	0	16,3	1974
Парагвай	1949	32,8	4,5	0	139,1	1952
Перу	1800	15,5	10,7	3	7481,7	1990
Уругвай	1871	26,5	19,1	0	112,5	1990
Венесуэла	1832	10,3	3,4	0	99,9	1996
Северная Америка						
Канада	1868	0,7	0,0	0	23,8	1917
США	1800	1,0	0,0	0	24,0	1864

Страна	Начало периода	Доля времени (%), когда инфляция превышала		Количество случаев гиперинфляции	Максимальная инфляция за год	Год самой высокой инфляции
		20%	40%			
Океания						
Австралия	1819	4,8	1,1	0	57,4	1854
Новая Зеландия	1858	0,0	0,0	0	17,2	1980

Как и в случае с долговыми дефолтами, последние несколько лет были достаточно тихим периодом с точки зрения сильной инфляции, при том что уровень инфляции во многих странах (в том числе в Аргентине, Венесуэле и, конечно же, в Зимбабве) остается весьма высоким³³. Это заставляет многих наблюдателей, следуя той же логике, что и при анализе дефолтов по внешнему долгу, утверждать, что «на этот раз все иначе». Что ж, возможно и так, но, как и в случае с дефолтами, практика подсказывает, что затишье не бывает вечным.

Обвалы валютных курсов

Поскольку мы уже обсудили обесценивание валюты и инфляцию, подробный анализ обвалов валютных курсов кажется нам отчасти излишним. База данных валютных курсов почти не уступает по объему базе данных по ценам, особенно если учитывать и курсы обмена валют, обеспеченных серебром. Данные нашей выборки говорят о том, что инфляционные и валютные кризисы идут «рука об руку» в подавляющем большинстве случаев, независимо от страны и эпохи (в странах, страдающих хронической инфляцией, эта связь теснее).

Что касается динамики валютных курсов, то самые поразительные закономерности выявляются в эпоху Наполеоновских войн, когда нестабильность валют поднималась до уровня, невиданного не только никогда прежде, но и в течение практически всего последующего столетия. Это хорошо заметно на рис. 14 и 15, первый из которых отражает частотность высокой инфляции, а второй — средний уровень инфляции. Увеличение количества обвалов и повышение общего уровня инфляции в современную эпоху уже не удивляет.

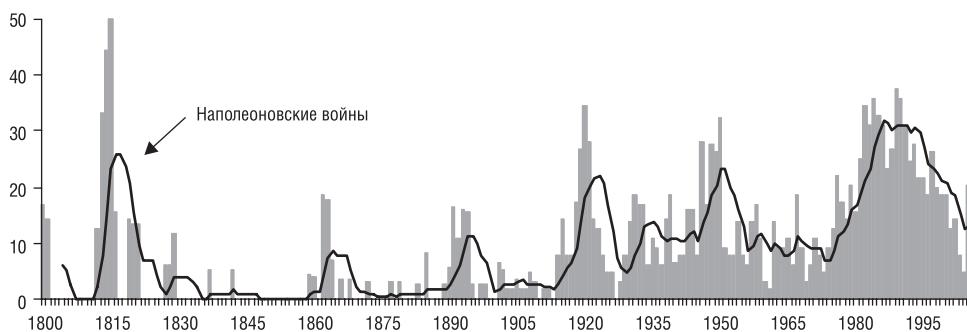


Рис. 14. Обвалы валютных курсов: доля стран с годовым обесцениванием валюты более чем на 15%, 1800—2006 годы (%)

³³ В момент написания данной работы «официальный» уровень инфляции в Аргентине составлял 8%, в то время как информированные источники говорят о 26-процентной инфляции.

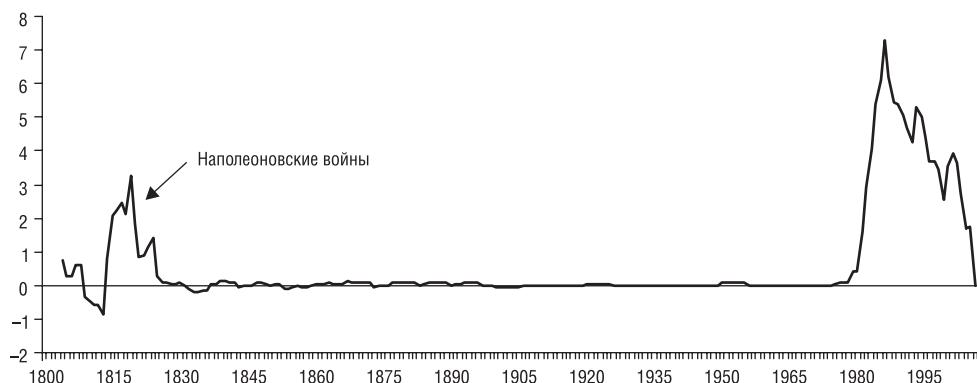


Рис. 15. Среднегодовое обесценение валюты, все страны, скользящая средняя за 5 лет (%)

Источники: в качестве основных источников использовались Global Financial Data / The World Bank, а также Reinhart C. M., Rogoff K. S., Savastano M. A Debt Intolerance.

7. Разновидности кризисов

Мы рассматриваем пять разновидностей экономических кризисов: внешние дефолты, внутренние дефолты, банковские кризисы, обвалы валют и вспышки инфляции³⁴. Все эти переменные принимают значение единицы, если наступает кризис, и нуля — в противном случае. Таким образом, в спокойный год суммарный показатель кризисов для отдельной страны будет равен нулю, тогда как при наихудших сценариях (как было, к примеру, в 2002 году в Аргентине), он равняется пяти. Соответственно каждая страна ежегодно может получить оценку от 0 до 5. Далее мы возьмем средние показатели всех стран, или стран какого-либо региона, и составим сводный индекс финансовой нестабильности, причем индекс многомерный.

На рис. 16 приведены временные ряды для всей выборки и для Азии. Мы располагаем данными и обо всех остальных регионах, но остановились на Азии, чтобы вновь подчеркнуть уже неоднократно озвученную здесь точку зрения.

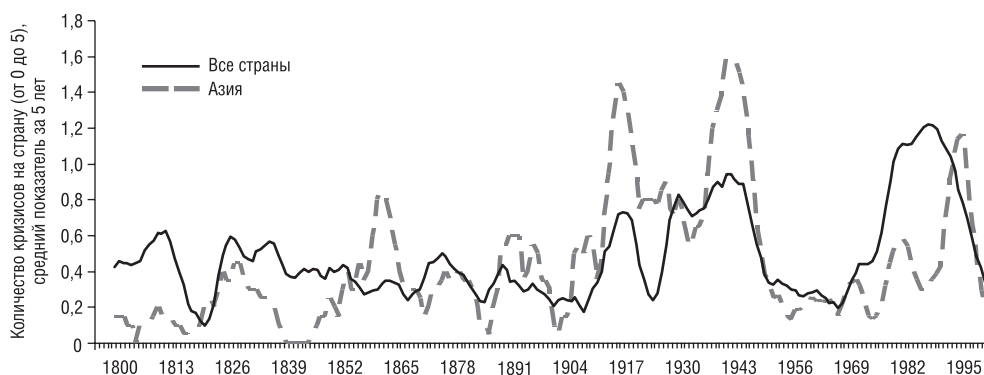


Рис. 16. Разновидности кризисов, Азия: 1800–2006 годы

Источник: расчеты авторов.

³⁴ Их было бы шесть, если бы мы включили обесценение валют, но для этого, как уже говорилось, мы не располагаем достаточными данными по отдельным странам.

Она заключается в следующем: кризис 1997—1998 годов был далеко не первым и с точки зрения современных международных стандартов в этом регионе ранее уже наблюдались длительные периоды экономической нестабильности.

8. Заключение

В настоящем исследовании предлагается подробный количественный анализ истории финансовых кризисов начиная с дефолта, объявленного в середине XIV века королем Англии Эдуардом III, и заканчивая нынешним кризисом субстандартной ипотеки в США. Наше исследование опирается на составленную авторами новую статистическую базу данных, которая охватывает каждый регион мира и несколько столетий его истории.

В базе данных такого масштаба и объема, связанной с огромным количеством первичных и вторичных источников (подчас, стоит отметить, противоречивых), несмотря на наши старания, неизбежны ошибки и упущения. Мы будем благодарны за все исправления, дополнения и предложения по усовершенствованию этой базы данных, которые постараемся учесть в ее онлайн-версии — разумеется, со всеми надлежащими ссылками.

Нашей приоритетной задачей было продемонстрировать некоторые основные черты и фундаментальные закономерности, которые можно обнаружить при анализе этой обширной базы данных. Мы отдаем себе отчет в том, что в стремлении синтезировать такой объем материала мы неизбежно жертвуем важными нюансами, связанными с тем или иным историческим эпизодом.

Со всеми этими оговорками, наш обзорный количественный анализ позволил обнаружить ряд важных фактов. Прежде всего, мы продемонстрировали практически полную универсальность периодов серийных дефолтов и высокой инфляции для развивающихся рынков, будь то Азия, Африка или даже, до недавнего времени, Европа. Мы показали, как глобальные долговые кризисы могут распространяться из финансовых центров через цены на товары, процентные ставки и вызывать подрыв доверия инвесторов. Кроме того, мы увидели, что популярный сегодня тезис о том, что современные развивающиеся страны, все больше полагаясь на внутренний долг, открыли нечто принципиально новое, — этот тезис сам вряд ли может претендовать на новизну.

Это подводит нас к главной теме — синдрому «на этот раз все иначе». Сегодня принято думать, что и государства, и кредиторы научились не повторять собственных ошибок. Считается, что благодаря усовершенствованным макроэкономическим стратегиям и более разборчивому кредитованию миру не стоит опасаться новой крупной волны дефолтов. И все более популярным в дискуссиях о том, почему же именно «на этот раз все иначе», становится аргумент, что правительства развивающихся стран стали в большей степени опираться на внутренний заем.

А что если праздновать победу еще рано? Циклы движения капитала и дефолтов существуют как минимум с начала XIX века, а то и дольше. Меняются технологии, средний рост человека и мода. А вот способность правительств и инвесторов обманывать самих себя, потакая приступам эйфории, которые обычно кончаются как минимум слезами, остается, похоже, неизменной. Недаром Киндельбергер мудро озаглавил первую часть своей книги: «Финансовый кризис: растение многолетнее и живучее».

Если говорить о позитивных моментах, то данное исследование хотя бы ставит вопрос о том, как страна может «перерасти» серийные дефолты. Англия XVII века — случай пусть и хорошо изученный, но все же исключительный.

Не вполне понятно, насколько успешными оказались бы институциональные реформы, которые отмечают Д. Норт и Б. Вейнгаст³⁵, если бы Великобритании чуть меньше повезло в последующих войнах. Ну, скажем, если бы Наполеон не вторгся в Россию и Франция одержала бы победу в Наполеоновских войнах, — сумела бы Англия выполнить свои долговые обязательства?

Особое внимание хочется обратить на два интересных и сравнительно недавних случая — Грецию и Испанию, страны, которые, похоже, оставили позади нелегкое прошлое, полное серийных дефолтов, не только за счет реформ, но и благодаря вхождению в Евросоюз. Австрии также удалось преодолеть свою изобилующую банкротствами историю благодаря усиленной интеграции с послевоенной Германией, еще до ускорения общеевропейской интеграции в 1980-х и 1990-х годах. В Латинской Америке Чили, несмотря на долговую пресс, кажется, удалось выйти из полосы серийных дефолтов, просто поддерживая высокий и постоянный уровень положительного сальдо текущего платежного баланса. Это позволило стране свести свой внешний долг к очень низкому уровню. Но Чили «перерастет» свои проблемы тогда, когда будет в состоянии поднимать уровень задолженности при необходимости (к примеру, чтобы выиграть от антициклической бюджетной политики), не сваливаясь в кризис.

Интересным случаем является и Мексика, которую, несмотря на тщетность всех попыток начать глубокие институциональные реформы, от «взросления» отделяет всего один шаг, что стало возможно благодаря более эффективной финансовой и бюджетной политике, а также Североамериканскому соглашению о свободной торговле. Интересно, смогут ли США, усиливая экономическую интеграцию, придать латиноамериканским странам такой же импульс, который дал Евросоюз на заре своей истории европейским государствам?

Если все-таки история чему-то нас и учит, то уж точно не прятаться за фразу «на этот раз все иначе» при первом удобном случае. Ведь утверждения, что в странах типа Венгрии и Греции больше дефолтов не будет, поскольку «на этот раз все иначе благодаря Евросоюзу», могут довольно быстро утратить актуальность.

³⁵ North D. C., Weingast B. R. Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in 17th Century England // Journal of Economic History. 1989. Vol. 49. December. P. 803—832.