

РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

Поскольку книга основана на количественном и историческом анализе кризисов, важно начать с точного определения, что составляет финансовый кризис, а также с описания количественных методов, с помощью которых там, где это возможно, мы можем датировать их начало и конец. Эта глава и следующие две раскрывают базовые концепции, определения, методологию и подход к сбору данных и их анализу, на которые опирается наше исследование исторического международного опыта, касающегося практически любого типа экономического кризиса независимо от того, является ли этот кризис дефолтом по суверенному долгу, относится ли он к банковской сфере, к инфляции или является кризисом обменного курса.

То, что мы включили точные определения кризиса в первую главу, а не просто привели их в глоссарии терминов, может показаться несколько скучным. Но для читателя, которому придется правильно интерпретировать широкий диапазон исторических данных и таблиц, представленных в этой работе, будет важно понимать, что мы подразумеваем под кризисом, а что – нет. Границы, которые мы проводим, в целом совпадают с тем, что представлено в эмпирической литературе по экономике (она в основном сегментирована по различным типам кризисов, рассматриваемых нами, например суверенный долг, обменный курс). Мы стараемся выделить любые случаи, когда

1. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

результаты чувствительны к небольшим изменениям в границах, и обращаем особое внимание на прояснение неадекватности в данных. Эта глава, посвященная определениям, дает нам также удобную возможность более подробно рассмотреть разнообразие кризисов, приведенных в книге.

Читатель должен обратить внимание, что маркеры кризиса, обсуждаемые в данной главе, относятся к изменению кризиса внутри отдельных стран. Позднее мы обсудим несколько направлений рассмотрения международного аспекта кризисов и их интенсивности, движения и кульминации (в гл. 16, посвященной глобальному кризису). Различные виды кризисов можно объединить в категории, что дает возможность в принципе привести системное определение кризиса. Но по ряду причин мы предпочитаем концентрироваться только на наиболее простом и прозрачном очерчивании эпизодов кризиса, особенно потому, что иначе довольно трудно делать широкие сравнения кризисных ситуаций по странам и по времени. Эти определения кризисов представлены в существующей эмпирической литературе.

Мы начинаем с обсуждения кризисов, которым можно легко дать строгие количественные определения, затем перейдем к тем, для описания которых мы должны опираться на более качественные и основанные на суждениях виды анализа. Заключительный раздел описывает *серийный дефолт и синдром «На этот раз все будет иначе»*, к которым мы будем возвращаться во всем последующем повествовании книги.

Кризисы, определяемые количественными порогами: инфляционные кризисы, крах валюты и девальвация валюты

Инфляционные кризисы

Начнем с определения инфляционных кризисов, так как они универсальны и их можно рассматривать на достаточно длинном временном отрезке, а также потому, что их

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

можно определить с относительной простотой и ясностью. Поскольку в своем исследовании мы стремимся каталогизировать степень дефолта (через инфляцию долга), а не просто зафиксировать его частотность, то попытаемся отметить не только начало того или иного эпизода кризиса инфляции или понижения валютного курса, но также и его длительность. Многие вспышки высокой инфляции могут быть лучше объяснены, если рассматривать их как хронические, длящиеся много лет, иногда исчезающие, а в некоторых случаях переходящие в плато на среднем уровне, перед тем как взорваться. Ряд исследований, включая нашу собственную раннюю работу по классификации обменного курса после Второй мировой войны, используют 12-месячный порог в 40 % или выше как отметку для эпизода высокой инфляции. Конечно же, можно возразить, что инфляция приводит к разрушительным последствиям порой и при более низких уровнях, скажем 10 %, однако нет ни теоретических, ни эмпирических исследований (проведенных на хорошем профессиональном уровне) финансового выражения таких последствий. В нашей более ранней работе, посвященной развитию экономик после Второй мировой войны, мы выбрали порог в 40 %, потому что достаточно широко признано, что именно такой уровень является разрушительным. Мы будем обсуждать общие тренды инфляции и более низкие пики, но только те, которые имели значимые последствия. Гиперинфляция – с уровнем 40 % в месяц – более современное понятие. Как мы увидим в гл. 12 при рассмотрении кризисов инфляции (особенно в табл. 12.3), Венгрия 1946 года (если не включать последний опыт Зимбабве) держит рекорд по этой переменной в нашем наборе данных.

Однако для периода, предшествовавшего Первой мировой войне, даже 40 % в год – это слишком высокий уровень порога инфляционного кризиса. Уровни инфляции тогда были значительно ниже, особенно до наступления эры современной бумажной валюты (ее часто называют «декретной» валютой, поскольку она не имеет внутренней, содержащейся в ней ценности и стоит чего-либо только по-

1. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

тому, что правительство своим указом объявляет, что хождение других валют в стране нелегально).

Медианные уровни инфляции, зафиксированные накануне Первой мировой войны, были значительно выше медианных уровней инфляции более ранних периодов: 0,5 % в 1500–1799 годы и 0,71 % в 1800–1913 годы (по сравнению с 5,05 % в 1914–2006 годы). В периоды, характеризующиеся значительно более низким уровнем средней инфляции и низкими ожиданиями высокой инфляции, даже значительно более низкие ее уровни могли быть шокирующими и травматичными для экономики, и, следовательно, эти ситуации могут рассматриваться как кризисы¹.

Для того чтобы осмысленно включить более ранние периоды, мы приняли в качестве порогового уровня для инфляционного кризиса 20% в год. В большинстве случаев наша убежденность в том, что имеет место инфляционный кризис, в сильной степени зависит от выбранного нами порогового уровня; например, мы могли бы решить, что инфляционный кризис имеет место, используя как более низкий пороговый уровень (скажем, 15%), так и более высокий (скажем, 25%).

Конечно же, огромное количество данных доступно сегодня в Интернете, и читатели могут сами установить порог для инфляции или другие пороговые значения для разных типов кризисов.

Крах валют

Чтобы датировать крах валют, мы воспользуемся методом, введенным Джеффри Франкелем и Эндрю Роузом, которые концентрируются исключительно на высоких уровнях обесценивания обменного курса и устанавливают базовый порог (с чем можно поспорить) на уровне 25 % в год². Этот метод выявления краха валюты является наиболее разумным, поскольку он не опирается на другие переменные, например потери резерва (данные, которые правительства часто ревниво охраняют, иногда надолго оттягивая их публика-

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

цию) и пики в учетной ставке (которые не имеют большого смысла в финансовых системах, находящихся под пристальным контролем правительства, а именно это и было характерно для большинства стран до недавнего периода).

Так же как и в случае с инфляцией, пороговое значение в 25 % для краха валют – которое можно успешно применить к периоду после Второй мировой войны, по крайней мере чтобы выявить тяжелый кризис обменного курса – можно рассматривать как слишком высокое для более раннего периода, когда катастрофические последствия в экономике были связаны со значительно меньшим процентным изменением, и даже небольшие движения в обесценивании валюты были, следовательно, весьма разрушительными. Поэтому мы определяем крах валюты как годовое обесценивание курса, которое превышает 15 %. Так же как и при анализе инфляции, для нас важно не только датировать начало краха, как это делается в работах Франкеля и Роуза, а также Камински и Рейнхарт, но и зафиксировать полный период, когда годовые значения обесценивания превышают порог³.

Вряд ли вызовет удивление, что наиболее резкие падения, представленные в табл. 1.1, соответствуют временным рамкам и порядку значимости профиля инфляционного кризиса. «Честь» рекорда по значению краха валюты, однако, принадлежит не Венгрии (как при анализе инфляции), а Греции 1944 года.

Девальвация валюты

Предшественником современных кризисов инфляции и обменного курса по отношению к иностранным валютам была девальвация валюты в тот долгий период, в течение которого основным средством обмена была монета. Неудивительно, что девальвации были особенно частыми и крупными во время войн, когда значительное снижение содержания серебра в монете обеспечивало монархов наиболее важным источником финансирования.

1. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

ТАБЛИЦА 1.1
 Определение кризисов: итоговая таблица количественных пороговых значений

Тип кризиса	Пороговое значение	Период	Максимум, %
Инфляция	Годовой уровень	1500–1790	173,1
	инфляции в 20 % или выше. Мы отдельно рассматриваем экстремальные случаи, когда инфляция превышает 40 % в год	1800–1913	159,6
		1914–2008	9,63E + 26 ^a
Крах валют	Годовое обесценивание валюты к доллару США (или к другой валюте в качестве исторической точки отсчета – к британскому фунту, французскому франку, к германской марке, в настоящий момент к евро) в 15 % или более	1800–1913	275,7
		1914–2008	3,37E + 9
Девальвация валюты тип 1	Снижение содержания драгоценного металла в целом на 5 % или более	1258–1799	– 56,8
		1800–1913	– 55,0
Девальвация валюты тип 2	Реформа валюты, когда новая валюта заменяет сильно обесценившуюся валюту	Наиболее экстремальный эпизод – это недавняя конверсия валюты в размере 10 млрд к 1 в Зимбабве.	

^a В некоторых случаях уровни инфляции столь высоки (как в Венгрии 1946 года, например), что мы вынуждены использовать логарифмическое представление значения. Таким образом, E+26 означает, что необходимо добавить нули и передвинуть знак десятичного деления на 26 цифр вправо по отношению к значению 9,63

В этой книге мы также приводим данные о «реформах» валют, или конверсии, и их размахе. Такие конверсии составляют часть каждого гиперинфляционного эпизода, приводимого в наших примерах. В действительности совсем не редкость, когда такие конверсии следуют одна за другой достаточно быстро. Например, в борьбе с гиперинфляцией Бразилия провела не менее четырех конверсий валюты с 1986 по 1994 год. Когда мы начинали работать над этой книгой, то держателем рекорда в отношении

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

размаха какой-либо одной конверсии был Китай, который в 1948 году провел конверсию в размере три миллиона к одному. Увы, ко времени завершения книги этот рекорд был побит Зимбабве, ее конверсия составила 10 млрд к 1!

Конверсии также следуют за вспышками высокой инфляции (но не обязательно «гипер»), и эти случаи также включены в наш список современных примеров девальвации.

Случаи, когда лопаются «пузыри» высоких цен на активы

Количественная методология может быть применена также к рассмотрению случаев, когда лопались «пузыри» высоких цен на активы (акции или недвижимость), что является обычным явлением при банковских кризисах.

При обсуждении таких эпизодов краха мы рассматриваем только те, что связаны с ценами на активы (гл. 16), кризисы, связанные с недвижимостью, мы оставляем для будущих исследований⁴. Одна из причин, по которой мы не касаемся этих кризисов в нашей книге, заключается в том, что сведения по многим ключевым активам, те или иные показатели которых лежат в основе финансовых кризисов (и особенно цены на недвижимость), очень трудно получить для больших временных интервалов и по всей стране. Однако мы располагаем информацией о ценах на недвижимость в нескольких развитых странах и странах с развивающимися рынками за последние два десятилетия, и мы будем использовать эти данные в анализе банковских кризисов.

Кризисы, определяемые событиями: банковские кризисы и внешние и внутренние дефолты

В этом разделе мы опишем критерии, которые используем в своем исследовании, чтобы датировать банковские кризисы, кризисы внешнего долга и кризисы внутреннего долга, последние из которых задокументированы и осознаны

ВСТАВКА 1.1

Кризис долга: глоссарий

Внешний долг - общие долговые обязательства страны иностранным кредиторам, как официальные государственные, так и частные. Кредиторы часто определяют все условия долговых контрактов, которые обычно относятся к юрисдикции иностранных кредиторов или к международному законодательству (для многосторонних кредитов).

Общий долг правительства (общий государственный долг) – общие долговые обязательства правительства как перед международными, так и перед внутренними кредиторами. Под «правительством» обычно понимают центральную администрацию, провинциальные власти, федеральные правительства и все другие организации, которые делают займы под эксплицитные правительственные гарантии.

Внутренний государственный долг – все долговые обязательства правительства (которые приняты им в соответствии с национальной юрисдикцией, независимо от того, является ли кредитор резидентом или нет) или деноминации валюты долга. Следовательно, он включает внутренний долг правительства в иностранной валюте, как определено ниже. Условия контрактов по долговым обязательствам могут быть определены рынком или установлены правительством в одностороннем порядке.

Государственный Внутренний долг в иностранной валюте – долговые обязательства, принятые им в соответствии с национальной юрисдикцией, но выраженные в валюте, отличной от национальной валюты данной страны, либо увязанные с ней.

Долг центрального банка – часто не включается в государственный долг, несмотря на тот факт, что он обычно несет с собой гарантии правительства. Центральные банки, как правило, выпускают обязательства по такому долгу, чтобы фасилитировать открытые рыночные операции (включая стерилизационные интервенции). Такие долги могут быть деноминированы либо в национальной, либо в иностранной валюте.

в значительно меньшей степени, чем другие. Вставка 1.1 представляет краткий глоссарий ключевых терминов, связанных с кризисом долга и используемых в книге.

Банковские кризисы

В своем анализе банковских кризисов мы опираемся на события. Главная причина, по которой мы используем этот

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

подход, связана со скудностью исторических данных, которые, так же как и данные по инфляционным кризисам или кризисам валютного курса, позволили бы нам количественно описать банковские или финансовые кризисы. Например, относительная цена акций банковских компаний (или финансовых институтов, относящихся к рынку) может служить логическим индикатором для исследования. Однако получить такие индикаторы весьма проблематично, особенно для более раннего временного периода (на котором мы решили остановить внимание в этой книге) и для развивающихся стран, где многие внутренние банки не имеют публично торгуемых акций.

Кажется весьма целесообразным использовать для датирования кризисов изменения в банковских депозитах. Этот индикатор позволил бы получить содержательную информацию в тех случаях, когда начало банковского кризиса было отмечено банковскими ралли и изъятием депозитов, как, например, при датировании многочисленных случаев банковской паники в 1800-х годах.

Однако часто банковские проблемы возникают не в отношении обязательств, а в отношении затянувшегося ухудшения качества актива, независимо от того, связано это с коллапсом цен на недвижимость (как в Соединенных Штатах в начале субстандартного финансового кризиса 2007 года) или с повышением количества банкротств в нефинансовом секторе (как на более поздних стадиях финансового кризиса конца первого десятилетия нашего века). В этом случае резкое повышение числа банкротств или невозвратных долгов может служить свидетельством наступления кризиса. К несчастью, индикаторы «неудач в бизнесе» и индикаторы невозврата долгов обычно доступны на случайной основе, если вообще доступны, даже для современного периода во многих странах. В любом случае, отчеты по невыплаченным долгам часто очень неточны, потому что банки стараются скрывать свои проблемы так долго, насколько это возможно, а инспектирующие органы часто закрывают на это глаза.

1. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

Учитывая ограничения, связанные с получением фактических данных, мы обозначаем банковский кризис двумя типами событий:

1. Банковская несостоятельность из-за массового изъятия депозитов, что приводит к закрытию, поглощению или национализации одной или более финансовых организаций (как в Венесуэле в 1993 году или в Аргентине в 2001 году).
2. Если таковой нет, то закрытие, поглощение, национализация или крупномасштабная государственная поддержка важного финансового института (или группы организаций), которая отмечает начало череды аналогичных событий для других финансовых организаций (как в Таиланде в 1996–1997 годы).

Мы опираемся на доступные исследования банковских кризисов и на финансовую прессу. Финансовое давление почти неизбежно становится очень сильным в эти периоды.

Существует несколько основных источников для определения кризисов в разных странах. Для периода после 1970 года это обширные и хорошо известные исследования Каприо и Клингебея, обновленные версии которых затрагивают период и после 2003 года. Весьма авторитетные работы, особенно в том, что касается строгости классификации банковских кризисов. Камински и Рейнхарт, а также Жаком (работа, посвященная Латинской Америке) завершают список этих ресурсов⁵. Также мы опираемся на целый ряд исследований, которые касаются конкретных стран и их специфики. В этих работах рассматриваются банковские кризисы, оставленные без внимания исследованиями, цель которых – дать глобальное описание явления. Эти посвященные определенным странам исследования делают очень важный вклад в составление кризисной хронологии⁶. Итоговая дискуссия по поводу ограничений подхода датирования кризисов, основанного на событиях, представлена в табл. 1.2. Даты начала банковских кризисов представлены в прил. А.3 и А.4 (для

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

ТАБЛИЦА 1.2

Определение кризисов по событиям: итоги

Тип кризиса	Определение и/или критерии	Комментарии
<p>Банковский кризис</p> <p>Тип 1: системный (суровый)</p> <p>Тип 2: финансовые проблемы (более мягкий)</p>	<p>Мы фиксируем банковский кризис по двум типам событий:</p> <p>1. Банковская несостоятельность из-за массового изъятия депозитов, что приводит к закрытию, поглощению или национализации одной или более финансовых организаций</p> <p>2. Если таковой нет, то закрытие, поглощение, национализация или крупномасштабная государственная поддержка важного финансового института (или группы организаций), которая отмечает начало череды аналогичных событий для других финансовых организаций</p>	<p>Этот подход к датированию начала кризиса имеет некоторые недостатки. Он может датировать кризисы слишком поздно, потому что финансовые проблемы обычно начинаются задолго до того, как банк в реальности будет закрыт или поглощен. Он также может датировать кризисы слишком рано, потому что самая тяжелая часть кризиса может наступить позднее. В отличие от случаев кризисов внешнего долга (см. ниже), которые имеют четкие даты завершения, часто трудно или невозможно точно определить год, когда закончился банковский кризис</p>
<p>Кризис внешнего долга</p>	<p>Суверенный (государственный) дефолт определяется как неспособность правительства произвести основные выплаты или выплаты по процентам на согласованную дату выплаты (или в указанный период выплаты). Эти эпизоды включают случаи, в которых реструктурированный долг в конце концов выплачивается на условиях, менее благоприятных, нежели изначальные обязательства</p>	<p>Хотя время наступления дефолта точно определено как год кризиса, в большом числе случаев окончательное разрешение ситуации с кредиторами (если оно действительно имело место) кажется неопределенным. По этой причине мы также используем методы работы с примерным образцом кризиса, который учитывает только первый год наступления кризиса</p>

(окончание)

ТАБЛИЦА 1.2 Окончание

Кризис внутреннего долга	Определение, данное выше для кризиса внешнего долга, применяется также и к внутреннему долгу. В дополнение кризис внутреннего долга включает замораживание банковских депозитов и/или принудительную конверсию таких депозитов из долларов в национальную валюту	Существует в лучшем случае частичная документация по недавним дефолтам внутреннего долга, представленная Standard and Poor's. Исторически очень трудно датировать эти эпизоды и во многих случаях (таких как случаи банковских кризисов) невозможно определить дату окончания кризиса
--------------------------	--	---

большинства ранних эпизодов трудно точно понять, как долго длился кризис).

Кризисы внешнего долга

Кризисы внешнего долга включают полный дефолт по внешним долговым обязательствам государства, то есть дефолт по выплатам кредиторам займа, взятого в соответствии с юрисдикцией другой страны, обычно (но не всегда) деноминированного в иностранной валюте, держателями которого обычно являются иностранные кредиторы. Аргентина держит рекорд по наиболее крупному дефолту: в 2001 году она объявила дефолт на сумму более 95 млрд долларов по внешнему долгу. В случае Аргентины дефолт управлялся посредством переноса и растягивания сроков платежей по процентам. Иногда страны отказываются от выплаты долгов совсем, как Мексика в 1867 году, когда более чем 100 млн долларов в песо, которые были взяты в долг императором Максимилианом, были отвергнуты правительством Хуареса. Более типичной, однако, является ситуация, когда правительство реструктурирует долг на условиях, менее благоприятных для кредитора, нежели те условия, которые содержались в изначальном контракте (как, например, это

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

было с малоизвестным реструктурированием внешнего долга Индии в 1958–1972 годах).

Дефолтам по внешним долгам было уделено значительное внимание в академических трудах ведущих экономических историков сегодняшнего дня, таких как Майкл Бордо, Барри Эйхенгрин, Марк Фландро, Питер Линдерт, Джон Мортон и Алан Тейлор⁷. Собрано много информации относительно причин и следствий ранних банковских кризисов в отличие от данных по кризисам внутреннего долга, которые были почти проигнорированы в литературе. Даты суверенных дефолтов и реструктуризаций долгов приведены и обсуждаются в гл. 6. Фактический материал о периоде после 1824 года взят из нескольких исследований Standard and Poor's, перечисленных в приложениях. Однако эти данные являются неполными, в них отсутствуют сведения по многим послевоенным реструктуризациям и ранним дефолтам, поэтому эти данные были дополнены информацией из других источников⁸.

Хотя даты дефолтов по внешним долгам являются более четко определенными и менее спорными, нежели даты банковских кризисов (даты их окончания, например, трудно определять), все же и в этом случае необходим некоторый дополнительный анализ, как мы показываем это в гл. 8. Например, при каталогизации дефолтов для той или иной страны мы, как правило, рассматриваем любой дефолт, который происходит через два года или менее после предыдущего дефолта, как часть того же эпизода. Определить дату окончания суверенного дефолта по внешним долгам хотя и легче, нежели дату банковского кризиса (потому что формальное соглашение с кредиторами часто маркирует такое окончание), но тем не менее это также является определенной проблемой.

Хотя дата дефолта и знаменует собой дату кризиса, в большом числе случаев окончательное разрешение проблем с кредиторами (если оно вообще было достигнуто) не имеет точных сроков. Дефолт России в 1918 году, последовавший за революцией, держит рекорд: он длился 69 лет.

1. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

Дефолт Греции в 1826 году длился 53 года, длительность дефолта Гондураса в 1873 году примерно того же порядка⁹. Конечно же, рассмотрение эпизода «от и до» полезно для того, чтобы разобраться в характеристиках циклов заимствования или дефолтов, рассчитать «причиняющие вред значения» и тому подобное. Но вряд ли будет правильным рассматривать период длиной в 53 года как кризисный, даже если эти годы не были особенно удачными. Таким образом, помимо выявления переменных, которые относятся к определенной стране и охватывают весь эпизод, мы использовали две другие количественные переменные, направленные на выявление корневого периода кризиса, который окружает дефолт. Первая переменная определяет в качестве кризисного только год дефолта, в то время как вторая создает коридор в 7 лет вокруг даты дефолта. Мы применяем такую методику, поскольку очевидно, что ни три года, предшествующие дефолту, ни три года после дефолта не могут рассматриваться как «нормальный» или «спокойный» период. Эта методика позволяет на систематической основе проанализировать, как ведут себя различные экономические и финансовые индикаторы непосредственно до и после кризиса – за определенный период времени и по многим странам.

Кризисы внутреннего долга

Внутренние государственные долговые обязательства создаются под собственной юрисдикцией страны. В большинстве стран за всю их историю внутренний долг был денонмирован в местной валюте, а кредиторами были в основном резиденты. Подавляющее большинство внешних государственных долгов, долгов под юрисдикцией других стран и правительств, были денонмированы в иностранной валюте, а кредиторами были иностранные резиденты.

Информация по кризисам внутреннего долга является скудной, но не потому, что их не было или было очень мало. В реальности, как мы показываем в гл. 9, кризисы

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

внутреннего долга обычно происходят на фоне значительно более тяжелой экономической обстановки, нежели кризисы внешнего долга. Обычно, однако, кризисы внутреннего долга не затрагивают могущественных внешних кредиторов. Может быть, именно это и объясняет, почему столь много эпизодов прошло незамеченными в основном потоке деловой и финансовой прессы и почему исследования подобных кризисов не представлены в академической литературе. Есть, конечно, и исключения. Почти дефолтовая ситуация в Мексике в 1994–1995 годах, о которой много писали, очевидно, подходит под определение «знаменитого» внутреннего дефолта, хотя немногие наблюдатели могут понять, что основной проблемный долг находился технически внутри страны и не был внешним.

Правительственный долг (в форме облигаций *tesobonos* – в основном это инструменты краткосрочных заимствований, которые нужно возвращать в песо, привязанных к американскому доллару), который был на грани дефолта, пока страна не была выведена из затруднительного положения Международным валютным фондом и казначейством США, был создан под юрисдикцией мексиканского законодательства и, следовательно, был частью внутреннего долга Мексики.

Мы можем предположить, что если бы денежные средства *tesobonos* не были взяты у многочисленных нерезидентов, то, возможно, этот кризис получил бы значительно меньше внимания.

С 1980 года Аргентина три раза попадала в дефолт по внутреннему долгу. Два дефолта по внутреннему долгу, которые совпали с дефолтами по внешнему долгу (в 1982 и 2001 году), привлекли значительное внимание за рубежом. Однако крупномасштабный дефолт 1989 года, который не сопровождался дефолтом по внешнему долгу и, следовательно, не задействовал нерезидентов в качестве кредиторов, мало представлен в публикациях. Многие дефолты по внутреннему долгу, которые наблюдались во время Великой депрессии в 30-х годах прошлого века, как в развитых, так и в развивающихся экономиках, слабо документированы. Даже

1. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

там, где внутренние долги задокументированы в официальных анналах по долгам, документальные описания представляют собой только ссылки в документах, относящихся к задолженностям или к задержкам в выплатах.

И наконец, некоторые из кризисов внутреннего долга, которые включали принудительную конверсию депозитов из иностранной валюты в локальную валюту, происходили во время банковских кризисов, кризисов гиперинфляции или комбинации этих двух видов кризисов (например, дефолты в Аргентине, Боливии и Перу). Наш подход к классификации переменных при рассмотрении кризисов внутреннего долга будет полностью соответствовать подходу, избранному нами для описания дефолтов по внутреннему долгу. Так же как в банковских кризисах и в отличие от кризисов внешнего долга, для многих дефолтов по внутреннему долгу конечную точку кризиса установить непросто.

Другие ключевые понятия

Серийные дефолты

Понятие «*серийный дефолт*» относится к явлению множественных дефолтов по суверенным долгам: по внешнему или внутреннему государственному (или гарантируемому государством) долгу или по внутреннему или внешнему дефолтам. Эти множественные дефолты могут происходить с промежутками в пять или в пятьдесят лет, и они могут варьировать от полного дефолта (или отказа платить по долгам) до частичного дефолта посредством реструктурирования (обычно растягивания сроков выплаты процентов на более благоприятных условиях для должника). Как мы рассматриваем в гл. 4, полный дефолт случается достаточно редко, хотя могут пройти десятилетия до того момента, когда кредиторы получат частичные выплаты долга любого типа.

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

Синдром «На этот раз все будет иначе»

Суть синдрома «На этот раз все будет иначе» проста¹⁰. Его корни лежат в твердом убеждении, что финансовые кризисы – это феномены, которые происходили с другими людьми в других странах и в другие времена. Кризис не произойдет с нами, здесь и сейчас. Мы работаем лучше, мы умнее, мы учимся на ошибках. Старые правила оценки больше не применимы. Сегодняшний бум в отличие от многих экономических бумов, которые предшествовали катастрофическим коллапсам в прошлом (пусть даже и в нашей стране), основан на твердом фундаменте, на структурных реформах, на технологических инновациях и на правильной политике. Примерно так строятся рассуждения.

В преамбуле мы уже дали теоретическое объяснение этого синдрома (хрупкость экономик, в большой степени живущих в долг, их уязвимость для кризисов доверия). Исторические примеры такого синдрома многочисленны. Мы не намерены составлять каталог таких ситуаций, но примеры их наполняют нашу книгу. Обратите внимание, например, на рекламу 1929 года (вставка 1.2), которая передает дух синдрома «На этот раз все будет иначе» в преддверии Великой депрессии, а вставка 6.2. раскрывает бум заимствований в Латинской Америке в 20-х годах позапрошлого столетия, который привел к первому кризису долга в этом регионе. Краткий список проявлений этого синдрома в прошлом столетии выглядит так:

1. Накануне дефолтов 1930-х годов на развивающихся рынках.

<i>Почему на этот раз все должно быть иначе?</i>	<i>Так рассуждали в то время: Новая мировая война не может произойти. Политическая стабильность и сильный глобальный рост будут продолжаться неопределенно долго. Долговое бремя в развивающихся странах не столь высоко</i>
--	--

ВСТАВКА 1.2

Синдром «На этот раз все будет иначе» накануне краха 1929 года

ЗНАМЕНИТЫЕ ОШИБОЧНЫЕ ПРОГНОЗЫ В ИСТОРИИ

тогда не угадала вся Европа

Дата: 3 октября 1719 года
Место: отель «Риверс», Париж
Дико настроенная толпа. Слышны звуки борьбы. «Пятьдесят акций!» – «Я беру двести акций!» – «Пять сотен!» – «Тысяча акций! Десять тысяч!»
Тонкие голоса женщин. Хриплые крики мужчин. Спекулянты – все – обменивают свое золото и драгоценности, а также с большим трудом собранные за жизнь накопления на магические акции компании «Миссисипи» Джона Ло. Акции, кото-

рые должны были сделать этих людей богатыми за одну ночь. Затем «пузырь» лопнул. Цены на акции опустились все ниже и ниже. Наблюдая за ужасным падением, публика, обезумевшая от ужаса, старалась «продавать». Охваченная паникой толпа начала штурмовать Banque Royal. Бесплезно. Банковские сейфы были пусты. Джон Ло исчез. Великая компания «Миссисипи» и обещание богатства остались не чем иным, как плохим воспоминанием.

Сегодня вам нет нужды гадать

ИСТОРИЯ повторяется, но не буквально. В 1719 году практически не было способа собрать факты о компании «Миссисипи». Насколько же отличается положение инвестора в 1929 году!

Сегодня не может быть оправдана покупка акций «пузыря», она неоправдана, потому что в этом нет нужды. Потому что сегодня каждый инвестор, независимо от того, составляет ли его капитал несколько тысяч долларов или несколько миллионов, имеет в своем распоряжении инструменты для получения фактов. Фактов, которые, насколько это в человеческих силах, абсолютно исключают ущерб от спекуляции и заменяют его твердыми принципами инвестирования.



СТАНДАРТНАЯ СТАТИСТИКА

200 VARICK ST.

New York, Saturday Evening Post, Sept. 1, 1929

Источник: реклама любезно предоставлена профессором Питером Линдертом.

Основные участники Первой мировой войны создали огромные долги. Такие регионы, как Латинская Америка и Азия, которые избежали худших последствий войны, оказались в ситуации, когда они имели очень скромные и управляемые государственные финансы. Двадцатые годы были периодом неослабевающего глобального оптимизма, он был очень похож на пятилетний бум, который предшествовал мировому финансовому кризису, разразившемуся в США в середине 2007 года. Как глобальный мир на планете был важным компонентом динамики 2000 годов, так

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

же и тогда широко было распространено мнение, что опыт Первой мировой войны будет повторен не скоро.

В 1929 году глобальный крах биржевого рынка ознаменовал собой наступление Великой депрессии. Снижение экономической активности высосало ресурсы правительства, в то время как дефляция подтолкнула вверх проценты по займам в реальной экономике. То, что за этим последовало, было наиболее крупной волной дефолтов в истории.

2. Долговой кризис в 80-х годах

<i>Почему на этот раз все должно быть иначе?</i>	<i>Так рассуждали в то время: Цены на сырье высоки, проценты по займам находятся на низком уровне, деньги от продажи нефти «повторно используются», в правительстве сидят умелые технократы, деньги инвестируются в инфраструктуру с большим возвратом по инвестициям, берутся банковские займы вместо займов по облигациям (как в период между мировыми войнами с 20-х по 30-е годы). Хотя банки выдают большие ссуды, имеется плюс: сбор информации и отслеживание ситуации способны обеспечить правильное использование денег и трату займов</i>
--	---

После долгих лет снижения мир испытывал бум цен на сырье в 70-х годах, богатая сырьем Латинская Америка, казалось, была обречена на получение огромных прибылей, по мере того как рост мировой экономики все больше набирал обороты и цены на материальные ресурсы все росли и росли. Глобальная инфляция в развитом мире привела к длительному периоду аномально низких реальных процентов по займам на рынках облигаций в богатых странах. И последнее, но немаловажное: в течение почти поколения в Латинской Америке не наблюдалось новых дефолтов, последняя вспышка кризиса была во время Великой депрессии.

1. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

Многие официальные лица и экономисты, диктующие политику, одобрительно отзывались о займах западных банков, которые выдавались развивающимся странам. Банкам говорили, что они должны выполнять очень важные посреднические услуги, забирая излишки денежных средств от Организации стран-экспортеров нефти и «снова запуская их в оборот», передавая развивающимся странам. Таким образом ситуация пошла по кругу, так как предполагалось, что банки имеют необходимую информацию и возможности, связанные с выдачей кредитов и отслеживанием их использования, чтобы выдавать массовые кредиты Латинской Америке и другим странам, собирая значительный урожай за свои усилия.

Период развития экономик в 70-х, как и много раз до этого, закончился слезами.

Круто растущие реальные проценты по займам в сочетании с коллапсом глобальных цен на сырье послужили катализатором дефолта в Мексике в августе 1983 года, а вскоре и дюжины других дефолтов на крупных развивающихся рынках, включая Аргентину, Бразилию, Нигерию, Филиппины, а также Турцию. Когда богатые страны перешли к периоду управляемой инфляции в первой половине 80-х годов, растущие учетные ставки центральных банков привели к сильному повышению затрат на обслуживание кредитов для развивающихся стран, которые обычно индексировались на краткосрочной основе (почему это произошло, мы рассмотрим в главе по теории суверенного долга). С коллапсом глобального спроса цены на сырье также резко понизились, упав в некоторых случаях на 70 и более процентов по сравнению с их пиковыми значениями.

3. Кризис по долговым обязательствам в Азии в 90-х годах

Почему на этот раз все должно быть иначе?

Так рассуждали в то время: Регион ведет консервативную фискальную политику, стабильные курсы валют, высокие уровни роста экономики и сбережений, практическое отсутствие кризисов в истории

1. РАЗНОВИДНОСТИ КРИЗИСОВ И ИХ ДАТЫ

Азия была «любимым ребенком» для иностранного капитала в середине 90-х годов. По региону:

1. Домашние хозяйства имели чрезвычайно высокий уровень сбережений, на которые правительства могли опираться в случае финансового стресса.
2. Правительства имели сравнительно сильные финансовые позиции, так что большинство заимствований были частными.
3. Валюты имели квазипривязку к доллару, что делало инвестиции безопасными.
4. Считалось, что азиатские страны просто не могут оказаться в финансовом кризисе.

Увы, даже быстро растущая страна с твердой финансовой политикой не имеет иммунитета к шоку. Одной из наиболее слабых сторон в той ситуации была привязка обменного курса к доллару, что было скорее имплицитным, нежели эксплицитным¹¹. Эти привязки сделали регион чрезвычайно уязвимым в плане кризисов доверия, и начиная с лета 1997 года как раз эти кризисы и стали происходить. Правительства, такие как правительство Таиланда, в конце концов понесли огромные потери на интервенциях в иностранной валюте, когда их обреченные на неудачу усилия по поддержанию национальной валюты потерпели крах¹². Корея, Индонезия и Таиланд среди других стран были вынуждены обращаться в Международный валютный фонд за гигантскими финансовыми вливаниями, но этого оказалось недостаточно, чтобы остановить глубокую рецессию и безумную девальвацию валют.