

КАРМЕН РАЙНГАРТ
КЕННЕТ РОГОФФ

ЦИКЛІЧНА ІСТОРІЯ ФІНАНСОВИХ КРИЗ

*Переклала з англійської
Олена Кальнова*

«НАШ ФОРМАТ» · Київ · 2019

Купити книгу на сайті kniga.biz.ua >>>

ЗМІСТ

Перелік таблиць	9
Перелік малюнків	13
Перелік блоків	18
Передмова	19
Подяки	31
Преамбула: деякі інтуїтивні висновки щодо фінансової крихкості й мінливої природи довіри	32

Частина перша

ФІНАНСОВІ КРИЗИ: ПРАКТИЧНЕ КЕРІВНИЦТВО

Розділ 1. Різновиди криз та їхні дати	45
Розділ 2. Нетерпимість до боргу: генезис серійного дефолту	66
Розділ 3. Глобальна база даних фінансових криз із точки зору їх довгострокової позиції	82

Частина друга

КРИЗИ ДЕРЖАВНОГО ЗОВНІШНЬОГО БОРГУ

Розділ 4. Відступ від теоретичних основ боргових криз	99
Розділ 5. Цикли державного дефолту за зовнішнім боргом	119
Розділ 6. Дефолт за зовнішнім боргом крізь призму історії	140

Частина третя

ЗАБУТА ІСТОРІЯ ВНУТРІШНЬОГО БОРГУ І ДЕФОЛТУ

Розділ 7. Стилізовані факти про внутрішній борг і дефолт	161
Розділ 8. Внутрішній борг: відсутня ланка, яка пояснює причини зовнішнього боргу і високої інфляції	180
Розділ 9. Внутрішній і зовнішній борг: що гірше? що важливіше?	190

Частина четверта
БАНКІВСЬКІ КРИЗИ, ІНФЛЯЦІЯ І ОБВАЛ ВАЛЮТИ

Розділ 10. Банківські кризи	205
Розділ 11. Дефолт унаслідок девальвації: улюблений спосіб Старого світу	243
Розділ 12. Інфляція і крахи сучасних валют	251

Частина п'ята
**СУБСТАНДАРТНИЙ ОБВАЛ У США
І ДРУГА ВЕЛИКА РЕЦЕСІЯ**

Розділ 13. Субстандартна криза в США: міжнародний і ретроспективний дискурс	277
Розділ 14. Наслідки фінансових криз	299
Розділ 15. Міжнародні виміри субстандартної кризи: результати «епідемії» чи загальні фундаментальні фактори?	318
Розділ 16. Зведені показники для оцінки фінансового потрясіння	327

Частина шоста
ПРО ЩО МИ ДІЗНАЛИСЯ?

Розділ 17. Роздуми стосовно раннього запобігання кризам, «дорослішання», політики реагування і слабкості людської натури	359
--	-----

ІНФОРМАЦІЙНІ ДОДАТКИ

Додаток А1. Макроекономічні часові ряди	379
Додаток А2. Державний борг	411
Додаток А3. Дати банківських криз	432
Додаток А4. Ретроспективний огляд банківських криз	439
 Примітки	 501
Бібліографія	520

ПЕРЕДМОВА

У цій книжці описано історію фінансових криз у їх кількісному вираженні й різноманітних проявах. Наша головна думка проста: з нами все це вже відбувалося. Незалежно від того, наскільки своєрідним кожного разу здається останнє фінансове божевілля чи криза, завжди існує щось таке вражаюче, подібне до того, що відбувалося в минулому інших країн чи в історії минулих криз. Визнавши ці аналогії і прецеденти, ми зробимо важливий крок до вдосконалення нашої глобальної фінансової системи, а це допоможе не лише знизити ризик зародження майбутніх криз, а й сприятиме ефективному подоланню катастроф, якщо вони трапляться.

Якщо й існує щось спільне у великому розмаїтті криз, які ми розглядаємо в цій книжці, то це акумуляція надмірного боргу, незалежно від того, чий це борг — уряду, банків, корпорацій чи споживачів, що часто призводить до більш системних ризиків, ніж це здається під час економічного буму. Вливання грошових засобів дає змогу уряду виглядати так, начебто він забезпечив своїй економіці велике зростання, ніж це є насправді. Надмірне кредитування приватного сектору може призвести до роздування цін на нерухомість і курсу акцій у значно вищих розмірах, аніж це могло би бути у довгостроковій перспективі. Відтак банки вигля-

датимуть стабільнішими і прибутковішими, ніж вони є насправді. Такі боргові зобов'язання великого масштабу створюють ризики, позаяк роблять економіку вразливою до криз довіри, особливо коли борг короткостроковий і потребує постійного рефінансування. Економічні буми, які підживлюються боргами, нерідко дають фальшиві підстави для політики уряду і здатності фінансових установ створювати підвищений прибуток чи ілюзію підвищення стандартів життя. Більшість таких економічних бумів погано закінчуються. Безперечно, боргові інструменти мають важливе значення для всіх економік, давніх і сучасних, але балансування між ризиком і можливостями боргу завжди проблема, випробування, про яке політики, інвестори і прості громадяни не мають ніколи забувати.

У цій книжці досліджується низка різних типів фінансових криз. Ідеться, зокрема, про суверенні дефолти, які трапляються, коли уряд не може забезпечити платежі за своїми зовнішніми чи внутрішніми борговими зобов'язаннями або за тими й тими одночасно. Окрім того, існують банківські кризи, які світ пережив на початку ХХІ століття. Під час типової серйозної банківської кризи нація усвідомлює, що значна частка її банківського сектору стала неплатоспроможною через втрати інвестицій, банківську паніку, або і те, і те водночас. Інший важливий тип криз — це кризи обмінних курсів, які, як моровиця, вразили Азію, Європу і Латинську Америку наприкінці 1990-х років. Під час типової кризи обмінного курсу цінність національної валюти країни стрімко знижується, навіть всупереч гарантіям уряду, що він за жодних умов не дозволить цьому статися. А ще розглянемо кризи, які характеризуються зростанням інфляції. Зайве казати, що різке зростання інфляції є де-факто еквівалентом повного дефолту, позаяк інфляція дає змогу всім боржникам (включаючи й уряд) сплатити свої борги в валюті, яка має значно меншу купівельну спроможність, ніж під час отримання кредитів. У цій книжці розглянемо кожен з цих криз окремо. Однак часто трапляється, що кілька криз відбуваються одночасно. У розділі 16 нашої книжки розглянемо такі події, як Велика депресія 1930-х років і остання світова фінансова криза, коли на глобальному рівні кілька криз відбувалися одночасно.

ПРЕАМБУЛА: ДЕЯКІ ІНТУЇТИВНІ ВИСНОВКИ ЩОДО ФІНАНСОВОЇ КРИХКОСТІ Й МІНЛИВОЇ ПРИРОДИ ДОВІРИ

У цій книжці підсумовується довга історія фінансових криз, які відбувалися в багатьох країнах, у їх найрізноманітніших проявах. Перш ніж зануритися в глибокі води досвіду, в цьому розділі спробуємо окреслити економічну структуру, яка допоможе читачеві зрозуміти, чому фінансові кризи мають схильність бути настільки непередбачуваними і руйнівними. В міру просування сторінками книжки використовуватимемо інші можливості, щоби провести зацікавленого читача через відповідну академічну літературу, коли це виявиться дуже важливим для нашої розповіді. Запевняємо, що це будуть виключно короткі екскурси, і читачі, не зацікавлені в економічній теорії як в інструменті пізнання, можуть оминати ці відступи.

Варто зазначити, що економічна теорія висуває переконливі докази того, що фінансові ринки, особливо ті, що спираються на використання кредитів (це означає, що в них, порівняно з обсягом активів, які ставляться на карту, незначний капітал), можуть виявитися дуже крихкими і підвладними кризі довіри³. На жаль, теорія пропонує дуже мало рекомендацій стосовно точних часових рамок і тривалості криз, саме тому ми й віддали перевагу концентрації на досвіді. Можливо, більше, ніж будь-що інше, нездатність визнавати ненадійність і крихкість довіри, особливо у випадках,

в яких потрібно постійно прокачувати крупні короткострокові боргові зобов'язання, є ключовим фактором, який викликає синдром під назвою «Цього разу все буде інакше». Може скластися враження, що уряди з великими борговими зобов'язаннями, банки чи корпорації стрімко рухаються вперед під час тривалого проміжку часу, коли *ба-бах!* — і довіра зникає, кредитори розчиняються, і криза завдає свого удару.

Простий і знайомий приклад — це діяльність банків (більш детально розглянемо у розділі, присвяченому банківським кризам). У нас є два способи ведення нашої розповіді. По-перше, це напрям, у якому розвивається академічна література. По-друге, більша частина із зібраних нами ретроспективних даних стосується кредитів банків і урядів. (Інші великі і гнучкі учасники кредитних ринків відносно нові у світі фінансів). Проте наші приклади досить чітко ілюструють широкий феномен фінансової нестабільності. Більшість із тих самих загальних принципів застосовується до гравців ринку, незалежно від того, чи є вони підприємствами, які спонсоруються урядом, інвестиційними банками чи взаємними фондами грошових ринків.

Банки традиційно беруть кошти в борг на короткий проміжок часу. Тобто вони отримують кредит у формі депозитів, які повинні бути виплачені з повідомленням у відносно короткі проміжки часу. Але кредити, які вони дають, мають переважно довший термін погашення, і їх досить важко конвертувати в готівку з повідомленням у короткі строки. Наприклад, банк, який фінансує розширення місцевої господарської крамниці, може бути досить упевненим у виплаті боргу в довгостроковій перспективі, позаяк крамниця має можливість розширювати свій бізнес і доходи. Однак на ранній стадії розширення бізнесу банкові буде важко вимагати виплати свого кредиту. У власника крамниці просто недостатньо доходу, особливо якщо банк просить виплатити як основну суму, так і проценти за кредитом.

Банк зі здоровою базою депозитів і великим портфелем неліквідних кредитів може мати чудові шанси повернення кредитів у довгостроковій перспективі. Проте якщо за будь-якої причини у всіх вкладників виникне бажання відразу вилучити всі свої фон-

РІЗНОВИДИ КРИЗ ТА ЇХНІ ДАТИ

Оскільки в основі цієї книжки лежить кількісний і ретроспективний аналіз криз, важливо почати із точного визначення того, чим є фінансові кризи, а також з опису, де це можливо, кількісних методів, за допомогою яких зможемо датувати їхній початок і кінець. У цьому розділі, а також у двох наступних, пропонуються основні поняття, визначення, методологія і підхід до збору інформації та її аналізу. Саме на них спирається наше вивчення ретроспективного міжнародного досвіду, що, своєю чергою, характеризує майже будь-який вид економічних криз — незалежно від того, чи це криза, пов'язана з дефолтом за суверенним боргом, чи вона стосується банківської сфери, інфляції, чи є кризою обмінного курсу.

Формулювання точних визначень кризи в першому розділі книжки, а не просте включення їх у глосарій термінів, може видатися трохи нудним. Але для того, аби читач міг правильно інтерпретувати широкий діапазон ретроспективних даних і таблиць, поданих далі, важливо розуміти, що мається на увазі під терміном «криза». «Кордони», які ми пропонуємо, загалом відповідають наведеним в емпіричній літературі з економіки і сегментовані відповідно до видів криз (наприклад, суверенний борг, обмінний курс). Ми намагаємося виділити будь-які випадки, коли результа-

ти є чутливими до незначних змін у «кордонах» або коли потрібно дати роз'яснення неадекватності даних. Цей розділ допомагає більш детально ознайомитися з різноманітними кризами, наведеними у цій книжці.

Читач повинен звернути увагу, що маркери криз, які аналізуються у цьому розділі, стосуються виміру криз окремих країн. Згодом обговоримо кілька способів розгляду міжнародного аспекту криз, їх інтенсивності та поширення, кульмінацією чого стане визначення глобальної кризи у розділі 16. Окрім того, розглядаючи окремо кожну країну, різні види криз можна об'єднати у такий спосіб, щоби розглядати окремо по одному її різновиду (наприклад, криза обмінного курсу, криза інфляції чи криза у сфері банківської діяльності). Як наголошено, особливо у розділі 16, різні види криз можна об'єднати в категорії, що робить можливим системне визначення криз. Але з низки причин ми обрали найпростіше і найбільш прозоре окреслення кризових епізодів, особливо тому, що в іншому випадку було б досить важко провести широке порівняння кризових епізодів по країнах і в часі. Ці визначення криз базуються на наявній емпіричній літературі із зазначенням відповідних посилань.

Почнемо з обговорення видів криз, які легко піддаються кількісним визначенням, а далі перейдемо до криз, для опису яких треба спиратися на якісний і суб'єктивний аналіз. Підсумковий розділ визначає такі поняття, як *серійний дефолт* і *синдром «цього разу все буде інакше»*, — їх не раз побачите на сторінках книжки.

Кризи, які визначаються кількісними порогами: інфляційні кризи, обвал валюти та їхня девальвація

Інфляційні кризи

Почнімо з визначення інфляційних криз, позаяк вони характеризуються як універсальністю і тяглим історичним значенням, так і відносною простотою та ясністю у визначенні. Позаяк у своїй роботі ми зацікавлені в каталогізуванні ступеня дефолту (відповідно до рівня боргу), а не просто в фіксуванні його частоти, тому

НЕТЕРПИМІСТЬ ДО БОРГУ: ГЕНЕЗИС СЕРІЙНОГО ДЕФОЛТУ

Нетерпимість до боргу — своєрідний синдром, за якого слабкі інституційні структури і проблемні політичні системи використовують зовнішні позички як спокусливий інструмент для урядів, аби уникнути прийняття важких рішень щодо витрат і оподаткування.

У цьому розділі викладено статистичний аналіз серійного дефолту з позиції нездатності деяких країн чинити опір рецидивам дефолтів за боргами, які трапляються знову й знову. Читач, який не має бажання занурюватися в обговорення технічних тонкощів, наведених у незначному обсязі в наступних двох розділах, може спокійно пропустити цей і наступний розділи і перейти відразу до розділу, присвяченого зовнішньому боргові, без будь-якої втрати послідовності викладу.

Боргова нетерпимість визначається як ситуація надзвичайного обмеження, яке переживають багато країн, що розвиваються, у питаннях рівнів зовнішнього боргу, який, своєю чергою, виглядає таким, що піддається управлінню згідно зі стандартами розвинутих країн. Обмеження зазвичай включає порочне коло втрати довіри ринку, спіральний рух у підвищенні процентних ставок за зовнішнім державним боргом і політичний опір у розрахунках з іноземними кредиторами. Врешті-решт, дефолт трапляється,

коли співвідношення боргу до внутрішнього валового продукту становить значно менше 60 %, що закріплено в Маастрихтському договорі про Європейський Союз у параграфі, покликаному стояти на захисті системи євро від державних дефолтів. Виявляється, що безпечні боргові пороги значною мірою залежать від історії дефолту і показників інфляції конкретної країни²².

Боргові пороги

Цей розділ — перший крок до розуміння того, чому країна може бути вразливою до серійних дефолтів, а далі поговоримо про те, як за допомогою кількісних інструментів виміряти вразливість до маргінальних підвищень рівнів боргу, або «боргової нетерпимості».

Навряд чи багато спеціалістів у сфері макроекономіки здивуються, коли дізнаються, що країни, які розвиваються, із загальним співвідношенням державного боргу до внутрішнього валового продукту вище, скажімо, 100 % мають значний ризик дефолту. Навіть серед розвинених країн він може бути досить високим. Наприклад, в Японії співвідношення боргу до валового національного продукту становить понад 170 % (залежно від того, яке визначення боргу використовується), що вважається проблематичним (адже Японія володіє масивними іноземними обмінними резервами, але навіть її чистий рівень боргу в 94 % від валового національного продукту (ВНП) все ще є досить високим)²³. Однак дефолт у країнах з економікою, що розвивається, може відбуватися і відбувається при набагато нижчому співвідношенні зовнішнього боргу до ВНП, ніж ці показники. І це добре демонструють відомі випадки дефолтів за зовнішнім боргом (наприклад, Мексика в 1982-му при співвідношенні боргу до ВНП на рівні 47 %, Аргентина в 2001-му при співвідношенні боргу до ВНП трохи більшому від 50 %).

Наше дослідження порогових значень боргу для країн з економікою, що розвивається, починається з хронології всіх епізодів дефолту чи реструктуризації зовнішнього боргу, що спостерігалося в країнах із середнім доходом упродовж 1970–2008 років. Для

ГЛОБАЛЬНА БАЗА ДАНИХ ФІНАНСОВИХ КРИЗ ІЗ ТОЧКИ ЗОРУ ЇХ ДОВГОСТРОКОВОЇ ПОЗИЦІЇ

Складається враження, що, маючи у розпорядженні 250 епізодів суверенного дефолту за зовнішнім боргом, які відбулися у 1800–2009 роках, і щонайменше 68 епізодів дефолту за державним внутрішнім боргом, буде достатньо просто визначити повні часові ряди державного боргу. Але, на жаль, це не так, зовсім не так. Державний борг — один із загадкових феноменів для економічних часових рядів.

Позаяк ми вже дали визначення кризам і провели первинний аналіз вразливості до серійних дефолтів, тепер переходимо до суті нашої книжки. У цьому розділі пропонується загальний опис широкої бази даних, а також розповідається про головні джерела інформації, її сильні сторони та обмеження. Більш детальну інформацію стосовно численних джерел, які ми використовували, аналізуючи часові ряди по окремих країнах і певному проміжку часу, надано в додатках А1 і А2. Ця інформація присвячена відповідно макроекономічним часовим рядам і державному боргу (разом вона формує основу нашого аналізу).

Цей розділ побудовано так. У першій частині йдеться про створення групи часових рядів, інформацію про які зібрано з різних великих і, як правило, добре відомих джерел. Для цих часових рядів надано інформацію про ціни, сучасні курси обміну валют

(і більш ранні періоди, коли використовувалися металеві гроші, реальні показники внутрішнього валового продукту (ВВП) і експорту). Для не дуже віддалених часових періодів інформацію отримано переважно зі стандартних широкомасштабних баз даних. Для аналізу більш ранніх часових періодів ми користувалися матеріалами досліджень окремих науковців чи груп науковців³⁷. Далі ми описуємо більш неоднорідну інформацію як щодо джерел, так і щодо методів її отримання. Йдеться про державні фінанси, а також про зусилля, спрямовані на створення національних рахунків, насамперед номінальний і реальний ВВП, особливо до 1900 року. Останні дві частини розділу присвячено описові технічних деталей створення бази даних державного боргу і його характеристикам за країнами впродовж століття, а також різноманітним проявам і вимірам економічних криз. Тут розглядаються дефолти за внутрішнім і зовнішнім боргом, інфляція і банківські кризи, обвал валют і девальвація. Створення бази даних державного внутрішнього і зовнішнього боргу, скоріш за все, більше схоже на роботу археолога, ніж на роботу економіста. У вибірці епізодів кризи ми керувалися як механічними емпіричними методами у визначенні дат криз, так і суворих суджень, інтерпретуючи історичні події згідно з нормами викладу інформації у фінансовій пресі і дослідженнях, на які посилаємося і які охоплюють понад 300 років.

Ціни, курси валют, девальвація і реальний ВВП

Ціни

Наша амбітна мета стосовно цього аналізу полягає в задокументуванні випадків і розмаху різних форм експропріації чи дефолту в історичному контексті. Проте такий аналіз не буде повним без розгляду експропріації через інфляцію. Після виникнення і розвитку паперових грошей інфляція стала сучасною версією девальвації валюти, систематичної деградації металевих грошей, що було улюбленим методом монархів захоплення ресурсів до настання епохи друкарського грошового станка. Для виміру інфляції

ВІДСТУП ВІД ТЕОРЕТИЧНИХ ОСНОВ БОРГОВИХ КРИЗ

У цій книжці ми в хронологічному порядку подаємо сотні епізодів, коли суверенні нації оголошували дефолт за своїми кредитними зобов'язаннями перед зовнішніми кредиторами. Ці «боргові кризи» варіюються від дефолтів середини XIV століття за кредитами, виданими флорентійськими фінансистами королю Англії Едуарду III, до масивних кредитів, узятих країнами Латинської Америки (переважно) у нью-йоркських банкірів у 1970-х роках. Чому здається, що країнам часто не вистачає грошей? І чи насправді це так?

Колишньому голові Citibank (1967–1984) Волтерові Рістону належить відомий вислів: «Країни не бувають банкрутами». Тепер коментар Рістона звучить комічно, оскільки був зроблений перед початком великої хвилі суверенних дефолтів у 1980-х роках. Урешті-решт, саме він очолював великий банк, який давав величезні інвестиції країнам Латинської Америки. Проте до певної міри очільник Citibank мав рацію. Країни не банкрутують так, як це трапляється з фірмами чи компаніями. По-перше, країни зазвичай не виходять із бізнесу. По-друге, дефолт у країні є здебільшого результатом комплексних розрахунків витрат, які включають політичні й соціальні аспекти, а не лише економічні та фінансові.

Значна частина дефолтів траплялися задовго до того, як країна у буквальному сенсі вичерпала свої ресурси. У більшості випадків, переживши чималі болі та страждання, рішучо налаштована країна-боржник зазвичай може виплатити свої зобов'язання перед іноземними кредиторами. Питання, яке постає перед більшістю лідерів, — де провести межу. І рішення це не завжди є цілком раціональним. Румунський диктатор Ніколае Чаушеску своїм особливим рішенням наполягав на виплаті боргових зобов'язань упродовж кількох років у сумі 9 млрд доларів США, які заборгувала його збідніла країна іноземним банкам протягом боргової кризи 1980-х років. Румуни змушені були переживати холодні зими з поганим опаленням або й зовсім без нього, а фабрики — скорочувати цикл виробництва через обмежену подачу електроенергії.

Небагато сучасних лідерів погодилися б із пріоритетами Чаушеску. Дії румунського диктатора особливо спантеличують, якщо врахувати, що країна, очевидно, могла б провести перемовини і реструктурувати своє боргове навантаження, адже саме це і зробила більшість інших країн, що розвиваються, під час кризи 1980-х. Більше того, згідно з чинною конвенцією країна-боржник не повинна віддавати свої унікальні національні скарби для виплати боргів. Упродовж фінансової кризи в Росії 1998 року ніхто ні на хвилину не припускався думки, що Москва може розлучитися з витворами мистецтва з Ермітажу, щоб просто задовольнити західних кредиторів⁶³.

Той факт, що кредитори залежать від бажання суверенної нації виплачувати свій борг, а не від її здатності до виплати боргу, означає, що суверенне банкрутство має зовсім іншу сутність, аніж банкрутство корпорації. Якщо говорити про банкрутство корпорації чи індивідуальне банкрутство, кредитори мають чітко окреслені права, які зазвичай дають їм право отримати багато активів боржника і накласти арешт на частку його майбутнього доходу. У разі державного банкрутства кредитори на папері можуть вдаватися до тих самих дій, але на практиці їхня реалізація досить обмежена.

У цьому розділі викладено аналітичну структуру, яка допоможе глибше зрозуміти основи міжнародних боргових ринків. Наша