

СЪДЪРЖАНИЕ

ПРЕДГОВОР.....	11
БЛАГОДАРНОСТИ	23
ВСТЪПЛЕНИЕ: Някои начални разсъждения върху финансовата нестабилност и крехката природа на доверието	25

ЧАСТ I

ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ: ОЧЕРТАВАНЕ НА КАРТАТА

33

- 1 -

РАЗНОВИДНОСТИ И ДАТИРАНЕ НА КРИЗИТЕ	35
КОЛИЧЕСТВЕНИ ПРАГОВЕ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА КРИЗИТЕ: ИНФЛАЦИЯ, ВАЛУТНИ СРИВОВЕ И ДЕВАЛВАЦИЯ	36
КРИЗИ, ОПРЕДЕЛЯНИ ОТ СЪБИТИЯ: БАНКОВИ КРИЗИ И НЕИЗПЪЛНЕНИЯ ПО ВЪНШЕН И ВЪТРЕШЕН ДЪЛГ	40
ДРУГИ КЛЮЧОВИ ПОНЯТИЯ	47

- 2 -

НЕПОНОСИМОСТ КЪМ ДЪЛГ: ГЕНЕЗИСЪТ НА СЕРИЙНИТЕ НЕИЗПЪЛНЕНИЯ	53
ДЪЛГОВИ ПРАГОВЕ	54
ИЗМЕРВАНЕ НА НАДЕЖНОСТТА	59
КЛУБОВЕ И ЗОНИ НА УЯЗВИМОСТ	60
РАЗСЪЖДЕНИЯ ВЪРХУ НЕПОНОСИМОСТТА КЪМ ДЪЛГ	63

- 3 -

ГЛОБАЛНА БАЗА ДАННИ НА ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ В ДЪЛГОСРОЧНА ПЕРСПЕКТИВА	68
ЦЕНИ, ОБМЕННИ КУРСОВЕ, ОБЕЗЦЕНКА НА ВАЛУТИТЕ И РЕАЛЕН БВП	69

ДЪРЖАВНИ ФИНАНСИ И НАЦИОНАЛНИ СМЕТКИ.....	73
ПУБЛИЧНИЯТ ДЪЛГ И НЕГОВИТЕ ЕЛЕМЕНТИ.....	74
ГЛОБАЛНИ ПРОМЕНЛИВИ.....	77
ПОКРИТИЕ ПО ДЪРЖАВИ.....	78

ЧАСТ II

КРИЗИ ПО ВЪНШНИЯ СУВЕРЕНЕН ДЪЛГ

83

- 4 -

РАЗСЪЖДЕНИЕ ВЪРХУ ТЕОРЕТИЧНИТЕ ОСНОВИ НА ДЪЛГОВИТЕ КРИЗИ.....	85
ДЪРЖАВНО КРЕДИТИРАНЕ.....	88
ЛИКВИДНОСТ И ПЛАТЕЖОСПОСОБНОСТ.....	94
ЧАСТИЧНО НЕИЗПЪЛНЕНИЕ И ПРЕСТРУКТУРИРАНЕ.....	96
„ОМРАЗЕН“ ДЪЛГ.....	98
ВЪТРЕШЕН ПУБЛИЧЕН ДЪЛГ.....	99
ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	102

- 5 -

ЦИКЛИ НА НЕИЗПЪЛНЕНИЯТА ПО ВЪНШНИЯ СУВЕРЕНЕН ДЪЛГ.....	104
ПОВТАРЯЩИ СЕ МОДЕЛИ.....	104
СУВЕРЕННИ НЕИЗПЪЛНЕНИЯ И БАНКОВИ КРИЗИ.....	109
СУВЕРЕННИ НЕИЗПЪЛНЕНИЯ И ИНФЛАЦИЯ.....	111
ГЛОБАЛНИ ФАКТОРИ И ЦИКЛИ НА НЕИЗПЪЛНЕНИЯТА ПО ВЪНШЕН ДЪЛГ.....	113
ПРОДЪЛЖИТЕЛНОСТ НА ЕПИЗОДИТЕ НА НЕИЗПЪЛНЕНИЕ.....	117

- 6 -

НЕИЗПЪЛНЕНИЯТА ПО ВЪНШНИЯ ДЪЛГ ПРЕЗ ИСТОРИЯТА.....	122
РАННА ИСТОРИЯ НА СЕРИЙНИТЕ НЕИЗПЪЛНЕНИЯ: ЗАРАЖДАЩАТА СЕ ЕВРОПА, 1300–1799 Г.	122
ПРИТОЦИ НА КАПИТАЛ И ДЪЛГОВИ КРИЗИ: ЕДНА ИСТОРИЯ ОТ „СТАРИЯ СВЯТ“.....	125
НЕИЗПЪЛНЕНИЯ ПО СУВЕРЕНЕН ВЪНШЕН ДЪЛГ СЛЕД 1800 Г.: ГЛОБАЛНА КАРТИНА.....	125

ЧАСТ III
ЗАБРАВЕНАТА ИСТОРИЯ НА ВЪТРЕШНИЯ ДЪЛГ
И НЕИЗПЪЛНЕНИЯТА ПО НЕГО

141

- 7 -

СТИЛИЗИРАНИТЕ ФАКТИ ЗА ВЪТРЕШНИЯ ДЪЛГ И НЕИЗПЪЛНЕНИЯТА ПО НЕГО	143
ВЪТРЕШЕН И ВЪНШЕН ДЪЛГ	143
МАТУРИТЕТ, ЛИХВИ И ВАЛУТНА СТРУКТУРА	146
ЕПИЗОДИ НА НЕИЗПЪЛНЕНИЕ ПО ВЪТРЕШЕН ДЪЛГ	151
НЯКОИ РАЗСЪЖДЕНИЯ ОТНОСНО ВЪТРЕШНИЯ ДЪЛГ	152

- 8 -

ВЪТРЕШНИЯТ ДЪЛГ: ЛИПСВАЩОТО ЗВЕНО, ОБЯСНЯВАЩО ВЪНШНИТЕ НЕИЗПЪЛНЕНИЯ И ВИСОКАТА ИНФЛАЦИЯ.....	160
РАЗГАДАВАНЕ НА ГЛАВОБЛЪСКАНИЦАТА НА ДЪЛГОВАТА НЕПОНОСИМОСТ	161
ВЪТРЕШНИЯТ ДЪЛГ В НАВЕЧЕРИЕТО НА ВЪНШНИТЕ НЕИЗПЪЛНЕНИЯ И СЛЕД ТЯХ	163
ЛИТЕРАТУРА ВЪРХУ ИНФЛАЦИЯТА И „ИНФЛАЦИОННИЯ ДАНЪК“	166
ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ДАНЪЧНАТА ОСНОВА: ВЪТРЕШЕН ДЪЛГ ИЛИ ПАРИЧНА БАЗА?	167
ПРЕРАЗГЛЕЖДАНЕ НА „ИЗКУШЕНИЕТО НА ИНФЛАЦИЯТА“	168

- 9 -

НЕИЗПЪЛНЕНИЕ ПО ВЪНШЕН И ВЪТРЕШЕН ДЪЛГ: КОЕ Е ПО-ЛОШО? КОЙ ДЪЛГ Е ПО-СТАРШИ?.....	170
РЕАЛЕН БВП ПРИ НАЗРЯВАНЕТО НА ДЪЛГОВИТЕ КРИЗИ И НЕПОСРЕДСТВЕНО СЛЕД ТЯХ.....	171
ИНФЛАЦИЯ ПРИ НАЗРЯВАНЕТО НА ДЪЛГОВИТЕ КРИЗИ И НЕПОСРЕДСТВЕНО СЛЕД ТЯХ.....	172
ЧЕСТОТА НА НЕИЗПЪЛНЕНИЯТА ПРИ АНГАЖИМЕНТИ КЪМ ЧУЖДЕСТРАННИ И МЕСТНИ КРЕДИТОРИ	173
ОБОБЩЕНИЕ И КОМЕНТАР ПО НЯКОИ КОНКРЕТНИ ВЪПРОСИ	177

ЧАСТ IV
Банкови кризи,
ИНФЛАЦИЯ И ВАЛУТНИ СРИВОВЕ

183

- 10 -

Банкови кризи.....	185
ВЪВЕДЕНИЕ КЪМ ТЕОРИЯТА	
НА БАНКОВИТЕ КРИЗИ.....	187
ЗАПЛАХАТА ОТ БАНКОВИ КРИЗИ:	
РАВНА ВЪЗМОЖНОСТ ЗА ВСИЧКИ.....	192
Банкови кризи, мобилност на капиталите	
И ФИНАНСОВА ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ.....	197
Периоди на изобилие на капиталовите потоци,	
КРЕДИТНИ ЦИКЛИ И ЦЕНИ НА АКТИВИТЕ.....	201
Балони на свръхкапацитет	
НА ФИНАНСОВИЯ СЕКТОР?.....	208
Поглед върху фискалното наследство	
НА ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ.....	208
Живот сред разрухата:	
НЯКОИ НАБЛЮДЕНИЯ.....	217

- 11 -

Неизпълнение чрез „олекване“ на монетите:	
ЛЮБИМИЯТ ТРИК НА СТАРИЯ СВЯТ.....	221

- 12 -

Инфлация и съвременни валутни сризове.....	227
Ранна история на инфлационните кризи.....	228
Съвременни инфлационни кризи: регионални сравнения.....	229
Валутни сризове.....	236
Последици от високата инфлация и валутните сризове.....	238
Преодоляване на местната доларизация.....	240

ЧАСТ V
КРАХЪТ НА ВТОРОКАЧЕСТВЕНИТЕ ИПОТЕЧНИ
ИНСТРУМЕНТИ В САЩ И ВТОРАТА ГОЛЯМА КОНТРАКЦИЯ
245

- 13 -

КРИЗАТА С ВТОРОКАЧЕСТВЕНИТЕ ИПОТЕЧНИ ИНСТРУМЕНТИ В САЩ: МЕЖДУНАРОДНО И ИСТОРИЧЕСКО СРАВНЕНИЕ.....	249
ГЛОБАЛЕН ИСТОРИЧЕСКИ ПОГЛЕД ВЪРХУ КРИЗАТА С ВТОРОКАЧЕСТВЕНИТЕ ИПОТЕЧНИ ИНСТРУМЕНТИ И НЕЙНИТЕ ПОСЛЕДСТВИЯ	250
СИНДРОМЪТ „ТОЗИ ПЪТ Е РАЗЛИЧНО“ И НАЗРЯВАНЕТО НА ИПОТЕЧНАТА КРИЗА	254
РИСКОВЕТЕ, ПОРОДЕНИ ОТ ПРОДЪЛЖИТЕЛНОТО КРЕДИТИРАНЕ НА САЩ ОТ ОСТАНАЛИЯ СВЯТ: ДЕБАТЪТ ПРЕДИ КРИЗАТА	255
ЕПИЗОДИ НА СЛЕДВОЕННИ ФИНАНСОВИ КРИЗИ, СВЪРЗАНИ С БАНКОВИТЕ СИСТЕМИ	262
СРАВНЕНИЕ НА ИПОТЕЧНАТА КРИЗА С ПРЕДИШНИ КРИЗИ В РАЗВИТИТЕ ИКОНОМИКИ	263
ОБОВОЩЕНИЕ	268

- 14 -

ПОСЛЕДИЦИТЕ ОТ ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ	270
ПРЕГЛЕД НА ИСТОРИЧЕСКИТЕ ЕПИЗОДИ.....	272
СПАДЪТ СЛЕД КРИЗАТА: ДЪЛБОЧИНА И ПРОДЪЛЖИТЕЛНОСТ	273
ФИСКАЛНОТО НАСЛЕДСТВО НА КРИЗИТЕ	278
СУВЕРЕНЕН РИСК.....	280
СРАВНЕНИЯ С ОПИТА ОТ ПЪРВАТА ГОЛЯМА ДЕПРЕСИЯ ПРЕЗ 30-ТЕ ГОДИНИ НА ХХ ВЕК	281
ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ БЕЛЕЖКИ.....	286

- 15 -

МЕЖДУНАРОДНИТЕ ИЗМЕРЕНИЯ НА ИПОТЕЧНАТА КРИЗА: РЕЗУЛТАТ НА ЗАРАЗЯВАНЕ ИЛИ НА ОБЩИ ПРЕДПОСТАВКИ?	288
КОНЦЕПЦИИ НА ЗАРАЗЯВАНЕТО.....	289
ИЗБРАНИ ЕПИЗОДИ ОТ МИНАЛОТО	290
ОБЩИТЕ ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕДПОСТАВКИ И ВТОРАТА ГОЛЯМА КОНТРАКЦИЯ	290
ЗАДАВАТ ЛИ СЕ ОЩЕ СЛУЧАИ НА БАВНИ РАЗПРОСТРАНЕНИЯ?	294

СЪСТАВНИ ИЗМЕРИТЕЛИ НА ФИНАНСОВИТЕ СЪТРЕСЕНИЯ	296
РАЗРАБОТВАНЕ НА СЪСТАВЕН ИНДЕКС ЗА КРИЗИТЕ: ИНДЕКСА БВДИ	297
ДЕФИНИРАНЕ НА ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСОВА КРИЗА	309
ПРОТОТИП НА ПОСЛЕДОВАТЕЛНОСТТА НА КРИЗИТЕ	320
ОБОБЩЕНИЕ	323

ЧАСТ VI
КАКВО НАУЧИХМЕ?
325

РАЗСЪЖДЕНИЯ ВЪРХУ РАННИТЕ ПРЕДУПРЕЖДЕНИЯ, ИЗРАСТВАНЕТО, ПОЛИТИЧЕСКИТЕ ОТГОВОРИ И СЛАБОСТИТЕ НА ЧОВЕШКАТА ПРИРОДА.....	327
ЗА РАННИТЕ КРИЗИСНИ ПРЕДУПРЕЖДЕНИЯ	329
РОЛЯТА НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ ИНСТИТУЦИИ	332
ИЗРАСТВАНЕТО	333
НЯКОИ НАБЛЮДЕНИЯ ВЪРХУ ПОЛИТИЧЕСКИТЕ ОТГОВОРИ	339
ПОСЛЕДНАТА ВЕРСИЯ НА СИНДРОМА „ТОЗИ ПЪТ Е РАЗЛИЧНО“	341

ПРИЛОЖЕНИЯ
345

ПРИЛОЖЕНИЕ А.1 МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ВРЕМЕВИ СЕРИИ	347
ПРИЛОЖЕНИЕ А.2 ПУБЛИЧЕН ДЪЛГ	379
ПРИЛОЖЕНИЕ А.3 ДАТИ НА БАНКОВИТЕ КРИЗИ	396
ПРИЛОЖЕНИЕ А.4 КРАТКИ ИСТОРИЧЕСКИ ОПИСАНИЯ НА БАНКОВИТЕ КРИЗИ	400
БЕЛЕЖКИ	445

ПРЕДГОВОР

Настоящата книга представлява хронология на финансовите кризи в техните различни проявления. Нашето основно послание е просто: това се е случвало и преди. Независимо колко различна ни се струва поредната финансова истерия или криза, обикновено са налице забележителни прилики с предходни събития от други времена и държави. Разпознаването на тези прецеденти и аналогии е съществена стъпка към подобряване на глобалната ни финансова система както за да ограничим риска от бъдещи кризи, така и за да се справяме по-добре с катастрофите, когато се случат.

Ако има някаква обща поука, която можем да си извадим от широкия диапазон на разглежданите тук кризи, тя е, че прекомерното натрупване на дълг, било то от страна на правителства, банки, корпорации или граждани, често съдържа в себе си по-голям системен риск, отколкото ни се струва по време на кредитния бум. Наливането на държавни средства в икономиките не води чак до такъв разцвет, както ни изглежда. Бурното кредитиране на частния сектор може да надува цените на акциите и на недвижимите имоти много над реалистичните им дългосрочни нива и да прави банките да изглеждат по-стабилни и печеливши, отколкото са всъщност. Подобни мащабни натрупвания на дълг носят в себе си риск, защото правят икономиката податлива на кризи на доверието, особено когато този дълг е краткосрочен и се нуждае от постоянно рефинансиране. Твърде често подхранваната от кредити еуфория води до погрешни представи за правилността на правителствени решения, за способността на финансовите институции да реализират огромни печалби или за стандарта на живот в дадена страна. Повечето периоди на бурно кредитиране свършват зле. Разбира се, кредитните инструменти са неотменима част от всяка икономика, древна или съвременна, но балансирането между потенциала и риска, съдържащи се в тях, винаги

е било предизвикателство – предизвикателство, което политиците, инвеститорите и обикновените граждани не бива да забравят.

В тази книга ще разгледаме различни видове финансови кризи. Някои от тях включват неизпълнение на задължения от страна на държави, неуспели да посрещнат плащанията си по външен, вътрешен дълг или и по двата. Други са от рода на тези, които светът изпита в изобилие в началото на XXI век. При тях обикновено една нация открива, че значителна част от банковия ѝ сектор е станала несъстоятелна вследствие на загуби от инвестиции, финансова паника или и от двете. Друга важна категория кризи са предизвикани от валутните курсове – подобни сътресения поразиха държави от Азия, Европа и Латинска Америка през 90-те години. По своята същност те представляват стремителна обезценка на валутата на дадена страна, обикновено въпреки „гаранциите“ на правителството, че при никакви обстоятелства няма да допусне това да се случи. Следва да споменем също така кризите, предизвикани от периоди на свръхинфлация. Както се разбира от само себе си, неочакваните и резки инфлационни изменения де факто са равностойни на неизпълнение по ангажиментите, тъй като позволяват на всички длъжници (в това число и на правителствата) да погасяват задълженията си с парично средство, което има много по-малка покупателна сила, отколкото е имало в момента на сключване на договорите. В голяма част от книгата ще разгледаме тези кризи поотделно. Но те често се случват и едновременно. В предпоследната глава ще се спрем на ситуации – като Голямата депресия от 30-те години, а също и последната световна финансова криза, – в които кризите възникват вкупом, и то в глобален мащаб.

Разбира се, финансовите кризи не са нещо ново. Те съществуват още от зората на възникването на парите и финансовите пазари. Много от ранните кризи са породени от девалвирането на валутите, което се е случвало, когато държавата или монархът са намалявали съдържанието на злато или сребро в платежните единици, за да компенсират бюджетните затруднения, често пъти предизвикани от войни. Технологичният прогрес отдавна е премахнал необходимостта да се „подрязват“ монетите като средство за борба с дефицита. Но финансовите кризи са оцелели през вековете и продължават да морят икономиките и до ден-днешен.

В следващите глави ще се концентрираме основно върху два типа финансови сътресения, които са особено актуални напоследък – бан-

ковите кризи и кризите с държавен дълг. И двете имат история, която се простира далеч назад във вековете, както и отвъд границите на държави и континенти. Развитите понастоящем държавни икономики в своето минало често са страдали от периоди на неплатежоспособност, които сякаш са „надраснали“ с възрастта. При развиващите се пазари, от друга страна, повтарящите се дългови затруднения остават сериозно хронично заболяване и до днес. За разлика от това банковите кризи продължават да бъдат актуален проблем навсякъде, поразявайки държавите наред, без оглед на бедни и богати. Нашето проучване ще ни отведе на пътешествие, тръгващо от масовото оттегляне на вложители и фалитите на банки по време на Наполеоновите войни и стигащо до световната финансова криза, стартирала от балона с нискокачествените ипотечни инструменти в САЩ през 2007 г.

Целта ни е да подходим всеобхватно, систематично и количествено: емпиричният ни анализ обхваща шестдесет и четири държави и период от почти осем века. За историята на международните финансови кризи са написани много стойностни книги¹, най-известната от които вероятно е „Мании, паники и катастрофи“² на Чарлз Кинделбергер от 1989 г. Като цяло обаче за тези по-ранни трудове е присъщ един разказвателен подход, подкрепен с относително малко факти.

Тук за разлика от тях сме се опитали да изградим анализа около огромен масив от данни, обхващащ целия свят и стигащ назад във времето чак до Китай от XII век и до ранното Европейско средновековие. „Сърцевината“ на книгата се съдържа не в разкази и описания на личности, политики и събития, а в прости (в по-голямата си част) таблици и цифри, чрез които тези данни са представени. Надяваме се, че нашата количествена и визуална история на финансовите кризи ще бъде не по-малко убедителна от предходните описателни повествования, както и че ще може да разгърне нови хоризонти за изследвания и анализи по темата.

Най-вече чрез проучването на продължителни исторически периоди сме имали за цел да открием онези „редки“ събития, които често пъти се забравят, макар и при по-внимателно вглеждане да се оказва, че те са много по-сходни и често срещани, отколкото понякога си мислим. Действително аналитиците, политическите дейци и дори научните икономисти имат зловещата склонност да разглеждат скорошните събития през призмата на стандартните набори от данни, обикновено покриващи тесен географски или времеви диапазон. Голяма част

от академичната и практическата литература, посветена на дълговите кризи, черпи своите сведения от източници от 1980 г. насам, не на последно място и заради това, че тези източници са по-леснодостъпни. Основният недостатък на подобен подход се крие във факта, че финансовите кризи имат много по-дълги цикли и че данните, обхващащи един 25-годишен период, просто не могат да дадат адекватна перспектива за рисковете, съдържащи се в различните политики и инвестиционни модели. Дадено събитие може да е било уникално в този промеждутък, но съвсем да не е чак толкова рядко срещано, ако се постави в по-дълъг исторически контекст. В крайна сметка шансът на изследователя, разглеждащ един 25-годишен отрязък, да съзре бедствие, което се случва „веднъж на сто години“, е само едно към четири. За да може дори да мисли за подобен анализ, той трябва да събере данни от няколко века. Разбира се, точно това е и нашата цел.

В допълнение стандартните набори от информация страдат и от още няколко сериозни недостатъка, особено що се отнася до правилното отразяване на различните видове държавен дълг. Както ще видим по-нататък, историческите данни за вътрешните задължения на правителствата са забележително трудни за намиране, тъй като повечето държави нерядко са също толкова непрозрачни в това отношение, колкото и съвременните банки със своите задбалансови ангажименти и прочие счетоводни еквилибристики.

Основите на нашите анализи се градят върху нова, обширна база от данни, насочена към изучаване на международните дългови и банкови кризи, инфлационните процеси и валутните сривове и обезценки. Сведенията са събирани от държави от Африка, Азия, Европа, Латинска Америка, Северна Америка и Океания (общо шестдесет и четири на брой, както бе споменато по-горе, плюс избрана статистика от някои други страни). Диапазонът на показателите включва външен и вътрешен дълг, платежен и търговски баланс, инфлация, обменни курсове, лихвени нива, борсови показатели, както и много други. Периодът на проучване се простира повече от осемстотин години назад, до датата на независимостта на повечето страни, както и далеч в колониалното минало на някои от тях. Естествено, даваме си сметка, че предоставените от нас изводи и констатации докосват само повърхността на онова, което данни от подобен мащаб потенциално биха могли да разкрият.

За щастие задълбоченото вникване в детайлите не е от ключово значение за разбиране на основното послание на тази книга: а именно,

че това се е случвало и преди. Инструментите на финансовите печалби и загуби са се променяли с течение на времето, също както и обликът на институциите, които са се разраствали неудържимо само за да се провалят след това с гръм и трясък. Но финансовите кризи неизменно са следвали своя ритъм на пикове и спадове през вековете. Държавите, обществените и икономическите структури са еволюирали, но не и човешката природа. Както ще обсъдим в последните глави на книгата, финансовата криза от началото на XXI век, която тръгна от Съединените щати и постепенно обхвана целия свят – и която вече добива известност като Втората голяма контракция, – е само последната проява на този модел.

Тази най-скорошна криза се разглежда в последните четири глави преди заключението, в което ще направим цялостен обзор на наученото. Както читателят ще забележи, материалът в глави от 13-а до 16-а е относително разграничен и тематично самостоятелен. (Всъщност онези от вас, които се интересуват най-вече от историческите поуки на последните икономически събития, биха могли да започнат четенето първо оттам.) Ние илюстрираме как с приближаване на кризата с нискокачествените ипотечни инструменти в Съединените щати се появяват обичайните индикатори като увеличаване на цените на активите, нарастваща задлъжнялост, голям и устойчив дефицит по платежния баланс, както и низходяща крива на икономическия ръст. Практически налице са всички предвестници на финансов колапс – и то на сериозен такъв. Един подобен поглед върху навлизането в кризата действа отрезвяващо, а както сме показали, пътят за излизане от нея също може да бъде не по-малко рискован. Последствията от катаклизмите в банковите системи включват продължително и ясно изразено свиване на икономическата активност и подлагат на значително изпитание държавните ресурси.

В първата част на книгата се дават ясни дефиниции на концепциите, определящи кризите, и се обсъждат данните, залегнали в основата на нашето проучване. При неговото съставяне сме надграждали сведенията, акумулирани от по-ранни изследвания, но също така сме включили и значителен обем нова информация, придобита от разнообразни първични и вторични източници. В приложенията в края на книгата ще намерите систематизирани и хронологично подредени кризите в отделните държави; както външни – валутни и дългови, така и вътрешни – инфлационни и банкови. Датирването на неизпълненията по вътрешния

дълг на правителствата (най-вече в местна валута) е една от по-новите особености, към които сме насочили своето внимание.

В последващите части ще използваме тези концепции, прилагайки ги в анализа на глобален набор от информация. Част II е посветена на държавните дългове и привежда стотици примери за неизпълнение на ангажименти на суверенни нации към техни външни кредитори. Тези „дългови кризи“ се простират от кредитите, отпускани от флорентинските лихвари на английския крал Едуард III, през финансирането на испанската Хабсбургска династия от немските търговски банкери до огромните суми, отпускани най-вече от нюйоркски банки на Латинска Америка през 70-те. Макар да сме съгласни, че в наше време неизпълненията по държавни дългове – за разлика от банковите кризи – са присъщи най-вече на развиващите се икономики, в същото време дължим да подчертаем, че почти всяка съвременна развита държава в епохата на своето съзряване е допускала същите грехове. Процесите на икономическо, финансово, социално и политическо изграждане могат да отнемат столетия.

Всъщност, както ще покажем в глава 6, в ранните години на националната си идентичност Франция е нарушила своите задължения към външни кредитори не по-малко от осем пъти! Испания е сторила същото само шест пъти до 1800 г., но затова пък през XIX век се е провалила в ангажиментите си в още цели седем случая, изпреварвайки своята съседка с общ резултат от 13. Това иде да ни покаже, че по времето, когато собствените им пазарни икономики са били в зародиш, днешните европейски велики сили са изпитвали същите затруднения в обслужването на дълговете си, както и някои от днешните развиващи се страни.

Гърция постоянно се е намирала в неизпълнение, като се започне от 1800 г., чак до следвоенните години на XX век, а „досието“ на Австрия в някои отношения е още по-фрапиращо. Макар преди 1800 г. развитието на международните капиталови пазари да е било твърде ограничено, все пак можем да изброим доста пропуски на Франция, Португалия, Прусия, Испания, както и на ранните италиански градодедржави. По периферията на Европа, Египет, Русия и Турция също имат история на хронични просрочия.

Един от занимателните въпроси, повдигнати в нашата книга, е защо сравнително малка група държави, сред които Австралия, Нова Зеландия, Канада, Дания, Тайланд и Съединените щати, винаги досега

са успявали да спазват ангажиментите на централните си правителства към външни кредитори, докато същото не може да се каже за голяма част от останалите страни по света.

До момента азиатските и африканските финансови кризи са проучвани много по-оскъдно от тези в Европа и Латинска Америка. Всъщност ширещото се убеждение, че съвременните проблеми с държавните дългове са феномен, касаещ само Латинска Америка и някои от победните европейски страни, е до голяма степен рожба на недостатъчните сведения за останалите региони. Както сами ще се убедим, в предкомунистическия си период Китай многократно е имал необслужвани външни дългове, също както и Индия и Индонезия през 60-те години, още дълго преди да настъпи латиноамериканската серия от провали. Постколониална Африка също бележи влошаване на плащанията по своите задължения, и то в мащаби, които са на път да затъмнят тези на всеки друг развиващ се регион до момента. Като цяло систематичното количествено проучване на обслужването на външните дългове на азиатските и африканските държави от получаването на независимостта им насам развенчава мита, че те са успели за избегнат плитчините на суверенната дългова криза.

Универсалността на проблемите с външния дълг става очевидна в част II, където на базата на събраната информация ние започваме със замах да рисуваме тяхната история, служейки си за целта с таблици и цифри. Един елемент от анализа, който неизбежно се набива на очи, е датиращото сравнително отскоро (2003–2008 г.) дълбоко мълчание, с което правителствата обгръщат обслужването на взаимните си задължения и което поражда доста въпросителни.

Особено пренебрегвана от съвременните учени и политици (дори и от официални източници на информация като Международния валутен фонд) е историята на вътрешния дълг на правителствата. Според тях появата на този феномен в началото на XXI век е едва ли не нещо невиджано под слънцето. И все пак, както ще покажем в част III, при развиващите се икономики емитирането на вътрешен дълг продължава да играе изключително важна роля както в миналото, така и днес, потенциално спомагайки за решаването на куп проблеми, като например високата инфлация. За нас трудностите, съпровождащи намирането на каквато и да било информация за този дълг, са само още един аспект от непрозрачността, с която държавите управляват своите финанси. Помислете само за негласните гаранции, по силата на които

през 2008 г. федералното правителство подкрепи големите ипотекарни кредитори, практически добавяйки по този начин трилиони долари към държавния дълг на САЩ. Спомнете си също за трилионите долари задбалансови операции с участието на Федералния резерв, както и за гаранциите, изразяващи се в снемане на лоши активи от счетоводния баланс на банките, да не говорим за непокрытите пасиви на пенсионните и здравноосигурителните фондове. Ако липсата на прозрачност по текущите държавни дългове изглежда повсеместна, то затрудненията при намиране на прости исторически данни за задълженията на централните правителства са почти комични.

В част III също така за първи път правим опит да подредим епизодите на явно необслужване и реструктуриране на вътрешен държавен дълг през изминалото столетие. (Тъй като голяма част от историята на вътрешния дълг е позабравена от учените, не е учудващо, че също толкова забравена е и историята на неплащанията по него.) Този феномен изглежда по-рядко срещан от нарушенията по външните заеми, но все пак не до такава степен, че да оправдае твърдението, че правителствата винаги зачитат номиналната стойност на вътрешните си облигации – едно становище, което доминира в икономическата литература. Обикновено за да се стигне до необслужване на вътрешния дълг, ситуацията трябва да е по-драматична, отколкото при обикновените нарушения към външни кредитори – както по отношение на свиване на производството, така и на покачване на инфлацията.

В част IV нашата дискусия разширява обхвата си, включвайки банковите, валутните и инфлационните кризи. До съвсем неотдавна проучванията на банковите кризи като правило се фокусираха или върху миналия опит на развитите страни, най-вече в светлината на финансовите събития между двете световни войни, или върху съвременните проблеми в развиващите се пазари. Това разделение може би се обуславя от виждането, че за напредналите икономики дестабилизацията и дълбоките, трансгранични финансови сътресения са само спомен от миналото. Разбира се, последната глобална криза, водеща началото си от САЩ и Европа, разби тази заблуда, макар и на твърде висока социална цена.

Истината е, че банковите сривове открай време сполитат без разлика както бедните, така и богатите страни. Това е изводът, който се налага от проучването на събитията в исторически план, като се започне от финансовата паника в Дания по време на Наполеоновите войни и

се стигне до познатите ни събития от XXI век. Честотата на банковите кризи се оказва учудващо равномерно разпределена сред страните с висок, среден и нисък икономически стандарт. Тяхното настъпване почти винаги е съпроводено от рязък спад на данъчните постъпления в хазната, както и от значително повишаване на правителствените разходи (част от които, предполага се, отиват не по предназначение). През първите три години, последващи банковата криза, държавният дълг нараства средно с 86 процента. Цялостните фискални последствия неизбежно са с една величина по-големи от пряката цена на капитализирането, или „спасяването“ на самите банки.

Друга повтаряща се тема са епизодите на застрашително висока инфлация. Няма млада пазарна икономика, която да е успяла да се размине с този проблем. Всъщност при финансово неукрепналите държави бихме могли да установим ясен паралел между серийните просрочия по задълженията и моментите на висока инфлация. Тук не правят изключение и Съединените щати, където например през 1779 г. инфлацията е наближила 200 процента. В отминали епохи, както вече отбелязахме, основно средство за намаляване на бремето на вътрешния дълг е било намаляването на златното съдържание на монетите. Днешните преси за печатане на банкноти са само едно по-ефективно и високотехнологично средство за постигане на същия резултат. Като следствие в исторически план ставаме свидетели на ясно изразена тенденция към инфлация. Още през XII век е имало пикове на обезценка на паричните единици. Оттогава насам инфлационните кризи се случват все по-често, а валутите губят стойността си все по-бързо. Може би интересни за отбелязване в тази връзка са и ранните епизоди на нестабилност на обменните курсове, които се открояват при един по-широк исторически поглед, например по време на Наполеоновите войни.

Точно както всяка финансова криза се предшества от сходни по своя характер макроикономически явления в областта на цените на активите, стопанската активност и външнотърговските индикатори, така и последващите я събития следват своя, общо взето, сходен модел. Това е и заключителната тема на част IV.

В част V се спираме на някои разсъждения върху кризите, свързаните с тях политики и пътищата за научното им изследване. Това, което става пределно ясно, е, че отново и отново правителства, банки, граждани и фирми поемат прекомерни количества дълг, докато време-

ната са добри, без да си дават ясна сметка за рисковете, които ще последват, когато настъпи неизбежният момент на рецесия. Голяма част от играчите в глобалната схема на кредитиране „затъват“ в задължения много по-дълбоко от нивата, от които е нормално след това да очакват, че ще могат да изплуват – най показателният пример в това отношение са Съединените щати и тяхната финансова система от началото на XXI век. Държавният и гарантираният от държавата дълг (който по силата на застраховките на депозитите индиректно включва и дълговете на банките) положително е най-проблематичният, защото може да бъде акумулиран в колосални размери и в течение на продължителни периоди от време, без при това да се влияе от пазарните механизми, особено в случаите, когато е защитен от самите регулации на централната банка. Макар частните кредити също да играят ключова роля при много от кризите, значително по-често – както личи и от широкия спектър от случаи, които ще разгледаме – основният двигател зад тях са държавните задължения. Самият факт, че елементарните данни за вътрешния дълг са толкова непрозрачни и трудни за намиране, говори, че когато нещата се объркат, правителствата са склонни да полагат неимоверни усилия, за да прикрият своето счетоводство – точно както постъпват и финансовите институции при условията на съвременните финансови кризи. По наше мнение водещите световни организации като Международния валутен фонд би следвало да проявяват активност при предоставянето на данни за държавните задължения, които да са далеч по-открити от онези, с които разполагаме днес.

Потапянето в детайлите на финансовите кризи, възникнали през последните осем столетия, и в съпровождащите ги данни и цифри ни води до заключението, че най-често повтаряният (и в крайна сметка най-скъп) инвестиционен съвет, който е даван през периодите на разцвет, предшествващи поредното сътресение, е „този път е различно“. Този съвет, почиващ върху представата, че старите правила за преценка вече не важат, обикновено се следва с охота и страст. Финансовите корифеи, а твърде често и държавните ръководители обясняват, че вече правим нещата по-добре от преди, станали сме по-умни и сме се поучили от миналите си грешки. И всеки път обществото си внушава, че настоящият възход за разлика от толкова много свои предшественици, претърпели катастрофален провал, е изграден върху здрави основи, върху структурни реформи, върху технологични нововъведения и разумни политики.

Предвид огромния обем от данни, включени в настоящата книга, физически не беше възможно да облечем в разказвателна форма всички онези стотици епизоди, които те обхващат. При все това таблиците и цифрите говорят сами по себе си с достатъчна сила за удивителната, повторяема природа на проблема. Вземете например таблица П.1, която илюстрира процента на държавите по света, претеглени според своя БВП, които са били в неизпълнение на външните си задължения във всеки един момент.

Краткият период след 2000 г., представен в долния десен ъгъл на диаграмата, изглежда доста успокоителен. Но правилно ли постъпиха толкова много от световните лидери, заявявайки през 2005 г., че е намерен траен лек за проблемите по обслужването на суверенните външни задължения? За жалост още преди мастилото на тази книга да изсъхне напълно, отговорът ще бъде достатъчно ясен. Надяваме се, че представените тук доказателства ще накарат бъдещите политици и инвеститори поне малко да се замислят, преди за пореден път да заявят: „Този път е различно.“ Защото почти никога не е така.



Фигура П.1. Суверенен външен дълг, 1800–2008: Процент на държавите, намиращи се в неизпълнение или реструктуриране на външния си дълг, претеглен според техния дял от световните приходи.