Сергей ПАХОМОВ,
доктор экономических наук, профессор МАМИ

«Пятый элемент»: государственный долг и расцвет эпохи Ренессанса

Зачатки рынка государственного долга в Западной Европе возникли с практикой выпуска займов итальянскими городами-государствами — Генуей, Венецией и Флоренцией — и выпуском рентных долговых обязательств (аннуитетов) городами Франции — Германией, Нидерландами и Италией. Потребность в выпуске долговых обязательств возникала в средневековых городах-государствах Италии постоянно в связи с непрекращающимися междоусобными войнами.

Война, которую вели наемные отряды, предоставлявшие свои услуги тем правителям и городам, которые могли больше заплатить, превратилась в доходную отрасль бизнеса и породила постоянный спрос на заемный капитал. Возник своего рода естественный союз между крупными купцами, ростовщиками и банкирами, патрициями городов-государств, имевшими капитал, и абсолютистскими правителями, нуждавшимися в капитале для ведения постоянных войн друг с другом. Исход войны часто решался способностью того или иного правителя территориального государства привлечь достаточное количество заемного капитала для оплаты службы наемных отрядов. Именно здесь возникли многие долговые инструменты, которые позже были заимствованы другими европейскими городами и странами. Флоренция в середине XIV столетия создала первую в истории законодательно оформленную систему постоянного фондирования своего государственного долга, а позднее и систему управления долгом, которые успешно действовали на протяжении 150 лет.

В 1149 году впервые в Италии от имени города осуществила заем Генуя, отдав в залог группе частных кредиторов налоговый фонд города. В 1164 году в развитие этой практики в Генуе был сформирован синдикат из 11 частных инвесторов, которые стали его акционерами и предоставили городу заем на 11 лет. Таким образом, была выработана типичная для итальянских городов Средневековья схема долгового финансирования путем формирования синдиката инвесторов, которые за 100 лир приобретали в нем 1 акцию. Для финансирования выплат по займам город вводил особый налог,

который передавал в собственность членам синдиката. В 1432 году в Генуе был сформирован такой синдикат для финансирования постройки 12 военных кораблей. Под контроль синдиката был передан акциз в 0,5%, налагаемый на все морские страховые контракты и обеспечивающий 7% годовых по займу. Сумма займа возвращалась синдикату по истечении срока путем выкупа акций по цене в 90% от номинала. Фактически это зародышевая форма секьюритизации будущих налоговых денежных потоков, которая широко применяется в современном мире.

Венеция, враждовавшая с Генуей, применяла практику обязательных беспроцентных займов, которые предоставляли в случае острой необходимости состоятельные граждане города. Такой заем погашался в течение нескольких лет с помощью сбора специально введенного налога. В 1164 году Венецией был размещен первый добровольный заем в 1150 серебряных марок, в обеспечение которого был заложен доход от налогообложения городского рынка. В 1172 году для финансирования войн Венеция начала прибегать уже к практике обязательных займов. К 1200 году ситуация ужесточилась, и граждане Венеции уже были вынуждены в обязательном порядке регулярно подписываться на такие беспроцентные займы. Размер подписки определялся как процент от имущества, для оценки имущества назначалось государственное должностное лицо. Практика обязательной подписки на государственные беспроцентные займы распространилась из Венеции на другие постоянно воюющие между собой города-государства Италии.

Достаточно быстро объемы задолженности итальянских городов-государств достигли таких масштабов, что вводимых налогов стало не хватать на погашение обязательных займов, и они фактически стали «вечными». При отсутствии перспектив погашения основной суммы займов у городских властей возникла необходимость обеспечения регулярной выплаты процентов по ним и создания переводных долговых инструментов для развития вторичного рынка их обращения, чтобы дать возможность держателям продать долг в случае потребности в наличных средствах. Венеция первой провела в 1262 году новацию своего долга, консолидировав все ранее выпущенные займы в единый фонд, получивший название Monte Veccio (в дословном переводе звучит одновременно как «Фонд долга» и как «Гора долга»). Кредиторы получили в обмен на старые обязательства акции фонда, по которым выплачивались 5% дохода полугодовыми платежами. Акции можно было свободно продать и перевести на других держателей. Процедура перевода была очень простой, поскольку акции существовали в форме записей по счетам в центральной регистрационной книге. Обвинений со стороны Церкви в ростовщичестве быть не могло, поскольку в основе нового долгового инструмента лежали обязательные займы, получение процентов по которым допускалось канонической доктриной. Примеру Венеции последовала в 1343 году Флоренция, в 1407 году Генуя. Все подобные фонды консолидированного долга имели в качестве источника процентных платежей специально введенные налоги. Государственный долг Венеции превратился за счет новации фактически в ренту, поскольку не предусматривалось его погашения, а держатели долга получали только проценты.

ФЛОРЕНЦИЯ В СЕРЕДИНЕ XIV СТОЛЕТИЯ СОЗДАЛА ПЕРВУЮ В ИСТОРИИ ЗАКОНОДАТЕЛЬНО ОФОРМЛЕННУЮ СИСТЕМУ ПОСТОЯННОГО ФОНДИРОВАНИЯ СВОЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Следует отметить, что новация долга в итальянских городах имела вначале большой успех и новые долговые инструменты стали очень популярными среди средневековых частных инвесторов Италии и даже других стран. Регистр держателей долга Генуи насчитывал более 11 тыс. имен, в том числе граждан с весьма скромным достатком, и значительное число иностранцев. В Венеции в 1353 и 1398 годах отмечались даже случаи продажи горожанами своих домов и приобретения на вырученные деньги паев участия в городском займе.

Флоренция тем не менее выделялась на общем фоне. В XIV–XV веках она превратилась в настоящую финансовую столицу средневековой Европы или, как бы сказали сейчас, в международный финансовый центр. Члены профессиональной Гильдии флорентийских финансистов (Arte de Cambio) — банкирские дома Медичи, Барди, Перуцци, Мочи, Спини, Фрескобальди, Франчези и другие активно кредитовали европейских королей и феодалов, епископов и аббатства, европейские города, в том числе и родную Флоренцию. Они были банкирами Ватикана, а Католическая церковь являлась в то время крупнейшей финансовой организацией мира. Одновременно они вели активную морскую и сухопутную торговлю хлебом, шерстью, тканями, винами, оливковым маслом, металлами, мехами, коврами со всем миром, брали на откуп сбор налогов и податей, таможенных сборов, производство соли. Крупнейший из банкирских домов — банк семьи Барди — вел операции прежде всего с папским престолом, который именовал его своим депозитным банком. Он собирал церковную десятину и депонировал ее у себя, производил все платежи папского двора. Барди активно кредитовал монашеские ордена, особенно военные, которые были вовлечены в борьбу с «неверными». Затем место Барди заняли банкиры дома Медичи. Преимуществом флорентийских банкиров было присутствие во всех торговых центрах средневековой Европы, владение искусством бухгалтерии, высокий уровень сбережений населения Флоренции и других средневековых итальянских городов, позволявший им аккумулировать капитал, стабильность полноценной флорентийской золотой монеты (знаменитый флорин), владение техникой международных вексельных операций. В 1300 году Римский папа Бонифаций VIII даже провозгласил: «Вы, флорентинцы, являетесь пятым элементом». Он имел в виду, что в добавление к

четырем традиционным элементам, являющимся основой всего существующего (огонь, вода, воздух и земля), флорентинцы добавляют свои уникальные личные качества, приумножая созидание богатств. Следует отметить, что Папа обращался с этими словами не к людям искусства, а к собранию флорентийских купцов и финансистов.

Флоренция процветала за счет производства тканей, международной торговли шерстью и финансовых операций в период с 1250-го по 1320 год. Однако десятилетняя череда стихийных бедствий, войн, разорение в 1343–1346 годах ведущих флорентийских банковских домов из-за дефолта английских и французских королей, наконец, эпидемия чумы вынудили Флоренцию прибегнуть к чрезвычайным мерам в области своего государственного долга. Уже в 1342 году платежи по городским займам были прекращены из-за падения сбора таможенных сборов и налогов, которые служили источником погашения и обслуживания долга. В 1343 году было принято решение консолидировать все ранние городские займы в единый долговой фонд Monte Commune («Фонд коммуны»), выпустить паи участия в фонде, ввести процедуру их купли, продажи, регистрации перевода прав собственности, словом, создать ликвидный рынок городского долга, во многом близкий к современному. В 1345–1346 годах катастрофический неурожай привел к дальнейшему росту городского долга, поскольку за его счет городом закупалось продовольствие, цены на которое взлетели в несколько раз. Летом 1348 года во Флоренцию из Генуи пришла Черная Смерть, эпидемия чумы, которая в течение нескольких месяцев сократила население города с 80 тыс. до 45 тыс. человек. Экономика Флоренции была сокрушена. Государственный долг Флоренции вырос с 600 тыс. флоринов в 1343 году до 1.5 млн флоринов в 1364 году. Наряду с ростом долга сокращался сбор налогов, и власти Флоренции все чаще прибегали к «вынужденным» обязательным займам, которые распределялись среди граждан города пропорционально их зарегистрированному имуществу и имели ставку в 5% годовых. Такая система могла держаться, пока сохранялась уверенность держателей долга Флоренции в справедливой рыночной стоимости и ликвидности его обязательств. Власти Флоренции были вынуждены повышать проценты по вновь размещаемым обязательствам вначале до 10%, а затем и до 15% годовых. Чтобы избежать нарушения городского закона, ограничивающего ставки по долгу 5%, инвесторам вручалось две или три облигации по цене одной. Вскоре долговое финансирование стало основным источником доходов городской казны, налоги, сборы и акцизы уже с трудом покрывали выплату процентов по долгу Флоренции. Практически каждое домохозяйство Флоренции имело значительную часть своего имущества в форме облигаций

ДОСТАТОЧНО БЫСТРО ОБЪЕМЫ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ИТАЛЬЯНСКИХ ГОРОДОВ-ГОСУДАРСТВ ДОСТИГЛИ ТАКИХ МАСШТАБОВ, ЧТО ВВОДИМЫХ НАЛОГОВ СТАЛО НЕ ХВАТАТЬ НА ПОГАШЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ ЗАЙМОВ

Monte Commune, к 1427 году эта доля достигла 25% всего зарегистрированного частного имущества. Инвестиции населения Флоренции в государственный долг стали намного превышать инвестиции в производство или в коммерцию, экономическая активность падала, а вместе с падением экономики падал и сбор доходов к казну города.

Помимо финансирования постоянных войн с Генуей, Миланом и другими городами, Флоренция использовала свой долговой фонд Monte Commune для финансирования постройки торгового флота и городского университета. В 1424 году, столкнувшись со снижением доверия граждан города к государственным долговым обязательствам, городские финансисты Флоренции вновь подтвердили свои качества «пятого элемента» и создали принципиально новый государственный долговой фонд Monte delle Doti (в переводе «Фонд дочерей» или «Фонд приданого»). Фактически долговое обязательство фонда представляло собой дисконтную облигацию или пожизненный аннуитет, который отец мог приобрести для своей дочери сразу после ее рождения. В случае если она вырастала и выходила замуж, фонд предоставлял определенную аннуитетом сумму в качестве ее приданого. Аннуитет можно было приобрести и для сыновей, чтобы по достижении совершеннолетия они получали определенный капитал. В средневековой Европе бесприданница не имела шансов завести семью, и «Фонд дочерей» немедленно стал играть жизненно важную роль в социальной системе Флоренции. Он вскоре стал настолько популярен среди частных инвесторов, что его обязательства продавались исключительно на добровольной основе и пользовались большим спросом. Резко увеличились городские доходы, появился новый источник финансирования военных расходов и одновременно государственный фонд социального страхования. К 1433 году процентные ставки по обязательствам «Фонда дочерей» выросли до 21%, и частные инвесторы Флоренции стали явно отдавать им свое предпочтение. «Фонд дочерей» стал ведущим и крупнейшим городским долговым фондом. Однако гениальность флорентийских государственных финансистов и управляющих долгом этим не исчерпывалась. Неумолимая логика прогрессирующего роста государственного долга, значительно опережавшего темпы роста экономики Флоренции, вынудила их к новым финансовым инновациям. В 1441 году «Фонд дочерей» был фактически слит с «Фондом коммуны» и превращен в инструмент управления государственным долгом. Его аннуитеты можно было приобретать уже не только за звонкую монету, но и в обмен на долговые обязательства «Фонда коммуны». Это сразу подняло спрос на его обязательства и придало им дополнительную ликвидность. К концу XV века государственный долг Флорен-

ции вырос уже настолько, что аннуитеты «Фонда дочерей» стали выплачиваться новыми долговыми обязательствами «Фонда коммуны», которые теоретически можно было превратить в деньги со значительной отсрочкой или продать на рынке с дисконтом. Рынок государственного долга Флоренции стал терять доверие инвесторов и ликвидность, которая на короткое время восстанавливалась с помощью краткосрочных «военных займов» под очень высокие проценты (40% годовых), которые предоставлялись городу ведущими членами городской олигархии. Естественно, выплаты по этим краткосрочным займам, предоставленным городу городскими патрициями, производились в первую очередь.

К концу XV столетия общий государственный долг Флоренции значительно превысил объем годовых доходов городской казны, выплаты по долгу и функционирование долгового рынка могли происходить только при условии постоянного и растущего рефинансирования долговых обязательств, что вызывало постоянный рост процентных ставок. Государственный долг Флоренции приобрел ярко выраженный «пирамидальный» характер и стал поглощать практически все инвестиционные ресурсы города, вытесняя с кредитного рынка предприятия частного сектора и подавляя развитие экономики. Государство в глазах флорентийских частных инвесторов стало единственным источником прибыли и превратило их из предпринимателей в рантье. Экономика Флоренции в итоге не смогла провести необходимые структурные изменения, которые позволили бы ей сохранить свою роль торгового и финансового центра в Европе Нового времени. На смену Флоренции пришли Антверпен и Амстердам.

Крупнейшим по объему эмитентом долга средневековой Италии была, однако, Папская курия, государственный долг которой был построен по образцу Флоренции, в чем значительную роль сыграли Медичи, бывшие папскими банкирами того периода. Имели место как краткосрочные, так и долгосрочные и даже бессрочные займы в виде ренты, получение процентов по которым передавалось по наследству. С 1526-го по 1601 год таких ссуд было получено Ватиканом на астрономическую сумму в 13 млн скуди. Из этих средств Папа Сикст V отложил «на черный день» в своей сокровищнице 26 тонн серебра и 3 тонны золота.

К концу XV века существовал активный и высоколиквидный вторичный рынок обязательств долговых фондов итальянских городов-государств. В целях спекуляции их активно использовали итальянские купцы и банкиры, частные инвесторы приобретали для получения регулярной ренты. Участвовали в этих операциях и иностранные инвесторы. Обязательства торговались по текущим рыночным ценам, как правило, ниже номинала. Текущая доходность временами отличалась высокой волатильностью, особенно в период неудачных войн, сопровождавшихся резким ростом государственных расходов. Существование долговых обязательств в форме записи по счетам в регистрационных книгах, которые велись городскими властями, делали переход собственности легким и безопасным. Собственность на долговые обязательства можно было передать путем продажи, подарка, передачи по наследству. Их можно было использовать в качестве обеспечения по займам, по сделкам с недвижимостью, как средство платежа по другим долгам, в том числе ими можно было платить городские налоги в объеме текущей рыночной цены обязательств. Надежность и высокая ликвидность этих долговых инструментов обеспечили им высокий спрос для использования в качестве инструмента залога, что стимулировало развитие делового и экономического оборота в средневековых итальянских городах-государствах эпохи Ренессанса. Флоренция превратилась не просто в финансовую столицу средневековой Европы XIV–XV веков. Блестящие художественные достижения итальянского Ренессанса во многом связаны с активной долговой и налоговой политикой итальянских городов-государств, которые освобождали от налогообложения объекты недвижимости и произведения искусства. Не случайно значительная часть этих шедевров была создана во Флоренции. Подписчики на займы получали налоговые льготы и даже освобождение от ряда налогов. В этом еще одна причина их популярности среди средневековых инвесторов. Фактически «рентный» характер обязательных и «вечных» городских займов позволял теологам рассматривать их приобретение как сделку купли-продажи, по которой инвестор становился обладателем будущего доходного потока, следовательно, это не было ростовщической операцией и не противоречило канонической доктрине запрета на проценты. По этой проблеме тем не менее велись острые дебаты в теологической среде. Поскольку займы итальянских городов носили принудительный характер и средства расходовались на общественно значимые нужды, теологами в итоге было признано, что выплата процентов по ним не противоречила церковным запретам.

ПРАКТИЧЕСКИ КАЖДОЕ ДОМОХОЗЯЙСТВО ФЛОРЕНЦИИ ИМЕЛО ЗНАЧИТЕЛЬНУЮ ЧАСТЬ СВОЕГО ИМУЩЕСТВА В ФОРМЕ ОБЛИГАЦИЙ MONTE COMMUNE, К 1427 ГОДУ ЭТА ДОЛЯ ДОСТИГЛА 25% ВСЕГО ЗАРЕГИСТРИРОВАННОГО ЧАСТНОГО ИМУЩЕСТВА