Роберт Уэйд

СМЕНА ФИНАНСОВОГО РЕЖИМА?[1]

Начиная с 1930-х годов некоммунистический мир пережил два сдвига в международных экономических нормах и правилах, которые были достаточно существенными для того, чтобы их можно было назвать «сменами режима». Разрыв между ними составлял около тридцати лет: первый режим, характеризующийся кейнсианством и регулируемый международной Бреттон-Вудской системой, существовал примерно с 1945 по 1975 год; второй возник после краха Бреттон-Вудской системы и преобладал до Первого мирового долгового кризиса 2007–2008 годов. Этот последний режим, известный под разными именами как неолиберализм, Вашингтонский консенсус[2] или глобализационный консенсус, основывался на идее, что правительства всех стран должны проводить либерализацию, приватизацию и дерегулирование — на предписаниях, которые были настолько влиятельными на уровне глобальной экономической политики, что составляли, пользуясь выражением Джона Стюарта Милля, «глубокий сон установившегося мнения».

Эти два режима различались по роли, отводимой государству, как в развитых, так и в развивающихся странах. Бреттон-Вудский режим опирался на «укорененный либерализм», как его стали впоследствии называть, который санкционировал рыночное распределение в большей части экономики, но ограничивал его политически установленными рамками. Пришедший ему на смену неолиберальный режим, связанный с именами Рейгана и Тэтчер, вернулся к нормам *laissez-faire* классического либерализма и требовал свертывания государственного «вмешательства» и расширения рыночного распределения в экономической жизни. Но в отличие от классического либерализма, он делал больший акцент на идее, что конкуренция не является «естественным» положением вещей и что рынок может приво-

1 Robert Wade, 'Financial Regime Change? ' *New Left Review* 53, September-October 2008, p. 5–21.

2 Термин «Вашингтонский консенсус», предложенный в 1989 году Джоном Уильямсоном для обозначения пакета из десяти политических рекомендаций, стал использоваться в гораздо более широком смысле, включая финансовое дерегулирование, свободное движение капитала, неограниченное приобретение местных компаний иностранными и неограниченное создание дочерних компаний.

дить к субоптимальным результатам везде, где производители приобретают монополистическую власть (как в наблюдении Адама Смита, что «представители одного и того же вида торговли или ремесла редко собираются вместе даже для развлечений и веселья без того, чтобы их разговор не кончился заговором против публики»).

Соответственно, неолиберализм санкционировал государственное вмешательство не только для обеспечения целого ряда общественных благ, которые нельзя было обеспечить путем конкурентного стремления к получению выгоды (как в классическом либерализме), но и для установления и проведения в жизнь правил конкуренции, даже если это противоречило чьим-либо частным интересам, отсюда и приставка «нео». Его основным критерием для оценки успехов в бизнесе была акционерная стоимость, а его основной идеей национальных экономических интересов была эффективность, определяемая конкуренцией в экономике, полностью открытой для мировых рынков; не должно было быть никаких «искусственных» барьеров между ценами национального и мирового рынка, вроде тарифов или субсидий определенным отраслям промышленности. Конечно, на уровне политики было принято множество тактических и прагматических поправок к этим принципам, призванных субсидировать корпорации, направлять больше богатства богатым и стабилизировать экономику и общество при помощи скрытой кейнсианской политики[3]. Но на уровне норм разница была очевидна.

В области финансов неолиберальные предписания оправдывались «гипотезой эффективных рынков», согласно которой рыночные цены передавали всю важную информацию, рынки становились прозрачными, делая длительные нарушения равновесия, вроде пузырей, маловероятными, а политику, призванную помешать их появлению, нецелесообразной, так как она означала бы «финансовые репрессии». Эта теория получила свое название в честь Милтона Фридмана и Чикагской школы, но, по выражению Пола Самуэльсона, «Чикаго — это не место, а состояние духа», и оно возобладало в министерствах финансов, центральных банках и факультетах экономики во всем некоммунистическом мире.

Потрясения последнего года — по прошествии еще тридцати лет после последнего серьезного сдвига — подтверждают догадку, что мы наблюдаем третью смену режима, подстегиваемую глубоким разочарованием в англо-американской модели транзакционно-ориентированного капитализма и нелиберальной экономики, которая легитимировала его (и утратой морального авторитета Соединенными Штатами, который теперь упал в мире ниже некуда). Ответ правительств на кризис свидетельствует о том, что мы вступили во вторую фазу «двойного движения» по Поланьи — циклической закономерности в капитализме, в ходе которой, серьезно упрощая, режим свободных рынков и растущей товаризации приводит к таким

3 Dean Baker, *The Conservative Nanny State: How the Wealthy Use the Government to Stay Rich and Get Richer*, Washington, DC 2006.

страданиям и деформациям, которые вызывают попытки введения более жесткого регулирования рынков и детоваризации (отсюда «укорененный либерализм»)[4]. Первой фазой нынешнего двойного движения было продолжительное господство неолиберализма и его глобализационного консенсуса. Вторая фаза пока что не имеет своего имени и может оказаться периодом, отмеченным, скорее, отсутствием согласия, чем каким-то новым консенсусом.

После финансовых кризисов обычно разворачиваются споры, во время которых первоначально радикальные предложения сменяются все более постепенным успокоением по мере возвращения к нормальному ходу вещей. Десять лет назад восточноазиатский, российский и бразильский кризисы 1997–1998 годов вызвали панику на командных высотах мировых финансов, которая сопровождалась энергичным обсуждением «новой международной финансовой архитектуры». Но как только стало ясно, что атлантическому центру ничто не угрожает, разговоры о радикальных решениях быстро утихли. В результате появилось множество новых или возрожденных публичных и частных международных органов, занимающихся выработкой стандартов добросовестной практики в корпоративном управлении, банковском надзоре, финансовом учете, распространении данных и т. д[5]. Такие усилия отвлекали внимание от проблемы возвращения к регулированию, и финансовый сектор на Западе способен был гарантировать, что государственные инициативы не будут включать новых ограничений, вроде ограничения на использование кредитов в финансовых сделках или на использование новых финансовых продуктов. Никакого принятия норм, предполагающих хотя бы минимальное регулирование финансов, так и не произошло.

СИСТЕМНЫЕ ПОТРЯСЕНИЯ

Когда в 2007 году Банк международных расчетов (БМР) в своем июньском годовом отчете указал, что «годы свободной денежно-кредитной политики привели к появлению гигантского глобального кредитного пузыря, сделав нас уязвимыми перед еще одним спадом, сопоставимым со спадом 1930-х годов», его анализ во многом был оставлен без внимания фирмами и регулирующими органами, несмотря на репутацию БМР. Еще в мае 2008 года некоторые комментаторы продолжали говорить, что кризис был всплеском, сходным со спазмом мускул спортсмена-чемпиона, который можно излечить небольшим отдыхом и физиотерапией, в отличие от сердечного приступа курильщика, выкуривающего по три пачки в день, для лечения которого необходимо хирургическое вмешательство и серьезное изменение образа жизни.

4 Карл Поланьи. *Великая трансформация*. СПб.: Алетейя, 2002.

5 Подробнее см.: Роберт Уэйд, ‘Новая глобальная финансовая архитектура? ’ *Прогнозис*, № 3 (11), с. 169–183; Robert Wade, ‘Global Financial Regulation Versus the Engines of Financial Instability’, in Philip Arestis and John Eatwell, eds, *Issues in Finance and Industry*, Basingstoke, forthcoming.

Но события сентября 2008 года заставляют нас сделать вывод о том, что мы вступили в новую фазу. В большинстве стран ОЭСР финансовые рынки упали до самого низкого уровня со времен закрытия банков в 1932 году, которое способствовало перерастанию спада и краха фондовой биржи 1929 года в Великую депрессию. (В 1929–1933 годах в Соединенных Штатах обанкротилось около 11 000 общенациональных банков и банков штатов.) Один трейдер назвал сегодняшнюю ситуацию «финансовым эквивалентом „большого террора“ времен Великой французской революции»[6]. В этих обстоятельствах гипотеза эффективных рынков и выводимые из нее предписания оказались полностью дискредитированы.

В частности, во второй половине сентября 2008 года в самой сложной финансовой системе мира наблюдалась не одна, а целых три «меняющих весь ход игры» конвульсии. Дело не в национализации *Freddie Mac* и *Fannie Mae*: какими бы сильными они ни были, эти «квазигосударственные институты» имели веские основания рассчитывать на государственную поддержку. Скорее, это был первый сокрушительный удар по двум из пяти крупнейших брокер-дилеров или инвестиционных банков на Уолл-стрит (несколько ранее так же судьба постигла *Bear Stearns*). Только *Morgan Stanley* и *Goldman Sachs* сохранили свою самостоятельность — по крайней мере пока, — хотя и сменили правовой статус, став теперь банковскими холдинговыми компаниями, что означает, что они подвергнутся более жесткому регулированию, чем прежде. Банкротство *Lehman Brothers* в середине сентября заблокировало средства мегаинвесторов, вызвав панику на всех финансовых рынках и закрытие кредитных потоков даже для вполне надежных заемщиков. Это может иметь особенно далеко идущие последствия, так как на *Lehman* приходилась немалая доля деривативов, и подобного невыполнения обязательств по деривативным контрактам прежде никогда не было.

Утрата трех из пяти гигантов заметно меняет политику международных финансов, потому что эти инвестиционные банки были весьма влиятельными участниками в политическом процессе, причем не только в Соединенных Штатах, но и в Европейском Союзе. Из своих лондонских офисов американские инвестиционные банки оказывали определяющее влияние на содержание финансового законодательства ЕС в Брюсселе. Их исчезновение позволяет облегчить возвращение к финансовому регулированию.

На изменение хода игры также повлияло обещание министерства финансов Соединенных Штатов предоставить 85 миллиардов долларов для помощи AIG. AIG — это крупнейшая страховая компания не просто Америки, но и всего мира. Поскольку она стояла в стороне от банковской системы, оказание помощи ей было равнозначно прорыву плотины, которая отделяла финансовых посредников от «реальной» экономики. Болезнь, вероятно, распространится теперь и на других страховщиков, а также на тысячи хеджевых фондов, использующих заемные средства, когда в конце следующих двух кварталов истечет зафиксированный период и инвесторы смогут

6 John Jansen, ‘America’s Reign of Terror’, SeekingAlpha.com, 2 October 2008.

забрать свои средства. Третья конвульсия даже превзошла вторую: в самой драматичной операции по оказанию помощи со стороны государства в истории министерство финансов Соединенных Штатов заявило о плане приобретения сомнительных ценных бумаг у проблемных банков на 700 миллиардов долларов, по цене, намного превышающей нынешнюю рыночную стоимость. Примечательно, что это было сделано почти «на коленке» — первоначальное предложение министра Полсона состояло из трех страниц печатного текста, — что свидетельствует о том, что министерство финансов было уверено, что все может наладиться без чрезвычайного плана. В соответствии с предложением, Уолл-стрит получала почти неограниченный доступ к государственным доходам по очень низкой цене. В конце сентября палата представителей отказала в предоставлении помощи, тогда как сенат занял противоположную позицию: обе палаты конгресса боялись навлечь на себя недовольство общества в год президентских выборов. Вариант предложения, одобренный конгрессом в начале октября, обещает обратить большую долю последующей прибыли в доход государства, но при этом использует доходы от налогов для социализации потерь финансового сектора — беспрецедентная удача для тех, кто несет ответственность за кризис.

ОТГОЛОСКИ

Тем временем продолжается стремительное падение американского и британского рынков недвижимости. По оценкам, американский рынок фьючерсов упал на 33% в сравнении со своими самыми высокими показателями (в соответствии с Индексом цен на жилую недвижимость). Британия, в которой с 2000 года раздулся второй по величине пузырь в недвижимости, уступающий лишь японскому земельному пузырю 1980-х, может пережить 50% падение от пиковых показателей, но даже в этом случае цены на жилье останутся выше, чем в 1997 году. По мере распространения кредитного сжатия по секторам и регионам, ущерб для реальной экономики будет расти и проявится в росте безработицы — в Соединенных Штатах общее число безработных за последний год выросло на 2,2 миллионов человек — и сокращении потребления. На начало октября 2008 года кризис перекинулся на многие континентальные европейские банки, которые раньше гордились тем, что им удалось избежать неприятностей.

Но до сих пор кризис касался в основном атлантической экономики, и реакция на него из Восточной Азии пока не проявилась. Примечательно, что необычайная нехватка ликвидности на западных финансовых рынках сочетается с огромными сбережениями и валютными резервами в Восточной Азии и нефтяных экономиках России и стран Персидского залива. Еще одна черта нынешнего кризиса, которая делает его беспрецедентным, состоит в том, что Запад возлагает большие надежды на возобновление быстрого роста в развивающемся мире, особенно в Восточной Азии, и что западные банки, стремящиеся избежать банкротства, ждут вливаний капи-

тала из этих стран, а также из суверенных фондов таких стран, как Китай, Объединенные Арабские Эмираты и Сингапур.

Японию, вторую по величине экономику мира, кризис пока почти не затронул. Признаков кредитного краха не наблюдается, но рост экономики составляет около 0%. Это объясняется тем, что японские банки, наученные горьким опытом 1990-х, когда им пришлось бороться с последствиями пузыря 1980-х, действовали крайне осторожно. Их критиковали как внутри страны, так и за рубежом за то, что они держали слишком много наличности и имели слишком мало долгов; недавний пример из *International Herald Tribune* проясняет нормы, которые определяли англо-американскую и, следовательно, «глобальную» экономическую политику на протяжении трех последних десятилетий:

> Сбережения домохозяйств в стране составляют порядка 14 триллионов долларов... Подобное благо оказалось проклятием для инвесторов... Богатство Японии освобождает ее от необходимости соответствовать глобальным стандартам экономического роста или доходности корпораций. Это позволило ей иметь почти нулевые темпы роста в 1990-х и делает возможным сохранение японских корпоративных практик, вроде большей заботы о благе работников и клиентов, чем о благе акционеров[7].

Но Китай — это совсем другая история. С 1980 года он пережил несколько бумов, за которыми следовали резкие спады; несмотря на феноменальное улучшение его экономических показателей в последнее десятилетие, новый резкий спад по-прежнему остается вполне возможным. Одним из потенциальных источников проблем является накопление КНР огромного объема американских долговых ценных бумаг, обеспеченных активами, стоимость которых резко упала; в июне 2007 года, по данным министерства финансов Соединенных Штатов, их стоимость составляла 217 миллиардов долларов. Другим таким источником служит высокий показатель реально не функционирующих займов в китайских банках — по официальным данным, более 6% в последнем квартале 2007 года. Третьим источником является высокая инфляция, особенно в ценах на продовольствие. Другие инвесторы из Восточной и Юго-Восточной Азии, вероятно, также являются держателями немалого объема сомнительных ценных бумаг. Это означает, что рано или поздно из Восточной Азии может придти новая ударная волна, которая скажется на Соединенных Штатах и Европе, вызвав новый спад.

7 Martin Fackler, 'Japan Mostly Unscathed by Global Credit Crisis', *International Herald Tribune*, 22 September 2008.

ПРИЧИНЫ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Если одним из проявлений американского триумфа после окончания холодной войны были войны в Ираке, Косове и Афганистане, то другим его проявлением стали глобализованные финансы, которые начали складываться при администрации Клинтона. Пресса на все голоса трубила, что американская финансовая система преодолела звуковой барьер и действовала теперь в новом измерении, участвуя во все более блистательных играх. Она справедливо подчеркивала новизну способов работы американских финансов в 2000-х и ощущение того, что никаких пределов не существует. Но более глубокие причины лежат в экономическом развитии. В большинстве стран Запада в период между 1950–1973 и 2000–2006 годами произошло резкое падение нормы прибыли корпораций в нефинансовом секторе — в Соединенных Штатах примерно на четверть. В ответ фирмы «инвестировали» все больше средств в финансовые спекуляции, а правительство Соединенных Штатов помогало покрывать возникшую нехватку частных инвестиций за счет роста расходов на вооруженные силы (ежегодный бюджет Пентагона сопоставим с предложенным недавно министерством финансов планом спасения).

Кроме того, валютные рынки с 2000 года постоянно двигали валютные курсы в неверном направлении, в результате чего многие экономики имели огромный внешний дефицит из-за роста курса своей валюты, а другие — профицит из-за снижения курса своей валюты. Внешний дефицит и профицит росли, делая мировую экономику более хрупкой. Но комментаторы, которые утверждают, что нынешние трудности — это лишь еще один кризис в целой череде кризисов, вызванных пузырями, не замечают того, что на сей раз пузырь на рынках активов распространился по всему миру благодаря технологии секьюритизации и модели оказания банковских услуг под лозунгом «создавай и распределяй», которые возникли лишь в 2000-х годах. Эта модель способствовала распространению кредитов для совершения финансовых операций, появлению сложных финансовых инструментов и росту непрозрачности рынков — и все эти обстоятельства внесли свой вклад в этот кризис.

Слишком много внимания уделяется пузырю на рынке жилой недвижимости, как если бы он был необходимым и достаточным условием кризиса. Он был лишь частью огромного долга. В Табл. 1 показано отношение долга к ВВП для экономики Соединенных Штатов в целом и для двух секторов с наибольшими долгами — домохозяйств и финансов — в 1980 и 2007 годах. Общее отношение выросло более чем вдвое, а для финансового сектора — более чем впятеро.

Таблица 1. Долг Соединенных Штатов в % от ВВП

	1980	2007
Общий	163	346
Домохозяйства	50	100
Финансы	21	116

Источник: Financial Times, 24 September 2008

Опасное сочетание долга, пузыря на рынке активов и технологии секьюритизации само по себе стало возможным благодаря слабому регулированию. Основным источником роста были не нерегулируемые хеджевые фонды, а якобы регулируемые банки. До недавнего времени в глазах властей работа инвестиционных банков с отношением суммарной задолженности к суммарным активам 30–35:1 считалась приемлемой. Не будет преувеличением сказать, что кризис возник в результате самого серьезного провала регулирования в современной истории. Многие политики и комментаторы говорят, что «виноваты мы все» — международная экономика, банкиры, инвесторы, рейтинговые агентства, потребители. Но это лишь отвлекает внимание от тех, работой которых было регулирование: регулирующих органов и политических властей, которые санкционировали их работу.

Роль Британии в кризисе заслуживает особого внимания, потому что, вопреки распространенным представлениям, механизмы, которые привели к его возникновению, появились именно здесь. Правительство Тэтчер собиралось привлечь финансовые компании из Нью-Йорка, рекламируя Лондон как место, где американские фирмы могли скрыться от докучливого регулирования. Правительство Тони Блэра и канцлера Гордона Брауна продолжило эту стратегию, а Браун даже сказал, что Британия имела не только «слабое, но и ограниченное регулирование». В ответ в 1990-х в Соединенных Штатах появилась идея отмены закона Гласса-Стиголла, принятого во времена Великой Депрессии и жестко разделявшего коммерческие и инвестиционные банки. Его отмена в 1999 году произвела фактическую финансовую либерализацию, облегчив безудержный рост нерегулируемой теневой банковской системы хеджевых фондов, фондов прямых инвестиций, ипотечных брокеров и т. д. Эта теневая система совершала финансовые операции, в которых принимали участие банки, и, в конце концов, именно это и привело к банковском краху.

Больше всего в британском Управлении по финансовому регулированию и надзору, созданном по инициативе Брауна в 1997 году, то есть как раз тогда, когда он предоставил полуавтономию Банку Англии в денежно-кредитной политике, поражает объем его полномочий в британском финансовом секторе, которые выглядят просто огромными в сравнении с американской системой многочисленных и фрагментированных регулирующих органов. Но регулирование это выглядит очень робким, словно Управление создавалось только для вида. Ховард Дэвис, первый председатель Управления, был предельно искренен, говоря о его руководящем принципе: «Философия, которую я провожу в жизнь, гласит: „Взрослые люди договариваются о чем-то в частном порядке? Это их дело и соваться в него не нужно“»[8]. Поэтому Управление в своем тайном и успешном желании привлечь американские компании в Лондон, позволило банкам и страховым компаниям, работающим в Сити, иметь намного меньше капитала, чем подобным организациям в Нью-Йорке. Его верность идее слабого и ограниченного регулирования

8 Jesse Eisinger, ‘London Banks, Falling Down’, *Portfolio.com*, 13 August 2008.

означала, что для работы с британским финансовым рынком, который был втрое меньше американского, ему требовалось значительно меньше сотрудников (в одиннадцать раз), чем американской Комиссии по ценным бумагам и биржам — 98 в сравнении с 1111.

Ирония в том, что кризис может положить конец премьерству Брауна. Теперь стало очевидно, что его неприязненное отношение к финансовому регулированию и невнимание к пузырю на рынке жилой недвижимости, который позволил британской экономике улучшить свои показатели после прихода к власти лейбористской партии, привели к появлению кризиса. На протяжении десятилетия хвосты рынка недвижимости и финансового сектора виляли собакой британской экономики. Как и в Соединенных Штатах, потребление в Британии росло намного быстрее ВВП и финансировалось за счет долга благодаря стремительному росту цен на жилье. Благодарные избиратели два раза подряд возвращали лейбористское правительство к власти.

РЕАКЦИЯ ВЛАСТЕЙ

Кредитное сжатие подстегивается падением доверия ко всей структуре финансового посредничества, на которой покоятся капиталистические экономики. В условиях роста долгов и ухудшения экономического климата многие предприятия в реальной экономике окажутся на грани банкротства; поэтому кредиторы и покупатели акций держатся подальше от рынка. Правительствам приходится стабилизировать кредитные рынки, предпринимая шаги, поощряющие возвращение покупателей на рынок ценных бумаг — наиболее показателен пример министерства финансов Соединенных Штатов с его схемой помощи в 700 миллиардов долларов. Несколько европейских государств приняли меры по стабилизации банковского сектора; в начале октября Ирландия, Греция, Германия, Австрия и Дания гарантировали все банковские вклады. О правилах конкуренции все забыли, когда правительство начало помогать мегаслияниям. В Британии недавнее слияние *HBOS* и *Lloyds TSB* привело к появлению банка, контролирующего 30% всего розничного рынка.

Очевидный монополизм таких новых финансовых конгломератов, вероятно, вызовет более сильную регулирующую реакцию. Еще одной ключевой областью, позволяющей оценить реакцию властей, служит рынок внебиржевых деривативных контрактов, которые Уоррен Баффит метко назвал в 2003 году «финансовым оружием массового поражения». Баффит также сказал, что хотя ФРС была создана как раз для предотвращения финансовых эпидемий, «никакого центрального банка, способного не допустить эффекта домино в страховании и деривативах, не существует». В случае большего регулирования рынка ценных бумаг, не котирующихся на обычных фондовых биржах, — даже в минимальном виде, требующем использования стандартной формы контракта и регистрации деталей каждого контракта в регулирующем органе, — Бруксли Борн была бы удовлетворена. В конце 1990-х она была главой Чикагской комиссии по торговле фьючерсами и предлага-

ла ввести регулирование рынка ценных бумаг, не котирующихся на бирже. Это предложение вызвало такое возмущение у Алана Гринспена, председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам Артура Левитта и министра финансов Роберта Рубина, что они попросили Клинтона уволить ее; в январе 1999 года она ушла в отставку по «семейным обстоятельствам».

Помимо таких непосредственных чрезвычайных мер, кризис также привлек внимание к вопросу общей стабильности системы и особенно к влиянию международных финансовых стандартов на национальные системы. В последние годы мы наблюдали жаркие дебаты о международных стандартах учета. И американские Общепринятые принципы бухгалтерского учета, и Международные стандарты финансовой отчетности требуют, чтобы котируемые компании вели учет в текущих ценах, то есть переоценивали свои активы в текущих рыночных ценах или, если активы являются неликвидными и не имеют рыночной цены, переоценивали их в соответствии со стоимостью их обеспечения. Сторонники этого метода—преимущественно инвесторы—называют его стандартом «справедливой стоимости» (кто против «справедливой стоимости»?), утверждая, что его принятие важно для поддержания доверия инвесторов к публикуемой отчетности компаний[9].

Критики, включая Международный институт финансов, основную лоббирующую группу банкиров, возражают, что это усилит бумы и спады. Во время спадов составление отчетности «справедливой стоимости» обязывает банки фиксировать снижение стоимости активов, которое может быть экономически необоснованным. Для поддержания своих коэффициентов платежеспособности им придется брать более дорогие кредиты или сократить заимствования. Рост же позволит банкам неоправданно повышать балансовые отчеты. Но альтернативные методы «учета в исторических ценах» или «учета по модели», когда каждая компания использует свою собственную модель для оценки теневых цен, в свою очередь, уязвимы для критики. Уоррен Баффит заметил, что «учет по модели» обычно ведет к «учету по мифу», а *Goldman Sachs* в июне 2008 года вышел из Международного института финансов в знак протеста против «сказочного учета».

Критики учета в текущих ценах обычно смешивают важное различие между стандартами учета и пруденциальными стандартами. Первые касаются информации, предоставляемой акционерам и всем остальным заинтересованным лицам о «честности» рынка; их задача состоит в том, чтобы обеспечивать постоянную и точную информацию о состоянии компаний, которая должна служить основой для инвестиционных решений. Пруденциальные стандарты, с другой стороны, касаются финансовой стабильности; их задача состоит в том, чтобы мешать финансовым участникам вести себя таким образом, который ставит под угрозу стабильность. В данном контексте особенно важно сохранение этого различия и пересмотр некоторых пруденциальных стандартов.

9 Nicolas Véron, Matthieu Autret and Alfred Galichon, *Smoke & Mirrors, Inc.: Accounting for Capitalism*, Ithaca, NY 2006.

КРЕДИТ И ДОВЕРИЕ

Одним из пруденциальных стандартов, требующих пересмотра, является достаточность основного капитала банков. Стандарты достаточности капитала Базель II, которые вступили в силу в начале 2007 года после почти девяти лет переговоров, перешли от внешнего регулирования Базеля I к саморегулированию, что способствовало распространению безответственного поведения, когда у крупных банков появилась уверенность, что государство всегда придет к ним на помощь. Базель II требует, чтобы банки использовали рейтинговые агентства и свои собственные внутренние модели оценки рисков (обе эти меры оказались проциклическими и не смогли помешать развитию нынешнего кризиса), повышая стандарты капитала в периоды неликвидности, как раз тогда, когда банкам становилось труднее им удовлетворять.

Кроме того, опыт Базеля I и моделирование влияния Базеля II свидетельствует о том, что оба набора правил направляли движение капитала из банков развитых стран в банки развивающегося мира для краткосрочных банковских кредитов, самых опасных по своей сути[10]. Базель II также повышает стоимость финансирования для банков глобального Юга по сравнению с банками развитого мира, закрепляя конкурентное преимущество последних. Постепенный пересмотр Базеля II не решит ни одной из этих проблем; необходим масштабный пересмотр.

Одной из многочисленных жертв кризиса окажется преобладающая «глобальная» модель финансовой архитектуры последних двух десятилетий, доверие к которой было серьезно подорвано. Все три ее главных столпа не выполнили возложенных на них задач во время нынешнего кризиса. Во-первых, финансовые регуляторы должны были защищать вкладчиков банков и потребителей от недобросовестного поведения отдельных фирм, вроде отсутствия у них достаточных резервов; но, как мы видели, регулирование оказалось крайне слабым. Во-вторых, финансовые рынки должны были сами распределять инвестиционный капитал и потребительские кредиты между индивидами, компаниями и государствами при минимальном влиянии со стороны правительства; но непрозрачность, созданная использованием кредитов для финансовых сделок и сложной финансовой инженерией, привела к падению рынка и помощи со стороны государства.

Третьим столпом было поддержание монетарной стабильности — сдерживание инфляции — центральным банком. Сосредоточив все свое внимание на индексе розничных цен, центральные банки, успокоенные медленным ростом цен из-за дешевого импорта из Китая, предпочитали держать низкие процентные ставки, позволяя кредиту расти. Быстрый рост кредита раздувал пузыри на рынках активов, особенно жилой недвижимости,

10 Jean-Marc Figuet and Delphine Lahet, ‘Les Accords de Bâle II: quelles conséquences pour le financement bancaire extérieur des pays émergents? ’, *Revue d’Economie du Développement*, no. 1 (March 2007), pp. 47–67.

на что многие центральные банки не обращали никакого внимания, так как их функции ограничивались розничными ценами. При этом многие политики радостно приветствовали бум на рынке жилой недвижимости, так как он обеспечивал быстрый рост ВВП. Новый режим, который возникнет из кризиса, вероятно, пересмотрит роль третьего столпа, расширив полномочия центральных банков и направив их внимание на цены на рынках активов. Поскольку процентная ставка—это очень грубый инструмент, центральные банки и регулирующие органы прибегнут к целому ряду различных пруденциальных мер. Например, может потребоваться получение одобрения со стороны регулирующих органов для введения новых финансовых продуктов и обеспечение того, чтобы их рискованность была видна третьим лицам; или, скажем, каждой организации, желающей получить государственную поддержку—и особенно государственное страхование вкладов,—придется ограничить общую сумму дебиторской задолженности, что позволит сократить кредит для «перегретых» секторов[11].

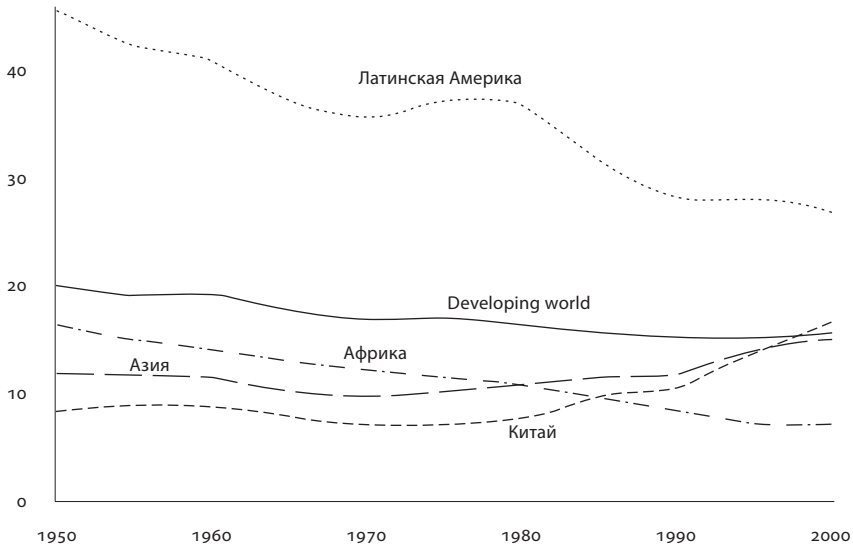
КОНЧИНА КОНСЕНСУСА?

Неолиберальная экономика имеет сильные антитела, которые способны бороться со свидетельствами, противоречащими ее видению вещей. Но нынешний кризис может оказаться достаточно серьезным, чтобы пробудить экономистов от «глубокого сна установившегося мнения» и сделать их более восприимчивыми к свидетельствам того, что глобализационный консенсус, сложившийся после окончания холодной войны, имел под собой слабые эмпирические основания. Согласно распространенным представлениям, после 1945 года государство широко «вмешивалось» в экономику, особенно в развивающихся странах, где распространена была импортозамещающая индустриализация (ИЗИ). В то время, как в развитом мире происходила либерализация, глобальный Юг оставался верным ИЗИ, чем и объясняется его относительное отставание в экономике. Но на рубеже 1980-х годов при поддержке Всемирного банка, Международного валютного фонда, а также американского и британского правительств развивающиеся страны стали принимать предписания глобализационного консенсуса и переходить к стратегии дружественного к рынкам и экспортно-ориентированного роста и развития предложения. В результате, их экономические показатели улучшились не только по сравнению с прошлым, но и с показателями развитых стран; в конце концов, они начали догонять их. Эти эмпирические свидетельства, в свою очередь, потребовали от Всемирного банка и МВФ давления на заемщиков для принятия ими неолиберальной политики.

Проблема в том, что эта история во многом ложна. На Графике 1 показан средний доход множества регионов в сравнении с доходом Севера, выраженным в долларах по паритету покупательной способности (ППС), с 1950

11 Stephen Bell and John Quiggin, 'Asset Price Instability and Policy Responses: The Legacy of Liberalization', *Journal of Economic Issues*, vol. 40, no. 3 (September 2006), pp. 629–649.

График 1. Доход регионов мира в % от дохода Севера



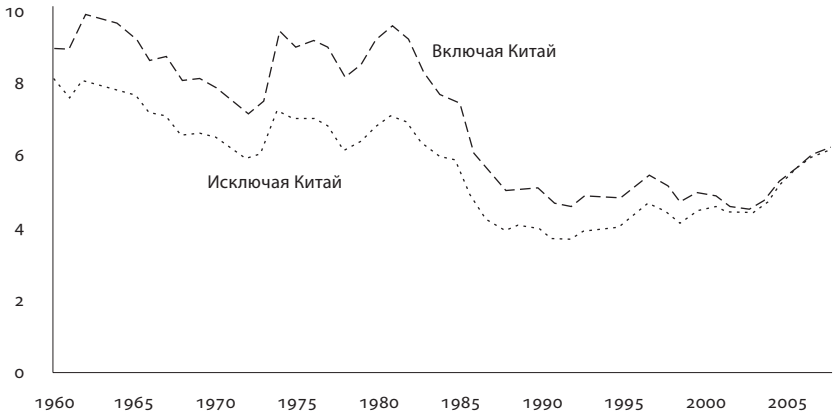
Источник: John Ravenhill, ed., Global Political Economy, Oxford 2008, box 12.1

по 2001 год. В Латинской Америке и Африке наблюдается относительный спад до и после 1980 года; Восточная Европа, на этом графике не указанная, следовала по пути Латинской Америки. Китай, на протяжении долгого времени не выказывавший больших успехов, в 1980-х начинает расти, достигая средних для Юга показателей к 2001 году; после некоторой задержки Азия также растет, но она включает в том числе и Китай, на который приходится большая часть роста.

На Графике 2 показаны средние доходы развивающегося мира, за исключением «переходных экономик» бывшего советского блока, в процентах от доходов Севера, выраженных в рыночном обменном курсе. Верхняя линия означает весь глобальный Юг, нижняя линия — глобальный Юг, за исключением Китая. В обоих случаях тенденция с 1960 по 2008 год заметно отличается от той, о которой говорят сторонники глобализационного консенсуса. В период до 1980 года отношение было выше, в 1980-х оно резко упало, в 1990-х оставалось на низком уровне, а после 2004 года начался небольшой рост из-за товарного бума, вызванного ростом в КНР. С доходами, выраженными в ППС, тенденция совпадает с тем, что говорят сторонники глобализации, начиная расти в начале 1980-х и продолжая расти потом, но если исключить Китай, тенденция окажется почти такой же, как на Графике 2[12].

12 В своей книге 2004 года «Почему глобализация работает» Мартин Вулф не приводит подтверждений этого. В одной из таблиц приводятся темпы роста для семи регионов и нескольких временных периодов с 1820 по 1998 год, которые показывают, что шесть из семи регионов имели более низкие темпы роста в период 1973–1998 годов, то есть в эпоху глобализации и открытости, в сравнении с перио-

График 2. Душевой ВВП глобального Юга в % от ВВП развитых стран



Источник: Alan Freeman, «The Poverty of Statistics and the Statistics of Poverty», Third World Quarterly, forthcoming, на основе IMF, World Economic Outlook.

Представление о том, что глобализация порождает стремительный рост, основывается главным образом на росте Китая. И все же политика, проводившаяся Пекином, не совпадает с той, которая предлагалась Вашингтонским консенсусом; Китай следовал рецептам Фридриха Листа и американских властей XIX века во время быстрого роста в Соединенных Штатах, а не Адама Смита или современных неолибералов. Государство было главной движущей силой развития и принимало целевые защитные меры в рамках широкой стратегии создания новых отраслей и технологий; теперь оно инвестирует в информационные системы, помогая китайским компаниям производить свои разработки, обходясь без западных патентов.

В 1980, 1990 и 2000 годах Американской экономической ассоциацией были проведены опросы ее членов[13]. Результаты показывают общее согласие с утверждениями относительно желательности открытости и пагубных последствий контроля над ценами. Например, во всех трех опросах утверждение, что «тарифы и контроль над импортом снижают экономическое благосостояние», показало высокую степень согласия с ним; в 1980 году с ним безоговорочно согласились 79% американских экономистов, остальные же согласились с оговорками или не согласились вовсе. (В 1980 году также были опрошены экономисты четырех европейских стран, и лишь 27% французских экономистов заявили о своем согласии с этим утверждением.) Можно быть уверенным, что опрос 2010 года выявит значительно меньшее согласие

дом 1950–1973 годов, предшествующей эпохой государственного вмешательства и ИЗИ; однако Вулф никак не комментирует этот спад.

13 Dan Fuller and Doris Geide-Stevenson, ‘Consensus among Economists: Revisited’, *Journal of Economic Education*, vol. 34, no. 4 (Fall 2003), pp. 369–387.

относительно желательности свободной торговли, свободного движения капитала и других форм экономической открытости, предложив конкретное свидетельство ослабления глобализационного консенсуса среди американских экономистов и подтвердив предположение о переходе к новому режиму.

ПЕРЕОСМЫСЛЕНИЕ МОДЕЛИ

Во времена кризиса идеи, которые раньше занимали маргинальное положение, могут приобрести большое влияние. Если исчезновение трех из пяти крупных инвестиционных банков свидетельствует о серьезности нынешней ситуации, это также позволяет расширить возможности для изменения устройства глобальных финансов; крах пенсионных фондов и падение цен на жилье также должны увеличить круг сторонников серьезной реформы. Ученые сегодня должны пересмотреть основополагающие интеллектуальные модели, которые легитимировали политику на протяжении последних трех десятилетий. Последствия, к которым привели сложные, непрозрачные финансовые продукты, могут убедить многих в том, что финансовый сектор менее выгоден, чем реальный, и, возможно, в необходимости «смешанной экономики» в финансах, где отдельные фирмы сочетали бы государственные и частные цели, работая не только ради максимизации прибыли.

Но — что самое важное — переосмысления требует сама модель глобализации. Слишком уж большой акцент в ней делался на накоплении капитала или экономике предложения в ущерб спросу (поскольку акцент на экспортно-ориентированном росте предполагал наличие неограниченного спроса)[14].

Отсутствие быстрого роста, видное по Графикам 1 и 2, отчасти объясняется невниманием неолиберализма к внутреннему спросу вследствие господства неоклассической экономической теории и маргинализации кейнсианских подходов. Развитие внутреннего и регионального спроса потребует больших усилий, направленных на достижение равенства в распределении доходов, и, следовательно, возрастания важности трудовых стандартов, профсоюзов, минимальной заработной платы и систем социальной защиты. Оно также потребует стратегического управления торговлей для ограничения «гонки уступок», характерной для экспортно-ориентированного роста, и содействия развитию собственной промышленности и услуг, способных создать лучшие условия для жизни и обеспечить более высокие доходы среднему и рабочему классам. Контроль над движением капитала для обуздания спекулятивных волн может стать еще одним ключевым инструментом для ориентированного на спрос развития, так как в этом случае правительства получат бо́льшую автономию в том, что касается обменных курсов и установления процентных ставок.

14 Thomas Palley, ‘Developing the Domestic Market’, *Challenge*, vol. 49, no. 6 (November-December 2006), pp. 20–34.

Между тем, недавнее усиление региональных процессов интеграции должно отвлечь внимание от глобальных стандартов и механизмов, которые, в силу своей максимальной общности, неизбежно оказываются в лучшем случае оторванными от реальности. Региональные соглашения о торговле между развивающимися странами имеют немалые преимущества перед многосторонними соглашениями о торговле, условия которых часто предполагают открытие экономик глобального Юга, обеспечивая при этом защиту промышленности и сельскому хозяйству Севера. Региональные валюты, наподобие обсуждаемой странами Восточной Азии «азиатской валютной единицы», основанной на среднем значении ключевых местных валют, вполне могут служить стандартом, независимым от американского доллара, снижая тем самым уязвимость перед потрясениями на Уолл-стрит[15].

Переосмысление глобальных экономических режимов необходимо для того, чтобы сделать возможным многообразие правил и стандартов, а не для того, чтобы прийти к большей однородности. Вместо стремления к мировой экономической интеграции, сопоставимой с той, что мы можем наблюдать в федеративной системе Соединенных Штатов, когда национальные государства способны влиять на движение через границы не больше, чем американские штаты на внутренние транзакции, о чем грезит Мартин Вулф, мы можем взять в качестве ориентира «связующее программное обеспечение». Предназначенное для того, чтобы позволить различным семействам программного обеспечения работать друг с другом, связующее программное обеспечение предлагает крупным организациям альтернативу тому, когда одна программа охватывает всю структуру; это открывает больше возможностей для децентрализованного выбора программ. Если вторая фаза нынешнего «двойного движения» окажется периодом, в котором не будет общего согласия, это также может открыть пространство для появления широкого спектра стандартов и институтов — экономических и финансовых альтернатив системным рецептам неолиберализма. Это может привести к рождению из нынешних потрясений нового режима, который будет стабильнее прежнего. Вопрос, станет ли он основой для более равноправного мира, остается открытым, и ответ на него придется искать в самое ближайшее время.

7 октября 2008

Перевод с английского Артема Смирнова

15 Wade, «The Case for a Global Currency», *International Herald Tribune*, 4 August 2006.