

Роберт Уэйд

ДОЛГОВОЙ КРИЗИС «ПЕРВОГО МИРА» В ГЛОБАЛЬНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ¹

«Нынешний дефицит американского бюджета — далеко не самая серьезная из тех проблем, о которых я бы сейчас беспокоился».

*Алан Гринспен, председатель
Федерального резерва США в 1987–2006 гг.*

С 2001 по 2007 гг. мировая экономика возматала быстрее, чем в какой-либо другой шестилетний период за последние тридцать лет. Экономический бум затронул большинство развивающихся стран, в том числе и расположенных в Африке южнее Сахары. Однако во второй половине 2007 г. бум сменился пусть не обвалом, но периодом неопределенности и нестабильности. Еще в середине мая 2008 г. находились оптимисты, заявлявшие, что кризис — просто мелкая осечка, вроде растяжения мышц у спортсмена: немного покоя и врачебного искусства — и атлет снова будет на ногах. Они подчеркивали, что в американской экономике еще ни в одном квартале официально не зарегистрировано отрицательного роста, что американское правительство прибегает к решительным кейнсианским мерам монетарного и фискального стимулирования, что акционерный капитал накапливается, а инвесторы продолжают покупать облигации, что макроэкономическое влияние кризиса на Латинскую Америку, Африку, Южную и Восточную Азию проявляется слабо, что стремительный рост экономики в Восточной Азии в большей мере обязан местному и региональному спросу, чем спросу со стороны США, и что спад в американской экономике будет скомпенсирован продолжающимся ростом в развивающихся странах. В этом оптимизме отражалось их убеждение в том, что вместо более жесткой политики на финансовом рынке вполне можно удовлетвориться призывами к большей прозрачности и более ответственному поведению.

Однако многие незаинтересованные аналитики сегодня признают, что нынешний кризис больше похож на сердечный приступ у заядлого куриль-

1. *Challenge*, vol. 51, no. 4, July/August 2008

щика, и что худшее, вероятно, еще ждет нас впереди. Несомненно, американская финансовая система медленно оправляется от краха высокорисковой (subprime) ипотеки. С другой стороны, выяснилось, что платежеспособность многих надежных заемщиков тоже оказалась более сомнительной, чем считалось раньше. Кроме того, замедление роста в экономике США и некоторых стран Европы, вероятно, принесет с собой вторую волну банкротств, вызванную корпоративной и потребительской задолженностью, и создаст медленно действующий порочный круг между финансовой сферой и «реальной» экономикой. Директор Английского банка недавно выразил всеобщие настроения, заявив, что «десятилетие NICE осталось позади» (NICE расшифровывается как «безинфляционная непрерывная экспансия» («non-inflationary continuous expansion»))².

Но даже если правы окажутся оптимисты — если «мы ближе к концу, чем к началу», как выразился министр финансов США Генри Полсон в мае 2008 г., — кризис уже вошел в историю как первый случай, когда надежды на спасение мировой экономики связываются с экономическим ростом в развивающихся странах, и первый случай, когда проблемные банки США и Европы спасаются вливаниями капитала из развивающихся стран. Более того, кризис уже поставил под вопрос право развитых стран контролировать «верховное командование» глобальной финансовой системы, выявив растерянность и беспомощность последнего и выведя из тени изобилие рискованных практик на тех рынках, которые находились под его надзором. Возможно, в ретроспективе нынешний кризис будет восприниматься как важная веха на пути к краху свободно-рыночного консенсуса и политики типа «мне тоже!», на которую он опирался, а также к лишению США и «большой семерки» присвоенного ими права самочинно задавать тон в глобальном бизнесе.

В данной статье мы сперва рассмотрим ряд факторов, свидетельствующих о том, что кризис окажется более серьезным, чем полагают оптимисты. Затем мы обсудим его причины. В третьем разделе перечислены уроки, которые следует учесть при разработке проектов реформ. В последнем разделе мы попытаемся представить себе, каких именно шагов следует ждать от «верховного командования» на практике, и оценить роль США и «большой семерки» как ядра глобального экономического руководства.

СТАНЕТ ЛИ ЕЩЕ ХУЖЕ?

Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф, сопоставив текущий кризис с 18 предыдущими банковскими кризисами, наблюдавшимися в экономике развитых стран после Второй Мировой войны³, вычислили, что после среднестатистического кризиса экономика развитых стран возвращается к уровню, который был бы достигнут, если бы кризис не произошел.

2. Непереводаемая игра слов: "nice" по-английски означает также "славный, приятный" (прим. перев.).

3. Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, «Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison», February 5, 2008. См. также: Nicolas Bloom, «The Impact of Uncertainty Shocks», NBER working paper 13385, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, September 2007.

тистического кризиса уровень реального производства на душу населения снижался более чем на 2 процента, и возвращение к прежним показателям роста занимало два года. Если же брать только пять самых серьезных послевоенных кризисов (в Испании, Норвегии, Финляндии, Швеции и Японии), то среднее падение уровня годового экономического роста от максимального до минимального значения составило 5 процентов, после чего более трех лет темпы роста оставались на значительно более низком уровне, чем до кризиса.

Авторы сопоставили тенденции в изменении цен на жилье, курсов ценных бумаг и величины внешнего дефицита в США за последние семь лет с соответствующими средними величинами для предыдущих кризисов, и выяснили, что рост цен на жилье и курсов ценных бумаг в данном случае был существенно выше, а величина внешнего дефицита США по отношению к ВВП существенно больше, чем во время предыдущих кризисов. Сумма внешнего дефицита США в момент его максимального возрастания составляла более двух третей положительного сальдо баланса по всем странам мира.

Особенно многозначителен тот факт, что цены на жилье в США выросли намного больше, чем во время пяти «больших кризисов», так как он свидетельствует о том, что ценам на американское жилье еще предстоит очень сильное падение. И пока цены на жилье не демонстрируют признаков того, что они достигли дна, финансовым рынкам будет затруднительно вернуться к нормальному состоянию, а уровень потребительского доверия останется низким. И «Голдман Сакс», и «Братья Леман» считают, что падение цен на жилье в США прекратится лишь в конце 2009 г.

Не одни лишь цены на жилье, курсы ценных бумаг и сумма внешнего дефицита США в преддверии кризиса взлетели выше, чем перед прежними банковскими кризисами индустриальной экономики — другие показатели также вызывают тревогу. Средняя задолженность домохозяйств по отношению к величине их дохода достигла рекордного уровня, причем более четверти домохозяйств не имеют в запасе достаточных активов (включая само жилище), которые позволили бы более трех месяцев поддерживать текущий уровень расходов в случае потери работы (т.н. состояние «net asset poverty»)⁴.

В настоящее время от банков по-прежнему активно требуют балансовых отчетов, и они пытаются едва ли не любой ценой избавиться от «призрачных активов» на миллиарды долларов, которые не могут быть обращены в реальные активы. Дополнительным источником стресса выступает падение курса доллара и соответствующий рост инфляционных ожиданий.

Взлет глобальных цен на продовольствие в последние месяцы 2007 и в первые месяцы 2008 г. представлял собой, по выражению Всемирной продовольственной программы ООН, «тихое цунами». Мировые цены

4. Asena Caner and Edward Wolff, «The Tragedy of Asset Poverty in the U.S.» *Challenge* 47, no.1 (January–February 2004): 5–52.

на рис с апреля 2007 по апрель 2008 г. утроились. По меньшей мере в 33 странах, включая Китай, Тибет, Филиппины и Гаити, происходили голодные бунты. Резко подскочили также цены на другие товары и энергоресурсы.

Сложилась ситуация, похожая на идеальный шторм. Налицо одновременный кризис недвижимости, кредитования, банковской системы, валютного курса, продовольственного, товарного и энергетического рынков. Потребительская и инвесторская неуверенность приводит к резкому замедлению экономического роста, и в то же время неуверенность вдвое снижает отзывчивость компаний на стимулирование средствами монетарной и фискальной политики по сравнению с обычными временами. Принимая в расчет только США и страны, тесно связанные с ними экономически — например, Великобританию, — мы можем вполне уверенно утверждать, что худшее нам только предстоит и что экономический рост не вернется на прежний уровень по крайней мере еще два года. Оптимисты указывают, что макроэкономическое влияние кризиса на остальной мир, включая большинство стран континентальной Европы, оказалось невелико, но неясно, случилось ли это потому, что последствия кризиса еще не сказались в полной мере, или же остальной мир действительно по большей части остался в стороне от него⁵.

ПРИЧИНЫ КРИЗИСА

Непосредственные причины кризиса вполне очевидны. Они сводятся главным образом к «избыточному долговому левериджу» или «неосторожной выдаче займов», главным образом в форме сложно структурированных кредитных обеспечений, которые позволяли банкам, хедж-фондам и аналогичным учреждениям создавать активы, состоящие из корпоративных обязательств и закладных, а затем перепродавать их, перекладывая на покупателей риск неуплаты по долговым обязательствам. Большая часть таких сделок не учитывалась в бухгалтерской отчетности и осуществлялась вне ведения вкладчиков и контролирующих органов. В какой-то момент общая сумма задолженности по США превысила способность расплатиться по долгам, после чего обеспокоенность ненадежностью некоторых финансовых активов и неуверенность в отношении того, где и в каком объеме ожидать возможных убытков, отбила у многих кредитующих учреждений желание

5. Тем не менее сотни тысяч камбоджийцев в 2007 и 2008 гг. вследствие краха кредитной системы остались без земли и жилья. Когда денежные рынки лишились прежней стабильности, спекулянты и инвесторы ринулись на Восток в поисках надежных способов вложения своей наличности, и коммунистическое правительство Камбоджи, рассчитывая на то, что в страну хлынет поток иностранной валюты, стало распродавать иностранным и местным сверхбогачам пляжи, острова и буквально все на свете. В ходе этого «накопления путем ограбления», поднявшегося к новым высотам варварства, «было продано 45% всех земель страны — начиная от земли вокруг Ангкор-Вата и заканчивая колониальными домами Пномпеня и юго-западными островами» (Adrian Levy and Cathy Scott-Clark, «Country for Sale», *Guardian Weekend*, April 26, 2008).

выдавать новые ссуды возможным заемщикам. Ликвидный рынок структурированных кредитных продуктов схлопнулся; при отсутствии желающих покупать стало невозможно оценить активы. Стандарты финансовой отчетности требовали от компаний снижать стоимость займов, выплата по которым представлялась сомнительной, и предупреждать рынок о повышенных рисках. Списание займов — и неясность с тем, какую именно сумму списывать в отсутствие достоверных рыночных цен — лишь укрепляло порочный круг между сокращением кредитов, отсутствием надежных цен и соответствующей низкой ликвидностью.

Как мы пришли к такому состоянию дел? Причины кризиса можно понять в контексте фундаментальных изменений, произошедших в капиталистической мировой экономике за последние три десятилетия, особенно изменений в размере и роли рынков капитала. Эти изменения породили по меньшей мере шесть скрытых причин, совместное воздействие которых привело к резкому возрастанию уязвимости глобальной финансовой системы, когда мелкие события могут повлечь за собой очень серьезные последствия, а контрциклическая политика теряет прежнюю эффективность. Эти скрытые причины в чем-то аналогичны тектоническим напряжениям, которые накапливаются вдоль линии разлома и неожиданно высвобождаются в виде землетрясения:

1. Изменения в структуре финансового сектора США, произошедшие в конце 1970-х — начале 1980-х гг., включая переход от банковского дела, ориентированного на чистую прибыль (*net margin banking*), к модели типа «*originate and distribute*» («создавать и распределять»).
2. Децентрализованная и чрезмерно мягкая система финансового контроля в США.
3. Макроэкономическая политика США и, в частности, волна ликвидности, инициированная финансовыми властями США в ответ на крах дот-комов в конце 1990-х — начале 2000-х гг.

Эти причины, порожденные американской экономикой, взаимодействовали с более широкими факторами, связанными с экономической глобализацией и международным финансовым режимом:

1. Колоссальное увеличение объемов глобального кредитного пула, с одной стороны, и меры по борьбе с инфляцией потребительских цен, с другой стороны. В этих факторах отражалось превращение Китая в крупнейшего экспортёра потребительских товаров массового спроса и крупного вкладчика в глобальный финансовый пул и одновременное превращение США в крупнейшего мирового должника и еще одного крупного вкладчика в глобальный финансовый пул.
2. Аномальное взаимодействие между финансовыми и валютными рынками.
3. Чрезмерная сложность и неэффективность глобальной системы финансового регулирования.

От чистой прибыли к модели «originate and distribute»

Вплоть до конца 1970-х гг. коммерческие банки выдавали кредиты в первую очередь на «реальную экономику», т. е. компаниям, занятым в индустриальном производстве; прочие области (такие, как создание обществ ипотечного кредитования и т. д.) обслуживались узкоспециализированными банками. Планирование их деятельности опиралось на прогнозы развития реальной экономики, а министерства финансов могли управлять индустриальным сектором через коммерческие банки.

В конце 1970-х—начале 1980-х гг. в США начал расширяться рынок ценных бумаг, в частности, благодаря наплыву средств из создаваемых в массовом порядке пенсионных фондов. Большие компании, ранее бывшие лучшими клиентами банков, в поисках источников финансирования (помимо нераспределенной прибыли) все чаще выходили на рынок ценных бумаг.

Соответственно коммерческие банки лишились своей «посреднической» роли, и их доходы стали сокращаться. С целью удержаться на плаву они все чаще выдавали займы на более маргинальных рынках—включая ссуды домохозяйствам и мелким и средним предприятиям—и создавали новые финансовые инструменты, а также развивали платные и комиссионерские услуги. Правительство и контролирующие организации были вынуждены снять ограничения времен «Нового курса» (включая закон Гласса-Стигалла эпохи Великой депрессии) в отношении получения банками залогов и выдачи краткосрочных ссуд. Новый режим открывал перед банками гораздо более широкое поле для операций на рынке капитала, чем прежде.

Новая банковская система, возникшая в 1980-е гг., отличалась от прежней тем, что выдача займов предприятиям перестала быть ее главной задачей, а чистая прибыль (разница между процентами, выплаченными вкладчикам, и процентами, полученными от заемщиков) перестала служить основным источником доходов, каким отныне являлись главным образом частная торговля (proprietary trading) финансовыми активами, плата за услуги и комиссионные. Углублению этих процессов способствовало введение в 1988 г. базельских стандартов минимальной адекватности банковского капитала, поощрявших банки переключаться на оказание платных и комиссионерских услуг, для которых не требовалось отложенного капитала.

Согласно новой модели «originate and distribute», суть игры состояла в том, чтобы создать как можно больше кредитных продуктов и побыстрее распродать их инвесторам и спекулянтам по всему миру: в число покупателей входили такие организации, как пенсионные фонды, управление портов Нью-Йорка и Нью-Джерси, и даже муниципалитеты северной Норвегии. Банки использовали две главные стратегии. Первая состояла в охоте за клиентами, наиболее склонными залезать в долги, включая экономически маргинализированных людей, не имевших доходов, работы и активов. Такие люди составляют, по сути, «развивающуюся страну» в пределах США, и эта банковская стратегия была аналогична вложению нефтедолларов, полученных от экспортеров нефти, в развивающиеся страны, в первую очередь латино-

американские, в 1970-х гг. Капиталовложениям в развивающиеся страны в 2000-е гг. препятствовал тот факт, что многие из них, в противоположность 1970-м гг., имели активное, а не пассивное сальдо.

Другая стратегия сводилась к тому, чтобы максимально повысить сложность кредитного продукта с целью скрыть риск от рейтинговых агентств, покупателей и контрольных органов. Фокус состоял в том, чтобы объединить рискованные ссуды с менее рискованными и выдать получившийся кредитный продукт за надежное капиталовложение.

Принципиальное различие между этой бизнес-моделью и прежней моделью чистой прибыли состояло в том, что у банка не имелось стимулов к оценке надежности заемщиков, поскольку проценты и основной капитал выплачивались конечному покупателю актива, обеспеченного залоговыми активами. Банк был заинтересован лишь в том, чтобы продать актив и заработать на этом гонорар или комиссионные (хотя банк мог продать актив своей собственной инвестиционной структуре, не числящейся у него на балансе). Таким образом, эта модель отдаляла заимодавцев от последствий их решений, приводя к ненадежности кредитных оценок и препятствуя отслеживанию рисков.

При этом ключевую роль сыграли кредитно-рейтинговые агентства. Такие институциональные инвесторы, как пенсионные фонды, страховые компании, тресты и т.д. по закону были обязаны покупать ценные бумаги инвестиционного уровня, рейтинг которых был определен одним из общенационально признанных рейтинговых агентств — таких как «Moody's» или «Standard & Poor's». Рейтинг, выставленный этими агентствами, стал заменять собой процесс оценки кредитоспособности, прежде осуществлявшийся ответственными сотрудниками банка и кредитными комитетами. Чем выше кредитный рейтинг, тем легче продать актив конечному покупателю. Отметим, что рейтинговое агентство не несло ответственности за выставляемый рейтинг. Если он оказывался завышенным, это никак не сказывалось на агентстве, если не считать, может быть, постепенной потери репутации; если же все агентства выставляли завышенный рейтинг, то пострадавших и вовсе не было.

Бизнес типа «originate and distribute» особенно быстро развивался во второй половине 1990-х гг., после разработки «технологии секьюритизации». Эта модель поднималась на щит как образец финансовых инноваций, позволяющий создавать более разнообразные и надежные финансовые продукты — более надежные, потому что риск раскладывался сразу на множество плеч. Его сторонники понимали слово «раскладывался» как «снижался».

Сейчас уже очевидно, что привлекательность модели «originate and distribute» закладывала нравственный риск, выражающийся в беспечности по отношению к дорогостоящим последствиям, в самом сердце финансовой системы. Банки и хедж-фонды заражались беспечностью, потому что они действовали как посредники, а не как хозяева основного капитала. Кредитно-рейтинговые агентства также вели себя безответственно вследствие ряда конфликтов интересов, присущих их операциям.

Во-первых, рейтинговому агентству за оценку рейтинга ценных бумаг платит тот, кто их продает или выпускает (банк с Уолл-стрит), и поэтому последний в первую очередь обратится в то рейтинговое агентство, которое склонно выставить высокий рейтинг. Соответственно у каждого рейтингового агентства со временем появляется все более сильный стимул к завышению своих оценок с целью закрепиться на рынке.

Во-вторых, рейтинговые агентства параллельно занимаются другим делом: дают советы о том, как структурировать финансовые продукты. Очевидно, при выдаче советов они руководствуются надеждой на то, что эти же самые продукты попадут к ним на оценку, удваивая их доходы и создавая дополнительный стимул к завышению оценок.

Но наиболее пагубным является третий конфликт. Согласно американским законам о ценных бумагах, рейтинговые агентства не обязаны проводить «добросовестное расследование» («due diligence») в отношении рискованности тех продуктов, которые поступают к ним на оценку. Юридически они имеют право более-менее принимать на веру ту информацию, которую сообщает им продавец продукта. В результате у продавца появляется еще более сильный стимул к мошенничеству. В недавнем докладе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) содержится вывод о том, что рейтинговым агентствам следовало бы проверять информацию, предоставлявшуюся им теми, кто выпускает ипотечные ценные бумаги. Однако авторы доклада забыли о том, что по закону от рейтинговых агентств не требуется проводить такую проверку.

Модель «originate and distribute» проникла из США в Англию, в другие страны англоговорящего мира, а также в некоторые государства континентальной Европы (в первую очередь в Нидерланды и Германию). Банки все в большей степени ориентировались на предоставление кредитов для таких операций в финансовом секторе, как арбитражные сделки: они выдавали ссуды хедж-фондам, частным инвестиционным фондам, и своим собственным внебалансовым структурам для участия в арбитражных сделках, представляющим собой извлечение прибыли из разницы в ценах между различными сегментами рынка.

Результатом стал феноменальный рост финансового сектора по сравнению с другими секторами экономики, и еще более феноменальный рост прибылей в этом секторе. В 1982 г. на долю финансовых корпораций в США приходилось 8 процентов суммарной корпоративной добавленной стоимости и 5 процентов суммарной корпоративной прибыли. К 2007 г. их доля в корпоративной добавленной стоимости удвоилась, составив 16 процентов, а доля в корпоративной прибыли подскочила в восемь раз — до 41 процента. В 2006 г. перегретая банковская модель обеспечивала в двадцать шесть раз более высокую прибыль в расчете на одного занятого в банковском секторе, чем в среднем во всех остальных отраслях по всему миру!⁶

6. Tony Jackson, «Has the Supercharged Banking Model Run out of Control?» *Financial Times*, January 21, 2008. Из всех крупнейших экономик мира доля финансового сектора сильнее всего выросла в США и Великобритании, слабее всего — в Японии.

Рост финансового сектора и его невероятная прибыльность помогают объяснить резкое повышение доли прибылей, обеспеченных деловыми операциями, по странам Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) с 1980 г. и сокращение доли трудовых доходов (что проявляется в стагнации реальной заработной платы). Доля прибылей после Второй Мировой войны десятилетиями колебалась на уровне в 30 процентов, к 1980 г. сократилась до 28 процентов, а затем стабильно возрастала, достигнув к 2003 г. уровня в 36 процентов. Такое 8-процентное увеличение доли прибылей не могло не радовать владельцев капитала и тех, кто им распоряжался, и, казалось, подтверждало истинность постулатов рыночного фундаментализма⁷.

Система финансового контроля в США: излишняя мягкость и отсутствие централизации

Нравственный риск, присущий бизнес-модели «originate and distribute», во времена бума замалчивался по структурным и идеологическим соображениям. Система финансового контроля в США создавалась мало-помалу, без какого-либо единого плана, и каждый новый финансовый продукт обычно получал свой собственный контролирующий орган. В результате за всевозможными, взаимно перекрывающимися секторами финансового рынка страны надзирают более сотни различных учреждений⁸. Многие из этих организаций финансируются теми, кого они контролируют (что ведет к очевидному конфликту интересов). Между контролируемыми сегментами при такой системе остаются большие провалы. Ряд важных секторов, включая рынки высокорисковой ипотеки (subprime mortgages) и внебиржевых (ОТС) деривативов, вообще никем не контролируется. Более того, лишь под частичным контролем находятся трансграничные банковские операции, что отчасти объясняется слабым сотрудничеством между национальными контролирующими органами.

Преобладавший идеологический климат препятствовал попыткам консолидировать систему финансового контроля и распространить ее на такие неконтролируемые сегменты, как высокорисковая ипотека и внебиржевые деривативы. Неолиберальная идеология поднимала нерегулируемые сегменты на щит, объявляя их доказательством верности теорий «эффектив-

Например, с 1980 по 2006 гг. доля занятых в британском финансовом секторе выросла с 11 до 22 процентов; в Японии — с 3 до 4 процентов. О процессах "финансиализации экономики" в широком плане см.: Robert Wade, «Globalization as the Institutionalization of Neoliberalism: Commodification, Financialization, and the Anchorless Economy», in *Institutions and Market Economies: The Political Economy of Growth and Development*, ed. W. Garside (Basingstoke: Palgrave, 2007), 250–77.

7. Robert Wade, «Globalization, Growth, Poverty, Inequality, Resentment, and Imperialism», in *Global Political Economy*, ed. John Ravenhill, 2d ed. (Oxford: Oxford University Press, 2008), 373–409.

8. Joanna Chung, «Multi-layered Patchwork Will Be Tough to Unpick», *Financial Times*, April 24, 2008, 13.

ного рынка», согласно которой рынки сами себя регулируют, и что эффективность, стабильность и инновативность финансовых рынков обеспечивается конкуренцией и мягким контролем.

Нынешний кризис можно рассматривать как «естественный эксперимент» по проверке теории эффективного рынка. И мы видим, что эта теория провалилась, поскольку кризис зародился именно в тех сегментах финансового рынка, которые слабее всего регулируются и в которых наиболее высока конкуренция⁹. И даже если забыть о текущем кризисе, теория не выдерживала проверки и предыдущими кризисами, когда наблюдалось регулярное вмешательство властей с целью спасения рынка и его защиты от системных эффектов. В результате слабо контролируемый финансовый сектор оказывается в лучшем из миров, где прибыли отправляются в частный карман, а убытки раскладываются на плечи общества.

Макроэкономическая политика США: реакция финансовых властей на крах дот-комов

Реакция центрального банка США на крах дот-комов в конце 1990-х — начале 2000-х гг. привела к резкому возрастанию задолженности — или жилищного и корпоративного левириджа — а соответственно и к хрупкости финансовой системы. Вообще, текущий кризис можно рассматривать как следствие мер, предпринятых центробанком. Под руководством Алана Гринспена центральный банк (Федеральный резерв) сохранял краткосрочные процентные ставки на очень низком уровне и стимулировал создание ликвидности, способствуя кредитному буму. Жизнь займы стала единственным разумным способом существования. Долги домохозяйств, компаний и правительства достигли рекордного уровня по отношению к валовому внутреннему продукту (ВВП). В Великобритании долги домохозяйств в процентах к доходу после выплаты налогов находились в 1988–2000 гг. на уровне в 100%, а к 2007 г. возросли почти до 175%¹⁰.

Большая часть кредитного прироста пришлась на рынок жилья (чему способствовал Закон о налоговой реформе 1986 г., согласно которому налогом не облагались только проценты по ипотеке). Зарубежные централь-

9. Бывший брокер лондонского Сити так описывает неконтролируемый мир высоких финансов, который он наблюдал в последние десять лет: "За попадающими на первую полосу историями о случайных трейдерах, теряющих миллиарды, обыденный, повседневный мир высоких финансов в наши дни остается таким же диким и неуправляемым, каким он был всегда... Правда в том, что он насквозь пропитан коррупцией. Несмотря на все разговоры о контроле со стороны FSA [Управление по финансовому регулированию], работающие там знают, что за любые злоупотребления могут отделаться лишь легкими упреками — и так продолжается, день ото дня, год за годом... несмотря на все свои похвалы, FSA, призванное контролировать весь этот сектор, ни разу не предприняло никаких мер в отношении сотен сомнительных сделок с ценными бумагами, заключающихся еженедельно". («Tricks of the Traders», Guardian Weekend, May 3, 2008).
10. «Hopes of Healing», *Economist*, May 3–9, 2008, 42.

ные банки, а также отечественные и иностранные коммерческие банки, страховые компании, пенсионные фонды и подобные организации бросились скупать облигации таких государственных ипотечных агентств, как «Freddie Mac» и «Fannie Mae». Кроме того, они все больше покупали ценные бумаги, обеспеченные активами (asset-backed securities, ABS) в виде ипотечных кредитов, выданных частным агентствами. Объем ABS сначала удвоился в 2003–2004 гг., а затем возрос еще вдвое в 2004–2005 гг. Наплыв кредитов привел к крайнему перегреву рынка жилья¹¹.

Рост спроса на жилье создавался не только людьми, которые при прежней модели чистой прибыли не могли рассчитывать на ипотечные кредиты, но и домовладельцами из среднего класса, обнаружившими, что непрерывный рост цен на жилье позволяет им накапливать жилищные активы, а затем рефинансировать свои закладные на более выгодных условиях и класть разницу себе в карман. Тем же, у кого жилищный пузырь вызывал тревогу, Гринспен говорил, что это просто «накипь» на рынке жилья.

Домовладельцы из среднего класса использовали рост стоимости своей недвижимости для оплаты частных медицинских услуг, частного образования, вкладов в частные пенсионные фонды и т. п. — короче говоря, для финансирования своего личного «государства соцобеспечения»¹². Отказываясь от государственных услуг соцобеспечения, многие из них вставали под знамена политиков, обещавших урезать налоги и свести государственные услуги соцобеспечения к страховке для неимущих. Им без всякого труда удавалось убедить себя в том, что ростом благосостояния и «самодостаточности» они обязаны исключительно своей продуманной инвестиционной стратегии в контексте свободного рынка, закрывая глаза на то, что все их успехи были следствием распухания рынка активов.

Эти тенденции способствовали тому, что господство на командных высотах политического дискурса захватили неолиберальные политические принципы, объявленные пригодными в любых условиях. Такие международные организации западного происхождения, как Всемирный банк и Международный валютный фонд (МВФ), пропагандировали их как основу для экономического развития во всем мире.

Короче говоря, текущий кризис стал последствием макроэкономической политики США в 2000-е гг. Сочетание высоких прибылей в финансовом секторе, неолиберальной идеологии и децентрализованной системы контроля не позволяло контролирующим органам принять меры по замедлению бума, например, путем ужесточения требований в отношении резервного капитала. Все сходилось на том, что «пусть рынок работает, пусть финансовые инновации расцветают, пусть бедные люди тоже покупают себе жилье».

11. Robert Wade, «The Financial Crisis: Burst Bubble, Frayed Model», openDemocracy, October 1, 2007, доступно по адресу: www.opendemocracy.net/trackback/3466/.

12. Jan Toporowski, сообщение автору, 22.04.2008.

Экономическая глобализация

Эти причины, порожденные главным образом ситуацией в США, усугублялись факторами глобального масштаба. В их число входит пространственное разнесение производства, рост ИТ-сетей, позволяющих координировать географически разнесенное производство, а также возвышение ряда развивающихся стран как производственных платформ в ключевых и стандартизированных отраслях — сперва капиталистических стран Восточной Азии, затем Китая. В 1990 г. экспорт Китая составлял 70 млн долларов, в 2005 г. — более 800 млн долларов. Превращение Китая в «мастерскую мира» обострило глобальную конкуренцию во многих отраслях производства благодаря способности Китая производить товары вдвое меньшей себестоимости, чем у конкурентов. Западные компании лишались ценового леввериджа (возможности поднимать цены).

Сочетание большого и возрастающего дефицита США и большого и возрастающего китайского положительного внешнеторгового сальдо привело к росту объемов глобального кредита по отношению к всемирному валовому продукту (см. ниже). При отсутствии «китайских цен» это могло бы привести к инфляции потребительских цен. При существующей же ситуации рост объемов кредита вылился в инфляцию стоимости активов, включая недвижимость и финансовые активы, чему способствовали бизнес-модель «originate and distribute» и тот факт, что центральные банки уполномочены обуздывать инфляцию потребительских цен, но вовсе не инфляцию стоимости активов. Пузыри цен на жилье в США, Великобритании, Ирландии, Испании, Австралии и Новой Зеландии — всего лишь одно из проявлений глобального пузыря цен на недвижимость в последнем десятилетии.

Аномальное взаимодействие между рынками капитала и валютным рынком

Кредитный бум в США, ставший следствием многих лет финансового попустительства, привел к резкому возрастанию и без того крупного внешнего дефицита США. В течение десяти лет США тратили на 5–7 процентов больше, чем производили, причем в последние годы американский импорт превышал экспорт примерно вдвое. Дефицит компенсировался быстро возрастающим наплывом зарубежного капитала. Но уже несколько лет инвесторы были готовы к бегству из страны при первых признаках реальных проблем. Некоторые показатели уже не первый год сигнализировали о приближении кризиса. Единственная причина, по которой США так долго продержались, заключается в том, что это не какой-нибудь Таиланд, а Америка — крупнейшая в мире экономика с самыми обширными финансовыми рынками, выпускающая главную международную валюту. Центральный банк США мог выплачивать долги, печатая доллары и накапливая национальный долг в таких масштабах, какие не снились никакой другой стране.

Но ни одна страна не может вечно жить в кредит. Как только курок был нажат, сразу вскрылась вся присущая этой системе хрупкость, вселяя панический страх в держателей финансовых активов — примерно так же, как происхо-

дит в компьютерных сетях, когда люди узнают, что те заражены агрессивным вирусом. Этот страх распространился далеко за пределы США, поскольку многие другие экономики по берегам Атлантики и в Восточной Европе тоже хронически имели крупный дефицит в торговле с азиатскими производителями.

Длительный бум, предшествовавший нынешнему кризису, был возможен в первую очередь благодаря терпимости международной финансовой системы к колоссальным торговым дисбалансам. Если бы США не потребляли больше, чем производили — и соответственно не залезли бы в долги, — то промышленные мощности и численность рабочих мест в остальном мире увеличивались бы не так стремительно. Обратной стороной быстрого роста внешней задолженности США был столь же быстрый рост мировых валютных резервов, которые по-прежнему исчисляются в основном в долларах. Общие резервы иностранной валюты за последние четыре года удвоились, увеличившись на столько же, на сколько они выросли за весь прошлый век¹³.

Быстрый рост мировых валютных запасов подпитывал глобальный кредитный пузырь, тем самым повышая степень глобальной финансовой уязвимости. Пузырь раздувался сперва в одном месте, а затем в другом, путешествуя по всему земному шару.

Встает вопрос: почему курсы валют не пришли в соответствие с реальной экономической позицией, сложившейся в мире? Согласно простой теории, которой руководствуются политики, относительная стоимость валюты сильно задолжавшей страны должна снижаться, а относительная стоимость страны с большим положительным сальдо должна повышаться, после чего изменение цен повлечет за собой такие изменения в расходах, которые сократят и дефицит, и профицит. Таким образом рынок в теории сам себя регулирует. В реальности же мы нередко наблюдаем совершенно противоположное явление. В 1996–2006 гг. реальный эффективный обменный курс валюты стран с наибольшим внешним дефицитом, как правило, повышался, в то время как стоимость валюты стран с наибольшим профицитом, наоборот, снижалась¹⁴. Короче говоря, валютный рынок совместно с моделью «originate and distribute» действовал как механизм глобальной финансовой нестабильности. Он способствовал сохранению серьезного внешнеторгового дисбаланса, который неожиданно устранялся, когда инвесторы и спекулянты в панике бросались прочь из страны.

Чтобы объяснить, почему простейшая теория саморегулирующегося валютного курса неверна, разделим мировую экономику на две зоны. В зону 1 входят страны с плавающим обменным курсом; в зону 2 входят страны с фиксированным обменным курсом.

В зоне 1 с плавающим курсом находятся и страны с очень низкими процентными ставками — такие, как Япония и Швейцария, — и страны с очень

13. Richard Duncan, *The Dollar Crisis* (Singapore: John Wiley, 2005); Robert Wade, «The Case for a Global Currency: Reining in the Dollar», *International Herald Tribune*, August 4, 2006.

14. UNCTAD, *Trade and Development Report*, 2007, table 1.6.

высокими процентными ставками, — такие, как Исландия, Новая Зеландия, Венгрия и многие другие — там, где велико инфляционное давление, и от центрального банка в первую очередь требуют поддерживать инфляцию на низком уровне. При свободном перемещении капитала всевозможные инвесторы и спекулянты, от японских домохозяек до хедж-фондов, берут кредиты в дешевой валюте и покупают активы в дорогой валюте, наживаясь на разнице курсов. Такие сделки могут повысить относительную стоимость отечественной валюты, позволяя извлекать прибыль не только из разницы процентных ставок, но еще и из повышения валютного курса. Однако многим странам с высокими процентными ставками присущ крупный внешний дефицит. Отсюда с точки зрения простейшей теории саморегулирующегося валютного курса возникает парадокс — курс валюты стран с большим внешним дефицитом повышается, и в результате их дефицит лишь возрастает, а не сокращается. В этом состоит одна из причин хронического внешнеторгового дисбаланса и хрупкости глобальной финансовой системы.

В зоне 2 с фиксированным обменным курсом все происходит по-иному, в соответствии с системой, известной как «Бретон-Вудс-2», потому что она имеет сходство с более ранней бретон-вудской структурой. Лучше всего ее объяснить на примере США и Китая, выступающих как два противоположных полюса. Китай поддерживает более-менее фиксированный обменный курс юаня к доллару, а другие восточно-азиатские страны привязывают свою валюту к доллару, чтобы не утратить конкурентоспособности по сравнению с Китаем. Китай же сохраняет фиксированный курс, поскольку важнейшей задачей его центрального банка объявлена стабильность номинального обменного курса. Центральный банк Китая работает в предположении, что китайский рынок капитала еще недостаточно развит для того, чтобы стабильно поглощать колоссальные потоки долларов, поступающие в страну в обмен на юани, и поэтому он «стерилизует» доллары, устанавливая фиксированный курс их обмена на юани.

Далее центральный банк тратит поступившие в него доллары для того, чтобы покупать американские активы, обладающие большей или меньшей прибыльностью, тем самым создавая упоминавшийся выше обратный поток долларов в США. Объектом скупки становились казначейские векселя, акции таких американских государственных предприятий, как ипотечные агентства «Freddie Mac» и «Fannie Mae», а в 2000-е гг. все чаще покупались ценные бумаги класса AAA, обеспеченные активами в виде закладных.

Этот приток капитала помогал поддерживать процентные ставки в США на очень низком уровне, а кроме того, способствовал перегреву американского рынка жилья и соблазнял банки на чрезмерно рискованные операции. Он придавал американскому государству решимости подчинить своему имперскому влиянию Ближний Восток и Центральную Азию, так как уменьшал необходимость поднимать налоги ради ведения внешней политики типа «пушки *вместе с маслом*». Страны, входящие в Совет сотрудничест-

ва государств Персидского залива, компенсировали Соединенным Штатам расходы на оборонительный зонтик, вывезя в США около 300 млрд. нефтедолларов из общей суммы в 530 млрд (еще 100 млрд ушло в Европу, и лишь по 60 млрд — в Азию и Ближневосточно-североафриканский регион).

Одновременно с тем в самом Китае бурный рост внутреннего кредитования (который представлял собой оборотную сторону роста резервов внешней валюты) привел к раздуванию кредитного пузыря, который порождает инфляцию, по официальным данным находящуюся на уровне в 4–5 процентов, а по неофициальным составляющую более 10 процентов, включая еще более быструю инфляцию цен на продовольствие¹⁵. Проблема инфляции в Китае приводит к социальной напряженности во многих городах, которая подавляется вооруженной силой¹⁶. Бунты и протесты в Тибете в марте 2008 г. выдавались китайским правительством, западными СМИ и тибетскими активистами за реакцию тибетцев на ущемление их прав человека и колонизацию Тибета этническими китайцами. Несомненно, акции протеста подпитывались этими настроениями, но их непосредственной причиной являлся быстрый рост цен на продовольствие за несколько предыдущих месяцев. Инфляция цен на продовольствие привела к тому, что монахи и другие тибетцы громили продуктовые магазины, которые принадлежат в основном этническим китайцам. Китайскому правительству безопаснее объявлять причиной бунта в Тибете общеизвестные трения между тибетцами и китайцами, нежели признавать наличие инфляции продовольственных цен и голодных бунтов во многих регионах Китая.

Вполне вероятно, что китайскую экономику в ближайший год-два тоже ожидает крах вследствие чрезмерного уровня инвестиций (40 процентов ВВП), растущей инфляции, высокой безработицы, сохраняющейся невзирая на быстрый экономический рост, и социальных волнений.

Алан Гринспен в своей автобиографии «Бурная эпоха» пишет: «Нынешний дефицит американского бюджета — далеко не самая серьезная из тех проблем, о которых я бы сейчас беспокоился»¹⁷. Его мнение основано на убеждении в том, что «рынки являют собой выражение самых сокровенных истин о человеческой природе... и поэтому в конечном счете они окажутся правы»¹⁸. Текущие события показывают, что его беспечность по поводу американского дефицита была серьезной ошибкой. Дефицит можно было бы обуздать средствами монетарной и фискальной политики, и всемирная экономика развивалась бы более стабильно и постепенно. Однако власти США не заботились о последствиях, пока продолжался бум и нормы

15. См. блог Майкла Петтиса (Michael Pettis) на www.piaohaoreport.sampasite.com.

16. Philippa Malmgren, «The China-Tibet Inflation Black Swan and Global Implications», ATCA and Philanthropia Dialogue, March 19, 2008.

17. Alan Greenspan, *The Age of Turbulence* (New York: Penguin Press, 2007), 347.

18. Парафраз слов из: Joshua Cooper Ramos, «The Three Marketeteers», *Time*, February 15, 1999; см. также аргументацию в: Anatole Kaletsky, «Is Global Finance out of Control? Yes: Wade, No: Kaletsky», *Prospect* (December 2007), доступно по адресу: www.prospect-magazine.co.uk/article_details.php?id=9918.

прибыли в финансовом секторе выражались двузначными числами, и пока Соединенные Штаты имели возможность финансировать внешнюю политику типа «пушки вместе с маслом».

*Переусложненная и неэффективная система
глобального финансового контроля*

Существующая система глобального финансового контроля имеет очень сложную структуру, включая в себя множество органов с непрописанными взаимоотношениями между ними¹⁹. Постоянно создаются новые комитеты и рабочие группы, а старые почти никогда не упраздняются. У системы нет четкого руководства — об этом свидетельствует тот факт, что министры финансов «большой семерки» почти не уделяли внимания этому вопросу после создания в 1999 г. Форума финансовой стабильности. Состав руководящих органов отражает баланс сил, сложившийся в глобальной финансовой системе после Второй Мировой войны.

Базельский комитет по банковскому надзору (созданный в 1974 г.) являет собой своего рода микрокосм. В нем представлены 13 государств, включая 10 стран из Европы, в том числе Бельгию и могучий Люксембург. Единственное азиатское государство в его составе — Япония. В Базельский комитет не входят ни Индия, ни Китай, ни одна страна Южного полушария. Призванный надзирать за всемирной банковской системой, в реальности он подотчетен 10 (на практике — 13) председателям крупнейших центробанков, большинство из которых не имеет никаких или почти никаких полномочий по надзору за банками. Руководители банковского надзора из тех стран, где он производится без участия центрального банка, официально не входят в состав комитета.

Опять же, в Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO), выполняющую по отношению к ценным бумагам ту же функцию, что и Базельский комитет — к банкам, в это ключевое учреждение, задающее стандарты в своей области, входят два представителя из Канады, но ни одного — из Индии или Китая.

РЕАКЦИЯ НА КРИЗИС

Следует признать, что «мыльные пузыри» являлись составной частью капитализма с самого момента его зарождения, поскольку рыночный механизм хронически неспособен предотвращать перемещения капитала в объемах, сверх тех, что требуются для регулярной выплаты процентов и основных сумм. Пусть более жесткий и всеобъемлющий контроль замедлит финансовые инновации, но возможные выгоды от этих инноваций необходимо сопоставлять с огромным социальным ущербом, вызываемым кризиса-

19. Howard Davies and David Green, *Global Financial Regulation* (Cambridge, UK: Polity, 2008), особ. p. 33.

ми. Очевидно, что нынешняя контролирующая система страдает глубокими изъянами и на национальном, и на международном уровнях²⁰.

К финансовому сектору следует подходить так же, как к регулируемым отраслям — таким, как производство медикаментов, табачных изделий, оружия и взрывчатки²¹. Власти запрещают торговать этой продукцией на свободном рынке из-за социальных издержек, связанных с ее использованием. При этом в ход идут всевозможные меры: ограничение доступа к данным товарам, высокие налоги, различные ограничения на рекламу и прямые запреты. Для того, чтобы удерживать финансовых акторов в границах благоразумия, необходимо применение аналогичного широкого диапазона политических инструментов, выбираемых в зависимости от типа финансовых продуктов и включающих в себя количественные потолки, налоги на транзакции, ограничения на секьюритизацию, иные косвенные меры, затрудняющие финансовые транзакции, и в самом минимальном случае — регистрацию внебиржевых деривативов.

Структуры капитала с положительной корреляцией

Важнейшая задача заключается в коррекции нынешних стимулов, которые, по словам «Экономиста», сподвигают банкиров на то, чтобы «одалживать... людям зонтики, когда сияет солнце, и требовать... их обратно перед началом дождя»²². Иными словами, задача сводится к тому, чтобы в качестве глобальной нормы объявить структуры капитала с положительной корреляцией вместо обратной корреляции, существующей сейчас²³. Структура капитала с положительной корреляцией представляет собой такую структуру, в которой существует положительная корреляция между выплатами по долгу и возможностью их производить: когда она повышается, выплаты тоже увеличиваются; когда она снижается, сокращаются и выплаты. Соответственно владелец капитала берет на себя более значительную долю риска, и стоимость рисков возрастает.

В наше время структурам капитала в различных странах и банках зачатую свойственна отрицательная корреляция: во времена бума стоимость кредитов снижается, а с ухудшением экономической ситуации стоимость кредитов возрастает. Так в мировую экономику привносится циклический импульс, существенно повышая финансовую уязвимость и допуская большой «пересол» в обе стороны.

20. В долговременном плане необходимо также обратить внимание на монетарную политику, координацию курсов валют и т.д. Следует также обсудить вопрос о том, как обеспечить доступным жильем семьи, оставшиеся без крыши над головой.

21. Dani Rodrik, «Financial Innovation: A Case of Aspirin or Amphetamines?» *Daily Star*, April 18, 2008, доступно по адресу: www.dailystar.com.lb/article.asp?edition_id=1&categ_id=5&article_id=91135/.

22. «Joseph and the Amazing Technicalities», *Economist*, April 26, 2008, 20, 23.

23. Michael Pettis, *The Volatility Machine* (Oxford: Oxford University Press, 2002).

*Новые финансовые инструменты
с контрциклическим воздействием*

Одно из решений состоит в том, чтобы развивать новые финансовые инструменты с контрциклическим воздействием. Пример таких инструментов — облигации, привязанные к уровню ВВП. Когда ВВП возрастает, выплаты по процентам тоже увеличиваются, а когда ВВП снижается, уменьшаются и выплаты. Срок платежей по облигациям должен быть разным, а институциональных инвесторов следует поощрять к тому, чтобы они покупали и владели, а не покупали и продавали. В число других инструментов с контрциклическим воздействием входят займы с фиксированной ставкой, подлежащие выплате не в иностранной (например, в американской), а в местной валюте; займы с индексацией по экспортным поступлениям; займы с обратной индексацией по процентным ставкам в США; и, разумеется, инструменты типа акций (equity-like)²⁴.

*Контрциклические международные правила:
пересмотр Базеля-2 и IAS-39*

Другим решением может служить пересмотр новых базельских стандартов адекватности капитала и их привязка к контрциклическим требованиям по отношению к капиталу. Новое базельское соглашение вступило в силу в начале 2008 г., после девяти лет переговоров²⁵. Но ему присущи фундаментальные изъяны, ставшие особенно очевидными в ходе текущего кризиса. В первую очередь оно противоречит принципу, согласно которому нельзя допустить, чтобы организации, подконтрольные сетям общественной безопасности, сами себя контролировали, потому что «контроль за собственной работой в сочетании с сетями общественной безопасности» — это прямой путь к нравственному риску. В то время как Базель-1 предусматривал задаваемую извне цифру минимально адекватного капитала, Базель-2 оставляет гораздо более широкие просторы для контроля своими собственными силами — включая контроль со стороны организаций, считающих себя «слишком взаимосвязанными, чтобы потерпеть крах».

В более конкретном плане Базель-2 предписывает международным банкам использовать свои собственные модели оценки рисков (одобренные Базельским комитетом) для вычисления степени адекватности своего капитала. Однако в преддверии текущего кризиса эти модели продемонстрировали свою полную несостоятельность, способствуя выдаче слишком дешевых ссуд и выдвигая слишком низкие требования к резервно-

24. Джон Уильямсон, в первую очередь известный как человек, сформулировавший положения Вашингтонского консенсуса, в 2008 г. собирается проработать в Английском банке вопрос об облигациях, привязанных к ВВП.

25. Stefan Gerlach and Paul Gruenwald, ed., *Procyclicality of Financial Systems in Asia* (Basingstoke, UK: Palgrave, 2006).

му капиталу (то есть «недооценивая риск»). Кроме того, Базель-2 требует от банков пользоваться рейтингами от рейтинговых агентств, которые также просчитались самым жалким образом. После пересмотра Базеля-2 новое соглашение должно сократить степень самоконтроля и потребовать от властей введения дополнительного налога на банковскую систему, сопоставимого с премией страхования на случай будущих кризисов. Этот налог должен действовать контрциклически, повышаясь в хорошие времена и снижаясь в плохие. Новое базельское соглашение должно сводиться к общим принципам, оставив определение ставок на долю центральных банков.

Требуют пересмотра и международные стандарты финансовой отчетности-39 (IAS-39), поскольку они также оказывают проциклическое воздействие. В отличие от действовавшего ранее разрешения оценивать активы по их исторической стоимости они требуют производить оценку активов по их «справедливой стоимости», которая представляет собой тенденциозный эвфемизм текущей рыночной стоимости. Для целостности рынка, очевидно, полезно, чтобы в финансовой отчетности активы оценивались по их возмещаемой стоимости, и компании относились к IAS-39 с полным одобрением, пока активы возрастали в цене. Но во время спадов база активов сокращается и их уценка вызывает кумулятивный эффект. То, что этот стандарт был принят вопреки требованиям контрциклическости, во многом обязано тому факту, что Международный совет по стандартам финансовой отчетности, созданный в 2001 г. комиссией США по ценным бумагам и биржам и Европейской комиссией и обязанный своим возникновением восточно-азиатскому кризису²⁶, представляет собой профессиональный орган, состоящий из бухгалтеров, чье внимание сосредоточено на компаниях и их рыночных транзакциях, а вовсе не на макроэкономических эффектах — таких, как проциклическость. Однако с тех пор, как эти стандарты были введены в действие в 2005 г., национальные правительства почти не изучали их с законодательной точки зрения, прежде чем включить в состав национального коммерческого права.

26. Введение стандартов финансовой отчетности происходило в рамках общего стремления к установлению глобальных финансовых стандартов после восточно-азиатского кризиса — когда неожиданно обанкротились многие компании, у которых, судя по финансовой отчетности, дела были в полном порядке. Международный совет по стандартам финансовой отчетности был призван разработать «единый набор высококачественных, имеющих принципиальную основу глобальных стандартов финансовой отчетности, которые будут использоваться на всех мировых рынках капитала. Где бы вы ни находились — в Торонто, Токио, Тампе или Турине, — отчетность должна давать одни и те же ответы на одни и те же экономические транзакции». См.: «Prepared remarks of Sir David Tweedie, chair of International Accounting Standards Board, Apr 21, 2008», доступно по адресу: www.iasb.org/NR/rdonlyres/4BoC599D-7704-4A64-8125-DD0D50B36DA5/o/Empire_Club_speech.pdf. См. также: Robert Wade, «A New Financial Architecture?» *New Left Review* (July/August 2007): 113–29; Gerlach and Gruenwald, *Procyclicality of Financial Systems in Asia*.

Контроль за капиталом

Изменение международных правил следует ограничить вышеописанными мерами. Рынки капитала настолько масштабны и изменчивы, что национальные правительства должны быть в состоянии справляться с дестабилизирующим воздействием притока и оттока капитала. Обычно национальным правительствам предписывают «усиливать контроль на национальном уровне» как раз тогда, когда те открывают свою финансовую систему для внешнего мира. Однако история недавних финансовых кризисов в *развитых* странах демонстрирует, как трудно полагаться только на меры контроля для поддержания стабильности финансовой системы, даже при наличии «жесткого» режима контроля. В 1991–92 гг. финансовый кризис ударил по Швеции, и выход из него обошелся этой стране примерно в 6% ВВП.

Контроль за капиталом может частично компенсировать сбои как рыночного механизма, так и благоразумного управления финансами, особенно в развивающихся странах. Необходимо изменить глобальные нормы таким образом, который позволил бы взять под контроль приток и отток капитала — либо в форме количественных ограничений, либо в форме налога на транзакции²⁷. Но не следует называть эти меры «контролем за капиталом», потому что эта фраза провоцирует резко отрицательную реакцию. Лучше использовать выражение «приемы управления капиталом». Кроме того, следует четко дать понять, что приемы управления капиталом не требуют от стран «держаться подальше от иностранного капитала», отбивая у них желание «учиться плавать», согласно ложной дихотомии, провозглашенной двумя должностными лицами МВФ²⁸. Приемы управления капиталом подразумевают стратегический подход к потокам капитала, а не шарханье от них.

*Управление финансами
на национальном уровне*

Один из важнейших вопросов связан с выбором масштабов управления финансами на национальном уровне. Стандартное мышление проводит четкий водораздел между сегментами, лежащими в пределах страховочной сети чрезвычайного государственного финансирования, и сегментами, находящимися вне ее пределов: утверждается, что последние по-прежнему не подлежат никакому контролю за исключением запрета на участие в конкретной деятельности, причиняющей «системный вред» — например, в продаже сво-

27. Gerald Epstein, Ilene Grabel, and K.S.Jomo, «Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990s and Lessons for the Future» (апрель 2003, исправленная версия статьи, представленной на 16-й встрече технической группы G-24 в феврале 2003 г.).

28. Simon Johnson and Jonathan Ostry, «The Flow of Money», Letters, *Economist*, May 3–9, 2008.

пов на кредитный дефолт (credit default swaps) банкам и брокерам, находящимся под контролем государства²⁹.

Контраргумент сводится к тому, что любая попытка помешать неуправляемым организациям порождать системные риски обречена на провал. Кризис демонстрирует, что взрывообразное возникновение сложных финансовых инструментов привело к такому тесному взаимодействию между различными организациями, что исчезло всякое различие между управляемыми и неуправляемыми сегментами. Недавнее спасение «Bear Stearns» — когда усилиями центрального банка США «JPMorgan Chase» купил «Bear Stearns» по заниженной цене (не в последнюю очередь потому, что «JPMorgan Chase» был контрагентом по многим деривативным контрактам «Bear Stearns» и в случае банкротства последнего сам оказывался под ударом) — со всей ясностью показывает, что диапазон организаций, «слишком взаимосвязанных для того, чтобы потерпеть крах», давно вышел за пределы чисто сберегательных организаций.

Структура финансового контроля, особенно в США, нуждается в централизации и в установлении контроля за более широким спектром организаций. В частности, контролю подлежат хедж-фонды и инвестиционные банки вследствие их склонности порождать мыльные пузыри. К ним следует предъявлять более жесткие требования по части резервных обязательств.

В более широком плане полномочия центральных банков следует изменить, исходя из того соображения, что если их задача — поддерживать финансовую систему в кризисные времена, то они же должны предотвращать сползание к кризису, принимая меры как против инфляции потребительских цен, так и против инфляции цен на активы.

Особого внимания требуют рейтинговые агентства и то, как используются выставляемые ими рейтинги. Во-первых, агентствам не должны платить те, кто выпускает ценные бумаги, и те, кто их продает. Возможно, рейтинговым агентствам следовало бы работать за счет инвесторов или покупателей ценных бумаг (хотя здесь мы сталкиваемся с «эффектом безбилетника», поскольку последующие покупатели могут просто пользоваться тем рейтингом, за который заплатили предыдущие покупатели). Или же их можно превратить в некоммерческие организации. Можно также возложить на контрольные органы обязанность по определению кредитного рейтинга тех организаций, которые находятся под их надзором. Федеральный резервный банк США уже выставляет рейтинг многим организациям, находящимся под его непосредственным контролем, и этот принцип может получить дальнейшее развитие в рамках реформированной системы финансового контроля. Во-вторых, нельзя, чтобы одно и то же учреждение и определяло рейтинг финансовых продуктов, и давало по ним советы. В-третьих, к рейтинговым агентствам следует предъявить требование проводить «добросовестное исследование» в отношении финансовых продуктов, которым выставляется рейтинг.

29. Gillian Tett and Krishna Guha, «The Cost of a Lifeline: Humbled Financial Groups Brace for More Regulation», *Financial Times*, April 24, 2008, 13.

Создание «смешанной экономики» в банковском и финансовом деле

В долговременном плане банковский и финансовый сектора должны быть реорганизованы с целью создания «смешанной экономики» в банковском и финансовом деле, когда некоторые финансовые компании оказываются в частичном владении государства или по крайней мере получают государственные гарантии. Эти компании оказывают более широкий спектр общественных и частных услуг, помимо чистого извлечения максимальной прибыли, действуя в интересах не только частных лиц, но и государства. Подобная смешанная экономика в финансовом секторе помогла бы дисциплинировать частных акторов и создавала бы благоприятную среду для «оптимальной практики», под которой понимается практика, в первую очередь направленная не на спекуляции, не связывающая вознаграждение руководству в первую очередь со спекулятивными операциями и насаждающая просвещенное корпоративное управление банковской системой. Сегмент, находящийся в государственном владении либо имеющий государственные гарантии, работал бы в рамках профессиональной этики, не требующей как можно скорее избавляться от заемщиков, не приносящих прибыль.

Возможным образцом могла бы стать кооперация банков Франции и Финляндии. Там некоторые банки, предоставляющие розничные услуги, владеют централизованным «оптовым» банком, который финансируется банками-владельцами и осуществляет рефинансирование путем выпуска внутренних займов или собственных депозитов; оптовый банк следит за тем, чтобы потери конкретного «розничного» банка распределялись среди банков-участников этой системы. Оптовый банк также может находиться во владении государства или получать государственные гарантии.

Все эти меры с большой вероятностью повысят стоимость капитала — к чему и следует стремиться. Стоимость капитала должна находиться в более тесной зависимости от соответствующих рисков.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сопоставление экономических показателей по предыдущим кризисам в индустриальных странах и показателей американской экономики в преддверии 2007 г. позволяет прийти к выводу о том, что нынешний кризис станет более тяжелым, чем большинство предыдущих. Но даже если последствия кризиса окажутся умеренным — несколько кварталов падения производства в США, незначительный экономический рост в Европе, несколько миллионов человек, оставшихся без собственного жилья, увеличение продолжительности рабочего дня и замораживание зарплаты для большинства наемных работников, — и он почти никак не скажется на остальных странах мира, все равно кризис преподал нам важные уроки, которые следует учесть в грядущих дискуссиях по поводу финансовых реформ.

Во-первых, выяснилось, что теория эффективного рынка, ставшая основным обоснованием экономической либерализации, оставляет желать много

лучшего. Мы получили конкурентные финансовые рынки, но конкуренция не привела к их эффективности и стабильности (в отличие от прибыльности). Экстерналии или взаимосвязанность с другими секторами экономики оказались слишком велики для того, чтобы власти могли четко выполнять все предписания теории. Вообще, история предыдущих кризисов демонстрирует, что даже в индустриальных экономиках финансовая либерализация является важнейшим предвестником надвигающегося кризиса³⁰. Правда, в 2000-е гг. в США де-юре почти не происходила финансовая либерализация. Однако широчайшее распространение сделок типа «originate and distribute» де-факто представляло собой дальнейшую либерализацию, поскольку почти никому не подконтрольные игроки получили намного более широкую роль в финансовой системе, повысив ее уязвимость перед определенными потрясениями.

Бизнес-модель «originate and distribute» — специфическая институциональная форма финансовой либерализации — продемонстрировала свою способность порождать серьезные дисфункциональные эффекты, способствуя дистанцированию заимодавцев от последствий их решений и вселяя в них веру в то, что любой новый бизнес — это хороший бизнес. Встает вопрос — каким образом реформировать систему так, чтобы не совсем лишить ее способности к использованию каких-либо инноваций.

Другой урок состоит в том, что явно переусложненная система финансового контроля в США имеет изъяны в своей структуре и функционировании. Некоторые из этих изъянов — например, конфликт интересов в рейтинговых агентствах — настолько очевидны, что остается лишь удивляться, почему их давным-давно не исправили. Для того, чтобы получить ответ, следует задаться вопросом «Qui bono?». Гигантские прибыли, которые приносит финансовая отрасль, лишний раз подтверждают изречение о том, что бесконтрольный капитализм равнозначен бандитизму.

Третий урок сводится к тому, что после начала кризиса даже резкое снижение процентных ставок центрального банка и массивные вливания ликвидности порой оказывают лишь ограниченное воздействие в смысле стимулирования кредитных рынков и инвестиций. Главным результатом в ближайшие годы может стать раздувание еще более огромного пузыря, который лопнет с еще большим грохотом. Отсюда следует, что в первую очередь необходимо вообще не допускать возникновения пузырей.

Наконец, кризис демонстрирует, какую угрозу заключает в себе модель экономического роста, основанная на росте финансового сектора и жилищного строительства, и на терпимости международной финансовой системы к огромным внешним дефицитам.

У нас нет недостатка идей в отношении новых средств контроля и новых глобальных финансовых норм. Но каковы шансы на то, что мы дождемся каких-либо мер, помимо припарок? Разумеется, и конгресс США, и амери-

30. Graciela Kaminsky and Carmen Reinhart, «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems», *American Economic Review* 89 (1999): 473–500.

канское казначейство, и МВФ, и форум финансовой стабильности активно обсуждают реформаторские предложения. Восточно-азиатский кризис 1997–98 гг. вызвал к жизни аналогичную волну предложений, но после того, как он утих, ползучие силы самодовольства воспрепятствовали каким-либо серьезным шагам, помимо формулирования массы новых международных стандартов хорошей практики. Участники рынка пользуются прежней свободой почти в полном объеме.

Финансовая отрасль попытается использовать всю свою мощь для того, чтобы не дать законодателям и контролирующим органам и на этот раз вводить какие-либо новые ограничения. Уолл-стрит уже более-менее одолел американское казначейство, и он будет настаивать на том, что решение заключается в новых стандартах хорошей практики и в новых призывах к благоразумному поведению, но отнюдь не в новых сдержках.

Поскольку кризис поставил под сомнение стабильность даже хорошо институционализированных финансовых рынков, финансовую отрасль особенно беспокоит то, что развивающиеся страны могут вынести из текущего кризиса урок и замедлить свое движение к полной финансовой открытости. Такие же опасения выражает и американское правительство. С точки зрения США важно, чтобы Китай отказался от принципа «государства развития» («developmental state»), согласно которому китайские государственные банки оказывают поддержку китайской индустрии, а во внешнеэкономическом плане Китай создает юаневую сферу в Восточной и Юго-Восточной Азии и налаживает особые военно-политические связи с основными поставщиками потребительских товаров. Такая модель лишает США важнейшего конкурентного преимущества — способности выступать посредником при перемещениях капитала, благодаря которой американские игроки получают непропорционально большую прибыль. В 1990-е гг. Соединенным Штатам удавалось сдерживать подобную угрозу, исходящую от Японии и Южной Кореи (в частности, убедив корейское правительство разорвать тесные связи между финансовым сектором и индустрией во имя построения свободно-рыночной экономики); однако с Китаем не так легко справиться, зато удача сулит огромные барыши.

Нас ожидает рост напряженности по мере того, как США станут оказывать нажим на Китай, требуя от него открыть свою финансовую систему одновременно с зарождающимся в самих США крестовым походом против суверенных инвестиционных фондов, включая и китайские. Суверенные инвестиционные фонды будут добиваться доступа к иным американским активам, помимо низкодходных казначейских обязательств или ценных бумаг, обеспеченных сомнительными активами. Скупка инвестиционными фондами активов, воспринимаемых как национальное достояние, еще сильнее раздует антирейдерские настроения в США.

Для тех, кто стремится к новому мировому порядку, в котором бы США и «большая семерка» имели меньше возможностей самочинно задавать тон в глобальном бизнесе (даже при том, что США остаются «незаменимой страной»), кризис стал светом в конце туннеля. Тот факт, что это первый в исто-

рии кризис, когда все надежды на спасение мировой экономики возлагаются на экономический рост в развивающихся странах, и когда проблемные банки в США и Европе спасаются благодаря инвестициям капитала из развивающихся стран, должен встряхнуть США и «большую семерку», лишив их самодовольства в отношении собственной руководящей роли и доминирования рыночного фундаментализма. Возможно, кризис приведет к тому, что Китай и некоторые другие «новые рыночные» государства займут место равноправных партнеров среди вождей глобальной экономики³¹, и к принятию на вооружение новых представлений о роли государства в регулировании рынка³².

Перевод Николая Эдельмана

31. С целью смягчить компромисс между представительностью и коллегиальностью, к некоторым странам, уже представленным в руководстве глобальной экономикой, можно обратиться с предложением разделить свое представительство с другими странами. Очевидными кандидатами на эту роль выступают некоторые европейские государства.

32. Robert Wade, *Governing the Market* (Princeton: Princeton University Press, 2004).