

# Исправить регулирование: теория рыночного равновесия неверна

Джордж Сорос



Китайский инвестор следит на электронном табло за колебаниями Шанхайского сводного индекса в сентябре 2008 года

© AP Images

*Для выживания глобальной финансовой системы необходимо укрепить международное регулирование, однако при этом надо проявить осторожность, чтобы не зайти слишком далеко. Рынки несовершенны, но еще больше это относится к механизмам регулирования. Джордж Сорос – председатель правления корпорации Soros Fund Management и основатель Института «Открытое общество». Он является автором девяти книг, последняя из которых называется «Новая парадигма для финансовых рынков: кризис 2008 года и его смысл».*

*Данная статья впервые была опубликована в ливанской газете The Daily Star и перепечатывается с разрешения Проекта «Синдикат».*

**М**ы переживаем самый тяжелый финансовый кризис с 1930-х годов. Наиболее характерная особенность этого кризиса заключается в том, что он не был вызван каким-то внешним потрясением – например, решением Организации стран-экспортеров нефти повысить цены на нефть. Он был порожден самой финансовой системой. Этот факт – изъясн внутри самой системы – противоречит общепринятой теории о том, будто финансовые рынки тяготеют к равновесию, а отклонения от равновесия либо происходят случайным образом, либо вызываются неким внешним событием, к которому рынкам трудно приспособиться. Современный подход к рыночному регулированию основан на этой теории, но острота и размах кризиса убедительно доказывают, что с ней что-то принципиально не так.

Я разработал альтернативную теорию, которая гласит, что финансовые рынки неточно отражают базовые условия. Они дают картину, которая всегда так или иначе смещена или искажена. Что еще важнее, искаженные взгляды, которых придерживаются участники рынков и которые выражаются в рыночных ценах, могут при определенных обстоятельствах влиять на так называемые «фундаменталы», которые рыночным ценам положено отражать.

Эту взаимную циркулярную связь между рыночными ценами и отражаемой реальностью я называю «рефлексивностью». Я утверждаю, что финансовые рынки всегда рефлексивны и порой могут весьма сильно отклоняться от так называемого «равновесия». Иными словами, финансовые рынки склонны порождать пузыри.

### КОРНИ КРИЗИСА

Нынешний кризис изначально возник на рынке субстандартных ипотечных кредитов. Лопнувший в США жилищный пузырь послужил детонатором, взорвавшим гораздо более крупный «суперпузырь», который начал формироваться в 1980-е годы, когда лозунгом дня стал рыночный фундаментализм. Этот лозунг привел к дерегулированию, глобализации и финансовым инновациям, основанным на ложном тезисе о том, что рынки тяготеют к равновесию.

И вот карточный домик рухнул. С банкротством компании Lehman Brothers в сентябре 2008 года случилось немислимое. Остановилось сердце финансовой

системы. Ее сразу же подключили к искусственному дыханию: власти в развитых странах фактически гарантировали, что больше ни одному важному учреждению не позволят обанкротиться.

Но страны, находящиеся на периферии глобальной финансовой системы, не могли обеспечить столь же убедительных гарантий. Это породило бегство капитала из стран Восточной Европы, Азии и Латинской Америки. Все валюты упали по отношению к доллару и иене. Цены на товары камнем полетели вниз, а процентные ставки на формирующихся рынках взмыли вверх.

Гонка ради спасения международной финансовой системы продолжается и сейчас. Даже если она увенчается успехом, потребители, инвесторы и предприятия переживают болезненный опыт, все последствия которого еще предстоит ощутить. Глубокая рецессия неизбежна, нельзя исключать и возможность депрессии.

### СОЗДАНИЕ ПРОТИВОВОЕСА РЫНКАМ

Что же делать?

Поскольку финансовые рынки склонны создавать пузыри активов, органы регулирования должны взять на себя ответственность за то, чтобы не позволять им слишком раздуваться. До сих пор финансовые органы напрямую отказывались от такой ответственности.

Конечно, предотвратить образование пузырей невозможно, но должна быть возможность удерживать их в терпимых пределах. Простым контролем денежной массы этого не добиться. Органы регулирования долж-

ны также учитывать кредитные условия, поскольку деньги и кредит не идут нога в ногу. У рынков есть свои настроения и пристрастия, которым надо создавать противовес. Чтобы контролировать кредит в отличие от денег, следует применять дополнительные инструменты. Точнее, их необходимо начать применять вновь, поскольку они использовались ранее, в 1950-е и 1960-е годы. Я имею в виду меняющиеся требования по марже и требования по минимальному капиталу для банков.

При современных изощренных приемах финансового инжиниринга расчет маржинальных и капитальных требований может оказаться чрез-



Бегущая строка на Таймс-сквер в Нью-Йорке сообщает финансовые новости в сентябре 2008 года.



Реагируя на спад мирового спроса на китайский экспорт, правительство КНР приняло пакет мер по стимулированию экономики для расширения покупок на внутреннем рынке.

## МВФ: НОВАЯ МИССИЯ

Поскольку финансовые рынки глобальны, регулирование по своему охвату тоже должно быть международным. В нынешней ситуации у Международного валютного фонда (МВФ) есть новая миссия – защищать периферийные страны от последствий бурь, возникающих в центре, а именно в Соединенных Штатах.

Американский потребитель больше не может служить мотором мировой экономики. Чтобы не допустить глобальной депрессии, другие страны тоже должны стимулировать свою внутреннюю экономику. Но периферийные страны, не обладающие большими экспортными излиш-

вычайно трудным, а то и вовсе невозможным. Поэтому новые финансовые продукты должны перед выпуском в продажу регистрироваться и утверждаться соответствующими органами.

Создание противовеса рыночным настроениям требует обоснованных оценок, а поскольку в органах регулирования работают живые люди, им свойственно ошибаться. Однако у них есть то преимущество, что они получают от рынка обратную связь, которая должна позволять им исправлять свои ошибки. Если ужесточение маржинальных и капитальных требований не приводит к ликвидации пузыря, органы регулирования могут ужесточить их еще сильнее. Но этот процесс не дает полной гарантии, потому что рынки тоже могут ошибаться. Поиск оптимального равновесия – это бесконечный процесс проб и ошибок.

Подобная игра в кошки-мышки между органами регулирования и участниками рынка уже идет вовсю, но истинная ее природа пока не осознана. Бывший председатель Федеральной резервной системы Алан Гринспен со своими туманными высказываниями был мастером манипуляций, но вместо признания реальных последствий своих действий он притворялся всего лишь пассивным наблюдателем. Именно поэтому во время его пребывания в должности вздувались столь огромные пузыри активов.

ками, не в состоянии проводить противочикличную политику. МВФ должен найти пути финансирования противочиклических бюджетных дефицитов. Отчасти это можно сделать путем привлечения суверенных фондов, отчасти – выпуском специальных прав заимствования, чтобы богатые страны, способные покрывать собственный бюджетный дефицит, могли уступить их более бедным странам, которые не могут этого сделать.

Для выживания глобальной финансовой системы необходимо укрепить международное регулирование, однако при этом надо проявить осторожность, чтобы не зайти слишком далеко. Рынки несовершенны, но еще больше это относится к механизмам регулирования. Работники органов регулирования – это всего лишь люди, которые к тому же склонны к бюрократизму и подвержены политическим влияниям. Регулирование следует сводить к минимуму, необходимому для поддержания стабильности. ■

*The Daily Star публикует этот комментарий в сотрудничестве с Проектом «Синдикат», © 2008, The Daily Star. Все права сохраняются. <http://www.dailystar.com> Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.*