

Форум Социална демокрация
Визии и опции за ЮИЕ

12

Ерик Хелайнер

Финансовата криза
и реакциите – какво се случи досега
Пет подхода в търсенето на изход



FRIEDRICH
EBERT 
STIFTUNG

Какво означава социалната демокрация в днешния глобализиран свят?
Какво означава социална демокрация?

Все още ли интересът на гражданите към политиката е налице?
Може ли той отново да бъде събуден?

Съвместими ли са икономическата динамика и социалната справедливост?
Кои конкретни политики се оказаха осъществими? Колко успешни бяха те?

Тези и други въпроси са значими и съществени за всички региони на света. С поредицата от публикации „**Форум социална демокрация – визии и опции за ЮИЕ**“ Фондация Фридрих Еберт желае да допринесе за дебата по тези теми в Югоизточна Европа. Публикациите ще бъдат придружени от форум в Интернет (www.forum-social-democracy.org). Каним всички читатели да участват активно в тези дебати.

Фондация Фридрих Еберт

Бюро България
Ул. “Княз Борис I” № 97
1 000 София
България

• Текстът е публикуван също и на сръбски, македонски, албански и румънски

• Можете да намерите всички текстове на адрес в Интернет www.fes.rs

Ерик Хелайнер

Финансовата криза и реакциите – какво се случи досега. Пет подхода в търсенето на изход

- Всяка глобална финансова криза предизвиква нови регулаторни реакции. Петте понастоящем най-важни подхода за регулиране могат да бъдат обобщени както следва: (1) запълване на пропуски в регулирането на международно ниво, (2) реформа на международния финансов надзор, (3) съпротива срещу регулирането, (4) контрол на движението на капитали и (5) децентрализирано регулиране.
- В момента противниците на нови проекти за регулиране са заели отбранителна позиция, но продължавашото им влияние върху финансовата политика не трябва да бъде подценявано, особено когато кризата бързо отслабва и общественият интерес намалява.
- Въпреки това, финансовата криза е може би, исторически повратен момент в международната регулаторна политика. Ако тя завърши с по-голяма по размер криза на плащанията или дори с доларова криза, това, в крайна сметка, би могло да придаде повече тежест на широката идея за контролиране на движението на капитали.

ЯНУАРИ 2009

Ерик Хелайнер е професор по политически науки в Университета Ватерло в Онтарио, Канада

Всяка глобална финансова криза предизвиква нови регулаторни реакции. Какви реакции породиха до този момент сегашната криза, която започна още през 2007 г.? Доколко тези реакции приличат на онези, които последваха последната голяма криза от 1997-1998 г.? И къде са разликите? Ще бъде ли днешната финансова криза един вид исторически повратен момент в международната финансова политика, както някои вече предсказват?

В настоящата статия ще се опитам да отговоря на тези въпроси от сегашна гледна точка. Петте понастоящем най-важни подхода за регулиране, всеки от които защитава различни стратегии, могат да бъдат обобщени както следва: (1) запълване на пропуски в регулирането на международно ниво, (2) реформа на международния финансов надзор, (3) съпротива срещу всяко по-нататъшно регулиране, (4) контрол на движението на капитали и (5) децентрализирано регулиране. Тук няма да се опитвам да оценявам тези подходи, а по-скоро ще направя едно по-скромно описание и класифициране на отделните предложения. След като обясня отделните подходи, накрая ще завърша с коментар, че има както аргументи за това, че тази криза представлява важен повратен момент, така и такива, които са против тази теза.



Подход 1: Запълване на пропуски в регулирането на международно ниво

Първият регулаторен подход, роден от кризата, е съвременен политически най-значимият. Той изхожда от предпоставката, че по природа финансовите пазари са уязвими от това, което Киндълбъргър (1978) определя в известния си цитат като »мании, паники и крахове«. Представителите на този подход приписват нестабилността на финансовите пазари на редица различни фактори, които стигат от асиметрична информация до човешка психология. Всички те са обединени от убеждението, че е необходимо финансовите пазари да бъдат регулирани до определена степен, ако трябва да се ограничи размера на кризите. От тяхна гледна точка, сегашната криза е възникнала от комбинация от обичайните пазарни турбуленции и неуспеха на надзорните органи да вървят в крак с финансовите иновации на пазара.

Този неуспех беше особено очебиен с оглед на финансовите иновации, които бяха свързани с нови модели на обезпечаване и разпределяне на рисковете. Събпрайм¹-ипотечни кредити бяха превърнати в ценни книжа, които след това бяха събрани в пакети и разпределени в търгуеми портфолия с различни рискови профили. Все по-често кредитните рискове бяха не само прехвърляни и търгувани чрез инструменти като облигации с делимо обезпечение CDO (Collateralized Debt Obligations), но също и обезпечавани чрез кредитни деривати като кредитни деривативни контракти - Credit Default Swaps (CDS), което зачитаваше притежателите от неплатежоспособност при фирмени заеми (Corporate Bonds) или гарантирани с ипотека заеми. Същинската функция на тези иновации се състоеше в това да повиши стабилността на системата чрез разпръскване на кредитния риск и по-висока пазарна ликвид-

ност. Следователно, надзорните органи направиха малко за тяхното наблюдение или регулиране. Събпрайм-кризата сега разкрива проблемите на този пасивен подход.

Тъй като кредитният риск беше прехвърлен на страни, които бяха много отдалечени от първоначалния източник, той стана все по-непрозрачен и в следствие беше подценен от пазара и агенциите за кредитен рейтинг. Тогава когато кризата избухна, разпръскването на събпрайм-ипотеките засили загубата на доверие, тъй като налице беше широко разпространена несигурност за това, кой фактически притежава продуктите и колко голям е действителният риск. Липсващата прозрачност по отношение на вида на риска и действителните носители на риска оказва влияние не само върху участниците на пазара, но с нарастващото разпространение на кризата засегна и надзорните органи. Особено непрозрачен беше огромният пазар за извънборсово търгувани деривати (продукти като CDS), на който участници на пазара (най-често хедж-фондове с висок процент чуждо финансиране) сключваха двустранни сделки без формална клирингова къща или търговска платформа, която да може да минимизира така нареченият риск на контрагента («Counterparty Risk») и да наложи изисквания за марж в договорите.

Новите тенденции на секюритизация практически премахнаха сегашните международни регулаторни изисквания към банките. Когато изискванията за капитал на Базел I и II станаха по-строги, банките създадоха извънбалансови структурирани инвестиционни фондове (SIV) с висок процент чуждо финансиране, за да могат да се включат в бизнеса с ценни книжа. Според някои оценки, малко преди кризата »сенчестата банкова

¹ Subprime: вид жилищен кредит, отпускан на заемоскатели с крайно съмнителна платежоспособност, които понякога дори са непознати на банковата система – бел. пр.

система» се е увеличила до над половината от регулирания банков сектор на САЩ (Тет и Гуха 2008). В допълнение, на пазара на ценни книжа нарасна значението на други институции като инвестиционни банки, кредитни застрахователи и хедж-фондове, които не попадат под различните видове регулации на управлението на риска. Крахът на инвестиционната банка Bear Stearns, чието спасение се оправдаваше с аргумента, че тя била прекалено важна за финансовата система, разкри необходимостта най-накрая да се обърне внимание на проблемите.

Ако разгледаме кризата от тази перспектива, тя показва преди всичко, че надзорните органи изостават от финансовите иновации. Сегашните международни споразумения за по-голяма пазарна прозрачност и по-добро управление на риска трябва да бъдат засилени и разширени. Върху тези споразумения се работи от 80-те години и в резултат на азиатската криза през 1997-1998 г., те бяха силно подпомогнати от западните правителства. Същите правителства сега енергично се застъпват за наваксването на пропуските.

При това, те дадоха задачата за разработване на пътна карта за този подход на Форума за финансова стабилност (FSF), който беше създаден през 1999 г., за да събере високопоставени представители на финансови министерства, централни банки и органи за финансов надзор на страните от Г-7, представители на международни регулаторни комисии, както и представители на важни международни институции и надзорни органи. През април 2008 г. форумът издаде доклад, който бързо беше подкрепен от

страните от Г-7 и обхващаше план с над 60 препоръки за запълване на пропуски в регулирането. Наред с друго, банките трябваше да бъдат принудени да заделят по-високи капиталови резерви при сложно структурирани продукти и извънбалансови финансови сделки (специфичните правила бяха създадени от Базелския комитет за банков надзор (BCBS). Освен това, те трябваше да следват нови насоки за управление на ликвидността, които Базелският комитет оповести през юни. Всички участници в различните нива на процеса на секюритизация трябваше да огласяват рисковете в по-голяма степен. Освен това, FSF препоръча създаването на така наречената »колегия от надзорници«, един надзорен орган с членове от различни страни, който да наблюдава най-големите в света финансови институции. Основните елементи на плана за действие на FSF бяха одобрени на световната среща на върха на Г-20.

Според много от застъпниците на по-засиленото международно регулиране обаче, планът за действие има своите ограничения. Така например, не беше засегнат въпросът дали изискванията за капитал трябва да се отнасят и за други институции извън банките, респективно дали трябва да им се забрани да упражняват определени дейности, които са от голямо значение за системата. Както ще стане ясно по-надолу в тази статия, планът даде някои препоръки по отношение на кредитните рейтинги и извънборсово търгуваните деривати и хедж-фондове, които залагат по-силно на доброволни и саморегулиращи подходи, отколкото на обвързващи правила.



Подход 2: Реформа на международния финансов надзор

Вторият подход се покрива в голяма степен с първия, но отива по-далеч в един важен аспект: той цели не само да актуализира международните регулации, но се стреми към една истинска реформа. От негова гледна точка, вината за кризата е не само в това, че надзорните органи изостават от иновациите на пазара, а много повече в самото съдържание на сегашните регулации, които не е достатъчно само да бъдат засилени и разширени. Трябва също така да бъдат променени важни свойства на тези регулации, ако искаме да избегнем по-голяма криза.²

Застъпниците на тази позиция се аргументират с това, че решавашата грешка при сегашния подход се крие в процикличната същност на регулациите. Това е свързано с факта, че те се основават на пазарно базирани механизми за оценка на рискове и активи. Ако всички институции използват модели за оценка на риска, които се основават на пазарни цени, спадът на пазара може да развие собствена динамика, тъй като тогава моделите ще предизвикат по-нататъшни масови продажби. Изискванията на сегашните международни счетоводни стандарти, активите да се оценяват по историческата или пазарна цена («fair value») имат същия ефект. Когато всички фирми са принудени да прилагат тези правила, възникват омагьосани кръгове, които могат да бъдат спрени само, ако държавата се намеси и стабилизира пазара.

От тази гледна точка, в съществуващия регулаторен модел е заложено, така да се каже, задължение за намеса на държавата. На това задължение се гледа като на проблематично и то не само въз основа на моралния риск («moral hazard») за примиряване с тази намеса, но и поради причини, свързани с разпреде-

лянето на риска. Или както се изразява Пърсод: »Става въпрос за социализиране на разходите на гърба на данькоплатците. Плащането на бонуси на банките за десетилетие може да струва много скъпо на данькоплатеца и опасността от морален риск е много висока. От друга страна, процикличният характер на сегашните регулации подпомага засилващи се от само себе си цикли, които могат до доведат до опасни финансови балони като онези, на които в момента сме свидетели.

Какво може да се направи в случая? За да се промени процикличната същност на съществуващите правила, регулаторите трябва да се доверяват по-малко на пазара, т.е. на основаната на цената оценка на стойност и риск. Основният принцип е ясно обяснен от Гудхарт и Пърсод (2008): »Регулаторите използват пазарните цени, за да се подсилят срещу крах на пазара. Вече не е изненада, че това се оказва също толкова ефективно, колкото линията Мажино. Ако пазарните цени можеха да предсказват крахове, тогава нямаше да се стига до тях.« Вместо това, надзорните органи трябва да разработят нови видове правила, които да действат срещу тенденциите на пазарните цени. Пример е испанската система за динамични резерви, която принуждава банките в добри времена да формират резерви, които да им бъдат на разположение в лоши времена. Освен това, могат да бъдат проучени други видове антициклични задължения за финансовите институции, чиято стойност се променя в зависимост от ръста на кредитния обем или от цената на релевантните активи. Много от тези реформи, както се аргументира, могат да бъдат въведени в рамките на втория стълб на Базел II.

² За последващите аргументи виж по-специално Пърсод (2008а, б), Ийтуел и Пърсод (2008а, б), както и Гудхарт и Пърсод (2008).

Освен това, относно предизвикателствата, свързани с държавните спасителни действия, банките биха могли да бъдат принудени да изплащат застрахователни премии, които при намеса на държавата да служат като покритие. Тази реформа би регулирала не само разпределянето на риска при такива спасителни акции («Bailouts»), но би мотивирала банките да действат по-благоразумно. Евентуално това би могло дори да спре желанието им да играят прекалено голяма роля в системата (зашото този статут би означавал, че те трябва да плащат по-високи застрахователни премии).

Освен това, Пърсод се аргументира с това (2008a, b), че регулаторите трябва да се откажат от усилията си да принудят всички институции да спазват единен набор от правила. Вместо да създават хомогенност на пазарите, те би трябвало да дадат възможност за съществуването на институции, които по време на кризи купуват и по този начин играят стабилизираща роля. Регулаторните задължения могат да бъдат степенувани в зависимост от рисковата структура на различните институции. Ако примерно една институция има ниска степен на задлъжнялост или благоприятна структура на финансиране, или ако разчита главно на дългосрочно финансиране, тя не трябва да бъде обвързана с правила, които предписват неща като оценка, основана на пазарната цена или чувствителни към риска модели.

До каква степен тези видове модели получават официална политическа подкрепа? Сред западните финансови експерти все по-силно се разпространява мнението, че процикличната същност на регулирането представлява проблем, на който трябва да се обърне внимание. На срещата си през юни 2007 г. финансовите министри от страните от Г-8

примерно обясниха: »Планираме да работим върху смекчаване на процикличността на финансовата система«. Държавните и правителствени ръководители на страните от Г-20 потвърдиха това през ноември и приканиха регулаторите »да разработят препоръки за смекчаване на процикличността, включително проверка, как моделите за установяване на стойност и чуждото финансиране, капиталовите изисквания, мениджърските заплати и моделите за предоставяне могат да засилват цикличните тенденции.« (държавни и правителствени ръководители на страните от Г-20, 2008). Посочването на мениджърските заплати отразява нарастващото убеждение, че, чрез структурата на възнаграждението, служителите на финансовите институции се насърчават да предприемат големи рискове във времена на бум.

Все още, обаче, няма общо съгласие за това, какво трябва да бъде направено, за да може регулирането да бъде насочено в една по-силно изразена антициклична посока. Докладът на FSF от април 2008 г. например, предлага регулаторите да обмислят антициклични стандарти за собствен капитал, но не по-рано от 2009 г. Дебатът за реформата в счетоводните стандарти се проведе значително по-бързо и по-интензивно, при което редица правителствени представители – особено от Европа – показаха интерес към промяна на правилата, за да не продължи да се засилва натискът на свиването. (например Джайлс 2008). Освен това, групи от частния сектор – отчасти в опозицията на други групи от частния сектор – използват влиянието си, за да постигнат в условията на криза едно либерализиране на оценяването на пазарната стойност при неликвидни активи (Герера 2008). Накрая FSF призова водещите надзорни органи да се занимават с тази тема по-подробно.



Подход 3: Съпротива срещу регулирането

Трети, напълно различен подход се опитва да се противопостави на натиска на правителствата за ново регулиране на финансовите пазари. Тук се застъпва мнението, че държавните регулатори никога не могат да разполагат с достатъчно информация, за да предотвратят следващата криза и винаги ще са обречени на неуспех. Алън Грийнспан (2008) първоначално принадлежеше към най-видните представители на този подход (въпреки че в последствие той леко се дистанцира от него): »Независимо от факта, че разкриването на измамнически машиниции (една тема, която отдавна ме занимава) би било затруднено, сигурно ли е, че едно сериозно засилване на надзора ще подобри финансовия резултат? Съмнявам се. Проблемът не е в прекалено слабото регулиране, а в нереалистичните очаквания по отношение на това, какво могат да предотвратят регулаторите. (...) Дори и да имаха право на пълна интервенция, не можем да бъдем сигурни, че щяха да успеят да предотвратят събпрайм-провала. (...) Опитвахме с регулиране, от силно до централно планиране. Нито един подход не работеше в действителност. Още колко пъти ще проверяваме доказателствата?«

Също така, в подкрепа на този подход е фактът, че до голяма степен кризата беше предизвикана не от провал на пазара, а от правителствена политика. Трескавият натиск на държавата за ново регулиране се основава, според тази гледна точка, на грешна интерпретация на уроците на кризата. Често цитиран пример за грешна правителствена политика е следването на прекомерно либерална парична и валутна политика от началото на новото хилядолетие, което доведе до инфлационен балон в САЩ и на други места. Мюнхау (2008) казва за това: »...тази криза беше предизвикана не от финансови спекулации, а много повече основно от икономическата политика. Ето защо главните злодеи не са банкерите,

а икономистите – не в ролята им на преподаватели и изследователи, а във функцията им на политически съветници и създатели на политики.« Най-важният урок от кризата, следователно, би бил не едно по-силно регулиране, а подобряване на паричната и валутната политика. Мюнхау критикува предимно възгледа на Алън Грийнспан, че не трябва да се обръща внимание на инфлационните балони. Други пък се аргументират с това, че за инфлационния балон вина носят не само западните централни банки, но също и Китай и други развиващи се пазари, както и държавите-производителки на петрол, тъй като големите им спестявания и солидни доларови резерви предизвикаха спад на ставките на реалните лихви в САЩ (виж например Волф 2008с).

Водещи представители на международната частна финансова общност се съпротивяват от егоистични причини срещу ново регулиране на финансовите пазари чрез регулаторни органи. Водеща роля тук се пада на Института за международни финанси IIF (Institute of International Finance), който през изминалото десетилетие многократно доста успешно предотврати или най-малкото разводни международните регулаторни усилия, организирайки различни доброволни кодекси за поведение и други инициативи за саморегулиране в рамките на финансовата индустрия (виж Портър 2005; Хелайнер, предстоящо издаване). Тази стратегия той преследваше отново в началото на кризата. В началото на април Институтът издаде междинен доклад, който беше обсъден на най-високо ниво от най-големите банки в света. Той съдържащо едно широко признаване на направените от банките грешки и предложи различни инициативи за саморегулиране в области като управление на риска, ликвидност, извънбалансови сделки, оценяване, поемане на риск, кредитен рейтинг и заплати, както и прозрачност и огласяване.

Ето какво каза президентът на IIF и управител на Deutsche Bank Йозеф Акерман: »Ние сме решени първо да изметем пред нашата врата и да не оставяме тази задача на надзорните органи.« (цитат от Джайлс, Аткинс и Уилсън 2008). Пledoарията на банкерите за по-силно саморегулиране срещна одобрение и в други части на финансовия сектор.

С оглед на скъпо струващите спасителни акции и очевидната тежест на кризата, реакцията на правителствата, обаче, беше явно по-сдържана от предходните години. Когато, малко след публикуването на доклада на IIF, топ банкерите настойчиво застъпиха своето мнение на частна вечеря на министри от G-7 и представители на централните банки, свидетели описаха настроението между тях и правителствените представители като »изнервено«, а един представител на G-7 определи претенциите на банкерите дори като »странни«. Според Жан-Клод Трише, президент на Европейската централна банка, саморегулирането вече не изпълнява своята задача: »Всички ние трябва да приемем много сериозно нашата отговорност и в случай на съмнение да се примирим с това, че ще ядосаме частния финансов сектор.« (всички цитати от Джайлс и Гуха 2008). Френският президент Никола Саркози отиде дори по-далеч: »Саморегулирането на пазарите е минало. Няма повече лесе-фер³. Пазарът не винаги е прав.« (цитат от Торнхил 2008).

Финансовите журналисти са също толкова критични. След като прочита ”опустошителната самокритика“ на банкерите, Мартин Волф

(2008b) от Файненшъл Таймс пита ”Бихте ли приели, че хора, описващи собствените си грешки по такъв драстичен начин, спазват своя доброволен кодекс?“ Той отбелязва също, че пледоарията за саморегулиране е претърпяла удар чрез спасителната акция за Bear Stearns: ”Ако приемем, че ще извадим от затрудненията финансовата система, когато тя изпадне в криза, тогава регулирането е неизбежно.“ (Волф 2008a). В заключението на своята реакция към доклада, Волф саркастично обобщава ”почти, но не съвсем“.

Въпреки решимостта за много регулатори, Форумът за финансова стабилност (FSF) подкрепи в априлския си доклад използването на някои доброволни, респективно саморегулаторни инициативи. По отношение на извънборсово търгуването деривати, FSF призова частния сектор да създаде по-стабилна инфраструктура за пазара, отколкото принудително да предизвиква този резултат. Колкото до агенциите за кредитен рейтинг, FSF насочи към един само маргинално преработен кодекс на IOSCO⁴ (излязъл в края на май). А по темата хедж-фондове, той прие с одобрение регулярните доклади за приемане на ”най-добри стандарти“, които се разработват от бранша. До срещата на върха на G-20 през ноември, тонът на официалните съобщения по темата извънборсово търгувани деривати и агенции за кредитен рейтинг стана все по-остър, при което държавните и правителствени шефове и за бъдеще приемат саморегулирането на частния сектор по отношение на хедж-фондове.

Подход 4: Контрол на движението на капитали

На другия край на спектъра е един регулаторен подход, настояващ за по-голям контрол върху трансграничното движение на капитала. Един от аргументите в полза на това гласи, че кризата, поне отчасти, беше предизвикана от прекомерната мобилност на капитала. Привържениците

на подхода се аргументират с това, че огромните притоци на капитал в САЩ допълнително са надули тамошния спекулативен балон. В тази връзка кризата се сравнява с тази от 1997-98 г. на азиатските пазари в преход, която по същия начин настъпи след масивните притоци на капи-

³ Laissez-faire - ненамеса на държавата в частни инициативи - бел. пр.

⁴ IOSCO – International Organization of Securities Commissions – Международна организация на Комисиите по ценните книжа, бел. пр.



тал, което създаде спекулативни балони в редица държави. Правят се паралели и по отношение на кризата с дълга през 80-те години, която се предхождаше от огромното и внезапно преразпределение на излишъци от петролни долари.⁵

Опитът от всички тези събития доведе до заключението, че един от основните уроци на кризата е, че мобилността на капитала трябва да бъде ограничена. Както се изразяват Родрик и Събраманиан (2008): “Най-напред по-големи потоци на капитали от богати страни към победни доведе до кризата с дълга в Латинска Америка в началото на 80-те години. През следващото десетилетие, подобен капиталов поток предизвика азиатската финансова криза. От 2002 г. потокът се обърна, т.е. от пазари в преход и изнасящи петрол държави към индустриално развития свят, особено към САЩ. Резултатът остава същият. Изглежда, че няма значение в каква посока се движи капиталът. Самият факт, че тече в достатъчно големи количества през границите, което е и прехваленият феномен на финансовата глобализация, изглежда, че създава проблеми. (...) Въпреки че част от корените на събпрайм-кризата са във финансите на отделните държави, международният паричен поток увеличи нейния размер.”

Шо се отнася до намаляване остротата на глобалната финансова криза, според авторите, един подход за ограничаване на мобилността на капитала, има по-големи изгледи за успех, отколкото всички усилия за по-силно регулиране, тъй като последното никога няма да успее да бъде в крак с иновациите на финансовия пазар. Обобщено накратко, при тях това звучи по следния начин: “Ако рисковото поведение на банките и финансовите институции не може да бъде регулирано перфектно, трябва да намерим начин да намалим обема на трансакциите. (...) Това означава, че финансовите средства трябва да текат в по-малки количества през границите, така че финансите да са ‘предимно национални’, както съветваше Джон Мейнард Кейнс.” Сигурно е, че контролирането на капитала ще отнеме част от предимствата от финансовата глобализация. От друга страна, Родрик и Събраманиан (2008) твърдят, че икономически доказателства за тези предимства ще са фактически “трудни за намиране”.

По-специално, двамата автори призовават за засилване контрола на движението на

капитали в развиващите се страни, включващ депозитни изисквания за притоците на капитал и данъци върху финансовите трансакции. В развиващите се страни, те призовават към индиректно намаляване на притоците на капитал, като глобалните икономически дисбаланси се повлияват чрез валутните курсове и макроикономически механизми. Техният извод в крайна сметка гласи: “Докато световната икономика продължава да бъде разделена политически между отделни суверенни държави и различни надзорни институции, глобалните финанси са обречени да страдат от деформации, които са далеч по-лоши от тези на национално ниво. В зависимост от общата ситуация, ролята на политиката би била по-скоро да пречи на притока на капитали, отколкото да го стимулира” (Родрик и Събраманиан 2008).

Тази критика към мобилността на капитала напомня за мнения, изказани по времето на кризата през 1997-98 г. Тогава призивът за ограничаване на капиталовия поток беше най-силен преди всичко в страните, засегнати директно от спукването на спекулативните балони. Той се отрази не само на съзнаването, че притока на капитал беше създал балони, но и преди всичко представляваше реакция срушу масивните спекулативни отливи на капитали, които придружиха пукането на балоните, същите отливи, които доведоха до кризи на валутните курсове и на местните финанси. В тези страни вината за финансовата криза от 1997-1998 г. беше прехвърлена много повече на международните финансови потоци, отколкото на проблемите на местните финанси.

Критикува ли се мобилността на капитала в засегнатите този път страни, т.е. в САЩ и другите западни страни? Със сигурност някои политици, които отдавна скептично наблюдаваха финансовата глобализация, засилиха критиката си по време на кризата. Например в Германия, Оскар Лафонтен, бивш министър на финансите и междувременно водач на новосъздадената Партия на левите, повтаря своите призови за въвеждане на регулаторните механизми за контрол на движението на капитали в световен мащаб: “Ние имаме нужда от инвестиции в истинската икономика, а не в спекулативни трансакции” (цитат от Годов, 2008).

От друга страна, критиката към движението на капитали едва се забелязва на политиче-

⁵ Виж също Райнхарт и Рогоф (2008: 344), въпреки че те не са защитници на регулаторния подход, описан тук

ско ниво в повечето западни държави, а в САЩ даже почти липсва. Това се дължи преди всичко на факта, че спукването на американския спекулативен балон все още не е довело до отлив на капитали и криза на валутните курсове, от които страните в преход бяха засегнати през 1997-98 г. Заемайки от собствената си валута, САЩ се предпази от валутни рискове („currency mismatch“ – несъвпадение във валутите), от които тогава пострадаха страните в преход. Чуждестранните централни банки също продължиха да подкрепят американския долар заради неговата централна позиция в международната финансова система. Ако все пак кризата започнеше да се разгръща и в доларова криза, то тогава щеше да се намери повече политическа подкрепа в САЩ и западните държави за ограничаване на движението на капитали. Не трябва да се подценява и възможността събпрайм-кризата да завърши в следващата си фаза като доларова криза (виж например Сорос; Морис; Хелайнер 2008).

Интересно е, че преди всичко в развиващите се страни, във връзка с настоящата криза, придобива гласност идеята за контролиране на капитала. Случаят обаче не е съвсем същият, какъвто беше през 1997-98 г. Сега нещата се обърнаха и много финансови експерти в развиващите се страни са по-склонни, отколкото преди десет години, да упрекуват жертвата, която в този случай са западните държави. В днешно време те гледат на контрола на капитал по-скоро като на средство за ограничаване въздействията на турбуленциите на западните финансови пазари върху своята страна. Същите тези стратегии – като контрол на движението на капитали и изграждането на солидни валутни резерви, които бяха приложени в края на 90-те години, за да бъде избегната възможността отново да станат уязвими от глобалните финансови пазари, сега биват възхвалявани, че са предпазили държавите от нестабилността, произлизаща от Запада (виж например Кор 2008).

Подход 5: Децентрализирано регулиране

Последният регулаторен подход по принцип препоръчва определена децентрализация на международното финансово регулиране. Същността на първите два описани подхода се изразява в продължаване ангажиране с международно координирани форми на финансово регулиране. След кризата през 1997-98 г. това ангажиране внезапно стана много актуално и финансовите представители на G-7 настояха за въвеждането на набор от най-добри практически стандарти и кодекси в развиващи се страни. Разбира се, техните правителствата в голяма степен бяха доста скептични по отношение на тази инициатива и този скептицизъм нарастна още повече в контекста на сегашната криза.

По време на кризата през 1997-98 г., липсата на ентузиазъм на някои развиващи се страни към проекта за стандарти и кодекси не се дължеше само на това, че те са били засегнати от неявно

изказания упрек, че недостатъчният им вътрешен контрол (а не променливи капиталови потоци) е главна причина за кризата. Също толкова решаващ бе фактът, че пропагандираните стандарти и кодекси бяха разработени в институции, където развиващите се страни слабо или изобщо не бяха представени. Освен това, съдържанието на кодексите и стандартите отразяваше предимно опита на индустриално развитите държави – по-специално САЩ и Великобритания, което не винаги се вписваше в конкретния контекст на съответната развиваща се държава и в много случаи като че ли й налагаше прекомерни високи разходи (Хелайнер и Паглиари, предстоящо издаване).

Както Андрю Уолтър вече отбеляза (2007), първоначално съпротивата се изрази основно под формата на „привидно съгласие“. Но в хода на събпрайм-кризата вече открито се критикува



идеята, че англо-американските стандарти винаги трябва да служат като най-добър практически модел за другите. В действителност не можем да упрекваме анализаторите от развиващите се страни, когато сега от своя страна критикуват САЩ и други западни държави за слабостите и грешките им в областта на регулирането, дори отчасти използвайки същите формулировки (като понятието „crony capitalism“, което често се превежда като „шуробаджанашки капитализъм“). С други думи: натрупва се критика към международни регулаторни проекти, почиващи на англо-американски модели. Или както се изразява Мартин Волф (2008d): „До скоро все още можеше да се каже на китайците, на индийците и на други, които са преживели финансови кризи през изминалите две десетилетия, че съществува финансова система, която е както свободна, така и стабилна. Сега това вече е немислимо. И ще бъде наистина трудно да се убедят тези държави, че крахът на пазарите в САЩ и в други държави с високи приходи, не е сериозно предупреждение. След като САЩ, с огромните си ресурси и опит, не можаха да избегнат тези капани, те ще попитат, защо ние тогава би трябвало да можем да се да се справим по-добре?“

За да се постигне успешно регулиране на финансовия сектор в световен мащаб в този нов контекст, съответните инициативи не могат повече просто да бъдат базирани на модели на доминиращите финансови сили. Други страни трябва да бъдат включени в процеса. Понастоящем развиващите се страни не играят или поне не и официална роля в най-важните инстанции, които се стремят към преформулиране на международния подход (например срещата на върха на G-7, FSF и Базелски комитет). За подобряване на тази ситуация, на срещата на върха на страните от G-20 се взема решение за разширяване на FSF в посока „членуване на повече страни в преход. В същото време, „други важни органи, занимаващи се с установяването на стандарти“ бяха призовани незабавно да преразгледат тяхното членство“ (държавни и правителствени членове на страните от G-20, 2008). Ако тези инициативи наистина успеят да предоставят на развиващите се страни повече глас, е по-вероятно тези страни да изразят готовност за включване в първите два подхода за ново регулиране (а освен това, тяхното участие би могло да повлияе по различен начин на тези подходи). Ако се провалят, обаче, вероятно ще станем

свидетели на по-голяма съпротива срещу универсални регулаторни проекти и може би дори на нарастващ интерес към един децентрализиран и по-фрагментиран международен регулаторен ред.

В момента вече се усеща подобен интерес. Интересно е, че той идва от други индустриално високоразвити държави извън англо-американските кръгове. На срещата на „АСЕАН+3“⁶ през май 2008 г., Япония за първи път предложи създаването на азиатска версия на FSF. Вече по време на преговорите във връзка с Базел II, азиатските държави вземат под внимание изграждането на алтернативна „Азиатска Базел“, тъй като са неудовлетворени от несъобразяването с техните желания (Уолтър 2008: 181). Сега дискредитацията на пазарно ориентирани англо-американски финансови модели допълнително подхрани тази идея. Лиао Мин, високопоставен член на Китайската банкова комисия, обобщи гледните точки на много от азиатския регион през май 2008 както следва: „Смятам, че западните страни би трябвало да преразгледат мнението си въз основа на взаимоотношението между пазар и правителство. Изглежда, че те надценяват възможностите на пазара и пренебрегват регулаторната роля на правителството. За това се стигна до събпрайм-кризата“ (цитат от Андерлини, 2008). Междувременно Китай и Корея подкрепят предложението на Япония и държавите от ASEAN биват призовани да се присъединят към инициативата за създаване на азиатски FSF (Daily Yomiuri 2008).

В Европа немски политици също открито изразяват своето разочарование от това, което виждат като израстъци на англо-американския капитализъм в контекста на събпрайм-кризата. Когато първоначално немските банки бяха в числото на най-силно засегнатите от кризата институции, започнаха да поставят под въпрос доминантността на англо-американските интереси в международните регулаторни органи. В своя станал известен цитат, немският президент Хорст Кьолер говори за това, че «финансовите пазари са се превърнали в чудовище, което трябва да бъде укротено» и призовава към «самоуверено застъпване за континентално-европейска финансова и банкова култура (цитат от Беноа и Уилсън 2008). В действителност и по-нататък Германия се обявява за по-силно регулиране на международно ниво, но и също така открито се дискутират алтернативни

⁶ ASIAN Plus 3 (Association of South East Asian Nations - Асоциация на страните от Югоизточна Азия) – среща на финансовите министри и представители на 10-те страни-членки на асоциацията, гости на форума са Япония, Китай и Южна Корея, бел. пр.

регионални възможности. През февруари, 2008 г., немски представители заплашват, според доклади, да предприемат активни мерки на ниво ЕС, ако международните регулаторни инициативи не са достатъчно стриктни (Беноа 2008). През юни същата година, немският канцлер Ангела Меркел сподели желанието си, в Еврозоната да бъде поставено под въпрос англо-американското доминиране относно финансовите стандарти и да се изгради собствена агенция за кредитен рейтинг. Както отбелязва: "Европа разви известна независимост благодарение на еврото. Но по отношение на правилата, прозрачността на ръководните принципи, както и на цялата стандартизация на финансовите пазари, ние все още имаме една силно доминираща англосаксонска система. Еврозоната досега все още не е успяла достатъчно да повлияе на регулирането на финансовите пазари." (цитирана в Барбер, Беноа и Уилямсън, 2008 година).

През септември, след като беше разкритикувал "англо-американските" финансови принципи на свободния пазар, немският финансов министър Пиър Шайнбрюк също изказа своя възглед, че световната финансова система, в следствие на кризата, ще стане "мултиполярна". Той каза бук-

вално така: "Дългосрочните последици от тази криза още не са ясни, но аз мисля, че вероятно Америка ще загуби своите позиции на суперсила в глобалната финансова система." (цитат от Мангасариян 2008).

Интересът към европейските инициативи за регулиране ще продължи да расте, ако англо-американските политически дейци се опитат да развият международна регулаторна политика, която се различава от представите и вижданията на другите. Разбира се, конкурентният натиск ще се погрижи, възможни регионални регулации да не се отклоняват прекалено много от стандартите, установени в Ню Йорк и Лондон (Сингър 2007). Репутацията на тези финансови центрове беше накърнена заради кризата. В същото време, Еврозоната и Азия добиват все по-голямо значение, което им дава повече влияние в международната регулационна политика и повишава техните възможности да следват свой собствен курс. Ако те се решат на този подход, ще се придвижваме в посока на по-централизиран регулаторен ред, посока, която е по-съвместима с различните форми на капитализъм, но която оставя по-малко пространство за една изцяло либерална система на движение на капиталите и финансовите услуги.

Заклучение: исторически повратен момент?

Вече се превърна почти в клише твърдението, че настоящата глобална финансова криза е една от най-сериозните (ако не и най-сериозната) от 30-те години насам. Тази криза се разглежда като един вид повратен момент за международните финансови системи, отказване от пазарно-ориентираната регулаторна политика, която характеризираше последните две десетилетия. Както казва и Джордж Сорос (2008:99) в своята излязла наскоро книга: Докато предишните кризи подсилваха това, което той дефинира като "пазарен фундаментализъм", последната криза представлява "краят на една ера".

Напълно вярно е, както вече видяхме, че кризата даде тласък на редица регулаторни проекти и всички онези, които се произнасят против официално регулиране, са заели по-скоро отбранителна позиция. Но не трябва да бъде подценявано устойчивото им влияние върху финансовата политика, особено ако суровостта на кризата бързо премине и интересът на обществото към проблема спадне. В допълнение, най-значителните досега регулаторни инициативи, които залагат на по-силно приспособяване към нови развития и на реформа в регулирането, са по-скоро за последователност,



отколкото за драматична промяна, понеже надграждат върху международния проект за регулиране на финансовия сектор, който страните от G-7 подкрепиха след кризата през 1997-1998 г. Тази нова регулаторна инициатива, която изисква една радикална промяна – подхода за контрол на движението на капитал – изглежда днес все повече губи значението си, в сравнение с кризата през 1997-1998 г. (когато дебатите За и Против ползата от контрол на движението на капитали, както и данъкът „Тобин“⁷ имаха много по-голяма значимост) (виж например Коен 2002).

Все пак, този анализ изтъква две причини, поради които събпрайм-кризата би могла да представлява един исторически повратен момент в международната регулаторна политика. Първо, ако тя прерасне в по-сериозна криза на плащанията или дори в сериозна доларова криза - развитие, което самият Сорос предвижда това би могло да придаде по-голяма значимост

на идеята за контрол на движението на капитали. Второ, последствията от появяването на нов децентрализиран подход трудно могат да бъдат преценени. Този подход определено отива в една коренно различна посока от тази на проекта за универсални стандарти и кодекси, застъпен след кризата през 1997-98 г. преди всичко от страните от G-7. И поставянето под въпрос на дългогодишното англо-американско доминиране по отношение на това, което Уейд (2008) нарича “върховно командване” на глобалното финансово управление, може да маркира началото на един нов исторически прелом. Ако децентрализацията остане ограничена в развиващите се страни, може да се стигне до едно съвместно съществуване с първите два регулаторни подхода, понеже в момента те са силно фиксирани в региона на ОИСР. Но ако този подход срещне нарастващата подкрепа на Япония и континентална Европа, последствията могат да бъдат по-дълбоки за системата като цяло.

⁷ Tobin tax - данък върху всяка международна валутна транзакция. Оригинаалното предложение идва от Джеймс Тобин, Нобелов лауреат по икономика, бел.пр.



Използвана литература

- Anderlini, Jamil (2008): China says West's Lack of Market Oversight Led to Subprime Crisis. In: Financial Times, 28.05.2008
- Barber, Lionel; Benoit, Bertrand; Williamson, Hugh (2008): March to the Middle. In: Financial Times, 11.06.2008
- Benoit, Bertrand (2008a): Berlin May Go It Alone on Bank Regulations. In: Financial Times, 06.02.2008
- Benoit, Bertrand; Wilson, James (2008): German President Lashes Out at 'Monster' Market and Its Bankers. In: Financial Times, 15.05.2008
- Cohen, Benjamin (2002): Capital Controls: Why Don't Governments Do the Obvious? In: Armijo, Leslie (Hrsg.): Debating the Global Financial Architecture. Albany: State University of New York Press
- Daily Yomiuri (2008): Japan, China, ROK to Set Up 'Asian FSF'. In: Daily Yomiuri, 23.10.2008
- Eatwell, John; Persaud, Avinash (2008a): Fannie and Freddie, Damned by a Faustian Bargain. In: Financial Times, 17.07.2008
- Eatwell, John; Persaud, Avinash (2008b): A Practical Approach to the Regulation of Risk. In: Financial Times, 26.08.2008
- Financial Stability Forum (2008): Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, Financial Stability Forum (April)
- G8 (2008): Kommunikуй, Finanzminister, 14.06.2008
- Gerrera, Francesco (2008): Goldman Set to Sever IIF Links. In: Financial Times, 23.05.2008
- Giles, Chris (2008): Stability Forum Begins to Think the Unthinkable. In: Financial Times, 2. April 2008
- Giles, Chris; Guha, Krishna (2008): Banks' Self-Regulation Bid Brushed Aside. In: Financial Times, 14.04.2008
- Giles, Chris; Atkins, Ralph; Wilson, James (2008): Bankers Act to Head Off Regulation. In: Financial Times, 10.04.2008
- Godov, Julio (2008): Finance: So, Back to Regulation, Then. SUNS News Service, 20.03.2008
- Goodhart, Charles; Persaud, Avinash (2008): A Proposal for How to Avoid the Next Crash. In: Financial Times, 31.01.2008
- Greenspan, Alan (2008): The Fed Is Blameless on the Property Bubble. In: Financial Times, 07.04.2008
- Helleiner, Eric (2008): Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar? In: Review of International Political Economy 15 (3): 352-76.
- Helleiner, Eric (in Кързе erscheinend): Filling a Hole in Global Financial Governance? The Politics of Regulating Sovereign Bond Restructuring. In: Mattli, Walter; Woods, Ngaire (Hrsg.): The Politics of Global Regulation. Princeton: Princeton University Press.
- Helleiner, Eric; Pagliari, Stefano (in Кързе erscheinend): Between the Storms: Patterns in Global Financial Governance, 2001-07. In: Underhill, Geoffrey; Blom, Jasper; Мьгге, Daniel (Hrsg.): Financial Governance after 30 Years of Integration
- Kindleberger, Charles (1978): Manias, Panics and Crashes. New York: Basic Books
- Khor, Martin (2008): South Should Prepare to Counter Effects of Global Finance Crisis. SUNS News Service, 01.09.2008
- G-20 (2008): Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. 15.11.2008
- Mangasarian, Leon (2008): US Losing Finance Superpower Status, Says Germany. Bloomberg News Service, 25.09.2008
- Morris, Charles (2008): The Trillion Dollar Meltdown. New York: PublicAffairs
- Мьнchau, Wolfgang (2008): Recession Is Not the Worst Possible Outcome. In: Financial Times, 07.07.2008
- Persaud, Avinash (2008a): The Inappropriateness of Financial Regulation. In: Felton, Andrew; Reinhart, Carmen (Hrsg.): The First Global Financial Crisis of the 21st Century. London: A VoxEU, CEPR Publication: 155-57.
- Persaud, Avinash (2008b): Remarks to Euro50 on Financial Regulation and Financial Crises, 30.04.2008



Porter, Tony (2005): Globalization and Finance. Cambridge: Polity Press
Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth (2008): Is the 2007 US Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. In: American Economic Review 98 (2): 339-44
Rodrik, Dani; Subramanian, Arvind (2008): Why We Need to Curb Global Flows of Capital. In: Financial Times, 26.02.2008
Singer, David (2007): Regulating Capital. Ithaca: Cornell University Press
Soros, George (2008): The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means. New York: PublicAffairs
Tett, Gillian; Guha, Krishna (2008): The Cost of a Lifeline. In: Financial Times, 24.04.2008
Thornhill, John (2008): Sombre Sarkozy Sets Out Ideas to Bolster State Role. In: Financial Times, 26.09.2008
Wade, Robert (2008): The First-World Debt Crisis of 2007-2010 in Global Perspective. In: Challenge 51 (4): 23-54
Walter, Andrew (2008): Governing Finance. Ithaca: Cornell University Press
Wolf, Martin (2008a): Why Greenspan Does Not Bear Most of the Blame. In: Financial Times, 09.04.2008
Wolf, Martin, (2008b): Why Financial Regulation Is Both Difficult and Essential. In: Financial Times, 16.04.2008
Wolf, Martin (2008c): The Lessons to Be Learnt from Today's Financial Crisis. In: Financial Times, 02.07.2008
Wolf, Martin (2008d): The Rescue of Bear Stearns Marks Liberalisation's Limit. In: Financial Times, 26.03.2008



**До сега излезли издания на поредицата от публикации
„Форум социална демокрация – визии и опции за ЮИЕ“**

1. Въздействията на ЕС върху Европейския социален модел и социалното единство Lothar Witte – Dr. Heinrich Sassenfeld	7. По пътя на преразгледания европейски модел Anthony Giddens
2. Новата политическа икономия в европейската държава на благоденствието Patrick Diamond	8. Европа на регионите група автори
3. Европейски икономически и социален модел - географска карта на различните интереси Marius Busemeyer, Christian Kellermann, Alexander Petring, Andrej Stuchlik	9. Между стари рецепти и нови предизвикателства: Европейската левица трябва да се преориентира Ernst Hilebrand
4. Социалдемократическа програма след разширяването на Европейския съюз Christoph Zöpel	10. Печелившите от новия Европейски Договор Jo Leinen
5. Унгарските вълнения – симптом на централноевропейската криза на присъединяването Michael Ehrke	11. Гъвкава сигурност на трудовите пазари на Европа – тънката линия между гъвкавост и социална сигурност Inge Kaufmann, Alexander Schwann
6. Социалната справедливост за 21 век	



**FRIEDRICH
EBERT 
STIFTUNG**