

Форум Социална демокрация
Визии и опции за ЮИЕ

13

Жак Сапир

От финансова криза до повратна точка

Как “събпрайм кризата” в САЩ се превърна
в световна и е на път да промени глобалната икономика



**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

Жак Сапир¹

Как “събпрайм кризата” в САЩ се превърна в световна и е на път да промени глобалната икономика

Настоящата финансова криза, породена от ипотечната индустрия в САЩ, и прерастваща в глобален хаос от лятото на 2007² насам, премина в нова фаза на засилване и развитие през ранната есен на 2008. Съществуващите в момента сривове на пазара и извънредни ситуации при банките са най-лошите от 1929 г. досега.

Тази криза е класифицирана като “финансова”. Има известна истина тук поради това, че процес на секюритизация (превръщане на средства в ценни книжа) определено има участие в целия процес. Въпреки това, корените на кризата далеч не са само финансови. Ние ставаме свидетели на колапса на специфичен модел капитализъм, както и на сриването на международния монетарен модел след Бретън Уудс. Залозите очевидно са високи, и тази криза се разглежда като основна повратна точка в двадесет и първи век.

I. Каква е същността на кризата ?

Настоящата криза всъщност е процес на три нива, обхванати в контекст. Станахме свидетели на зрелишна криза на ликвидност от 20-ти септември до 12-ти октомври 2008, чийто случай е идеален пример на “абсолютната предпочитаност към ликвидност” на Кейс, и мотивира сериозна държавна намеса³. Ликвидната криза е в резултат на глобалната криза на финансовата система, фокусираща върху общата несигурност при сложни инструменти за дългове, развити през последните десет години през целия процес на секюритизация. Но тази глобална финансова криза има своите корени в процеса на раздаване на прекалено много кредити, който се разви в Съединените Щати, както и в Англия, Испания и Ирландия.

Тази кредитна експанзия е в резултат на структурните промени в доходното преразпределяне,

наблюдавани в икономиката на САЩ, а също и на Обединеното Кралство в средата на осемдесетте. Те описват “нео-либералния” капиталистически модел⁴. Размерът на надниците намалал и печалбите се увеличили, така разпределението на приходите в САЩ станаха толкова неадекватно, точно както е било малко преди депресията през 1929⁵. При значително увеличение на средната заплата до 2006, то медианната заплата не се промени изобщо. Тя дори се снижи в няколко старо-индустриални щата в САЩ⁶.

Това щеше да доведе до икономическа стагнация с ограничено търсене, но при кредитната експанзия. Тогава може да се каже, че финансовата криза бе резултат от капиталистически модел, който отиде твърде далече.

¹ Професор по Икономика в Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Париж, и директор на CEMI-EHESS. Sapir@msh-paris.fr

² За специфичен анализ, Жак Сапир, “Глобалните финанси в криза” в Real-world Economics Review, издание no. 46, 18 Май 2008, <http://www.paecon.net/PAERReview/issue46/Sapir46.pdf>

³ Ж. Сапир, « Une décade prodigieuse. La crise financière entre temps court et temps long », Revue de la régulation, n°3, 2ème semestre 2008, URL : <http://regulation.revues.org/document4032.html>

⁴ Виж Дж. Ървин, “Нарастващата неравнопоставеност в Нео-либералната централна земя”, Post-Autistic Economics Review, издание n°43, 15 Септември 2007, pp. 2-23, <http://www.paecon.net/PAERReview/issue43/Irwin43.htm>, М. Брюър, А. Гудман, Дж. Шоу and Л. Сибиета, Бедност и неравенство в Британия: 2006, Институт за фискални изследвания, Лондон, 2005.

⁵ Т. Пикети and Е. Саез, “Колко прогресивна е федералната данъчна система на САЩ? Историческа и международна перспектива” CEPР Дискусионен доклад n° 5778, CEPР, Лондон, 2006.

⁶ Конгрес САЩ, Щатски медианни заплати и нива на безработица ,подготвени от Съвместния Икономическия комитет, таблицата издадена от US-JES, Юни 2008.

Глобалният контекст на кризата

Трите различни нива на кризата се развива в специфичен контекст: разпадането на всички утвърдени принципи на Бретън Уудс, завършило с внушителен международен паричен хаос.

Дори би могло да се почне от тук с цел по-добро разбиране на кризата (виж графика 1). Паричният хаос, обобщен от пълната свобода на циркулирането на капитала, доведе до кризата през 1998 в повечето развиващи се държави. Невъзможността на оцеляващите, произлизащи от Бретън Уудс институции, МВФ и Световната банка, да спрат или да държат под контрол кризата⁷, доведе до това, развиващите се страни и най-вече тези в Азия да усетят, че само масивен резерв от чуждестранна валута може да ги предпази. На свой ред това доведе тези държави до прилагането на натрупващи FOREX политики, базирани на подценяване на

националната валута и конкурентна дефлация. Ограничавайки силно техния вътрешен пазар, те се насочиха към износен модел на растеж, и то по време, когато СТО поощряваше нов режим на свободна търговия, което даде възможност на развиващи се държави в Азия да приложат меркантилни политики.

Този растеж от експорта доведе до високи нива на спестявания, а привлекателната за инвестиции политика помогна на развиващите се страни да се насладят на висока норма на растеж на производителността на труда, която не пречи на директните или индиректните приходи на работниците. Докато качеството на изнасяните стоки започна да се покачва (Таблица 1), те допринесоха за дълбок ефект на дефлация чрез надницата върху развитите икономики и особено на тази в САЩ⁸.

Таблица 1

Сравнителен коефициент на износ при страни от ОИСР. Развитие 1972-2005

	1972	1983	1994	2005
Тайван	0,14	0,17	0,22	0,22
Хонг Конг	0,11	0,13	0,17	0,15
Корея	0,11	0,18	0,25	0,33
Сингапур	0,06	0,13	0,16	0,15
Китай	0,05	0,08	0,15	0,21
Индия	0,05	0,07	0,09	0,16

Източник: П.К. Шот, "Относителната сложност на китайския износ", Икономическа политика, н°55, Януари 2008, pp. 7-40, p. 26.

Неустойчивият растеж на САЩ.

Икономиката на САЩ поддържаеше висока норма на растеж чрез заместване на кредита (най-вече ипотечен кредит и понастоящем негативно известният механизъм "теглена, равно на стойността на

дома") с прихода от труд. Това бе подпомогнато от силно про-активната монетарна политика, а също и от процеса на секюритизация. В доста неконтролираната финансова среда⁹, секюритизацията помогна на банките и ипотечните брокери да намалят нормите на печалба върху високо рисковите

⁷ Ж. Сапир, "Le consensus de Washington et la transition en Russie: histoire d'un йchec", in Revue Internationale de Sciences Sociales, н°166, Декември 2000, pp. 541-553.

⁸ Дж. Бивънс, "Глобализация, Американски заплати и неравенство" Доклад на Икономически политически институт, гр.Вашингтон, 6 Септември, 2007.

⁹ Постановлението Грам-Лийч-Блайли през 1999 като последна стъпка, приложен от администрацията на Клинтън.

ипотеки¹⁰. Острата конкуренция в ипотечната индустрия бе силен стимул за разпространение на процеса на секюритизация в ипотечната индустрия (с ипотечно-обезпечените осигуровки)¹¹.

Ипотеката измести постепенно други консуматорски кредитни системи, като бюджетният дефицит в САЩ достигна 93% от БВП за 2006. Въпреки това, без тегленето на равна на дома стойност и постигайки постоянен възход на цените на жилища от 1990 до 2007, американският растеж щеше да бъде доста по-нисък, отколкото беше. Разбира се, евтиният кредит помогна да се подсили търсенето и увеличаването на цените на жилищата, и тогава дори ако домакинските спестявания достигнеха до незабележимите 0.4% на разполагаем приход през 2007, домакинската платежоспособност не бе поставена под въпрос преди цените да започнат да падат. Това бе равно на един масивен "Понзи" финансов механизъм в икономиката на САЩ. До 2007, американските общи (тотални) спестявания удариха рекордно ниските 13.6 процента от БВП, когато в Германия бяха 23,8% и 20.3% във Франция (без да споменаваме азиатските държави).

Създаденият растеж посредством консумацията, по време на спад на производителността на труда, обяснява големия сегашен дефицит по текущата сметка, който САЩ има от 2000-та година досега. Азиатските държави използват техните собствени излишци за масивно купуване на американски дългове. Този двоен дисбаланс за съжаление бе наречен "Бретън Уудс II", но бе съществено нестабилен, тъй като се базираше на неустойчива система на погасяване на дълга.

Европейска дивергенция.

Европейските държави също бяха засегнати от водената от доходи дефлация, подхранена от азиатските меркантилни политики, но също и от "новите попълнения" в ЕС до известна степен. Те трябваше така или иначе да срещнат една доста по-строга монетарна политика, въведена от Европейската Централна банка, което обяснява ситуацията със слабия растеж, който имахме в Евро-зоната.

Принципът на една валута бе сравнително проблемен при хетерогенните държави с доста отклоняващи се отношения на инфлация към растеж¹², както и нямаше нещо като голям "федерален" бюджет¹³. Между другото, икономическата теория е доказала, че инфлацията може да бъде твърде ниска¹⁴. Нулевата инфлация, която ЕЦБ бе целяла, имаше силно негативен ефект върху европейските икономики. Надценката на еврото бе изчислена, че коства БВП между 0.6% и 1% годишно на френската икономика¹⁵. Политиката на ЕЦБ също допринесе за международния монетарен хаос, довело до настоящата криза¹⁶.

Някои европейски страни (Англия, Испания и Ирландия), отговориха на потиснатата икономическа обстановка чрез подражаване на американския "нео-либерален" капиталистически модел, с високо развита ипотечна система и водена от финансите икономика. Домакинското задължняване се задълбочи, след като спестяванията се сринаха надолу. Те са сред държавите, които са най-зле ударени от кризата. Германия надхитри водената от доходи дефлация чрез адаптиране на това, което може да бъде наречено нео-меркантилен модел. В индустриалния процес, след-монтажната продукция бе преместена в новоприсъединилите се държави в ЕС. Прочутото Произведено в Германия бе постепенно заместено от Произведено от Германия, което й даде възможност да отбележи солиден търговски приход. Въпреки това, индустриалната заетост се намали и дълговете на домакинствата се увеличиха, като това е част от проблема, който срещат германските банки. Франция и Италия се опитаха да поддържат "класическия" европейски капиталистически модел чрез сравнително експанзивна обществена политика, но за сметка на увеличаване се обществен дълг.

Все пак, когато стане дума за задължнялост като цяло (включваша домакински, предприемачески и обществен дълг), то държави, придържащи се към "класическия" модел, не са задължително от най-закъсалите.

¹⁰ JPMorgan кредитни деривативи и количествено проучване, « Credit Derivative : A Primer », JPMorgan, Ню Йорк, Janvier 2005. А. В. Ashcraft and T. Schuermann, "Да разбираме секюритизацията на ипотечния събпрайм кредит", FIC Working Paper n° 07-43, Уортън център на финансови институции, Филадельфия, Pa., 2007.

¹¹ Кризата на събпрайм заемите, Доклад и препоръки, Конгрес САЩ, US-GPO, гр. Вашингтон, Октомври 2007. Виж също, W. Li and K. Ernst, Дали шатските хищнически отпуснати заеми срещу жилище работят? Доклад на Център за отговорно отпускане на заеми, 2006; R. Bostic et al., Шатски и локални анти-хищнически закони за отпускане на заеми: Ефента на легално прокараните механизми, Доклад на Център за отговорно отпускане на заеми, Авг. 7, 2007, <http://ssrn.com/abstract=1005423>

¹² I. Angeloni and M. Ehrmann, "Евро Аера инфлационно характеристики", В.Е. Журнал за Макроикономика, Vol. 7: Издание 1/2007, Статия 24, т.31. На разположение в: <http://www.bepress.com/bejm/vol7/iss1/art24>, J. Gali, M. Gertler and D. Lopez-Salido, "Европейска инфлационна динамика" в European Economic Review, Vol. 45, n°7/2001, pp. 1237-1270С. Conrad et M. Karanasos, "Двойно дълга памет за инфлационните динамики сред държави в Евро зоната и връзката между инфлационната несигурност и макроикономическото представяне", в Изучаванена нелинейни динамики и иконометрии, vol. 9, n°4, Ноември 2005, <http://www.bepress.com/snde>.



Таблица 2
Всички задължения в БВП %, 2006

	Франция	Германия	Испания	Англия	Италия
Дълг на домакинства	45%	68%	84%	107%	39%
Дълг на предприятия	73%	57%	104%	88%	63%
Всичко предприятия+домакинства	118%	125%	188%	185%	102%
Национален дълг	63%	67%	39%	39%	106%
Всичко	181%	192%	227%	224%	208%

Източник : INSEE, ECB и UK национална счетоводна система.

Пояснение: Домакинският дълг достигна БВП 112% в Испания до лятото на 2007.

Глобална неустойчивост ?

Настоящата криза показва множество пукнатини.

Американският растеж, предизвикан от кредитиране, не бе устойчив, но също такива не бяха и материалистичните политики, приложени в отговор на финансовата криза през 1998. Икономиката на САЩ не може вечно да увеличава нейния настоящ дефицит по текущата сметка, а за азиатските развиващи се икономики, акумулираши резервите от FOREX, които трябваше да бъдат стерилизирани с цел предотвратяване на увеличението на обменната норма, това не оказва влияние върху инвестиционния процес¹⁷.

По същото време, ЕЦБ следваше политика, директно противопоставена на изискуемата цел към подхранваната европейска интеграция, тъй като насърчаваше структурна разнородност.

Не на последно място, нео-либералната идеология, която насърчаваше широко разпространена дерегулация в банкирането и финансирането, създаде система, опустошавана от ендегенна нестабилност, което бе предвиден резултат в дълга редица от теоретически трудове¹⁸.

¹³ Ж. Сапир, « La Crise de l'Euro : erreurs et impasses de l'Europeisme » in Perspectives Рйpublicaines, n°2, June 2006, pp. 69-84.

¹⁴ Виж, G.A. Akerlof, W.T. Dickens et G.L. Perry, "Макроикономиките на ниската инфлация" в Докладите Бруукингс за икономическата активност, n°1/1996, pp. 1-59. Т.М. Andersen, "Може ли инфлацията да бъде твърде ниска ?" в Kyklos, vol. 54/2001, Fasc.4, pp. 591-602

¹⁵ F. Sachia, "Les effets de l'apprйciation de l'Euro sur l'йconomie franзaise", in Note de Synthise de l'INSEE, INSEE, Paris, June 20th, 2008.

¹⁶ J. Vйbow, "Глобален дисбаланс, Бретън Уудс II и Европейската роля във всичко това" in Дж. Бйбоу и А. Терзи (eds), Евроланд и Световната икономика: Глобален играч или глобален изоставащ?, Ню Йорк (NY), Палгрейв Макмилан, 2007.

¹⁷ Виж Д. Родрик, "Обществената цена на чуждестранните обменни резерви" в Международен икономически Журнал, vol. 20, n°3/2006, pp. 253-266.

¹⁸ М. Ротсчайлд & Дж. Стиглиц, "Равновесие в конкурентните застрахователни пазари", в Журнал Куортърли за икономика, vol. 90, 1977, n°3, pp. 629-649; С.Дж. Гросман и Дж..Ю. Стиглиц, «Върху невъзможността за информационно ефикасни пазари» в Американски преглед на икономиката, vol. 70, n°3/1980, pp. 393-408.

Силно съревноваващите се пазари не са задължително най-добрият инструмент за координация, от когото се нуждаем, а насърчаването на повече конкуренция би било унищожително за ефективността. Дори МВФ накрая призна, че финансовите нововъведения са увеличили риска, и то без съществени подобрения в инвестиционния процес¹⁹.

Можем да посочим три важни факта в настоящия процес на криза, правейки го наистина глобален.

Първият е ключовата роля на процеса на базираната върху намалението на доходите дефлация, причинен от комбинацията от азиатски меркантилни политики (и до известна степен от германската нео-меркантилна политика, подкрепена от склонността на ЕЦБ към анти-инфлация), и от спонсорираната от СТО свободна търговия. Този процес значително отслаби платежоспособността на домакинствата. Дори Пол Кръгман, носител на Нобелова награда през 2008, призна отрицателното влия-

ние на Свободната търговия върху разпределението на приходите в настоящия контекст²⁰.

Вторият важен факт е дерегулацията на международните финанси. Това със сигурност беше втори ключов фактор, помагайки на кредитния проблем да се развие, а по същото време и позволявайки на американската икономика да зарази света. Въпреки това, дори ако неолибералната идеология бе изиграла важна роля тук, трябва да се разбере, че когато кредитът изглежда като единствения начин да се поддържа растеж, то финансовата дерегулация с цел помагане на кредитната експанзия е почти неизбежна. Фактически преди да бъде избран, настоящият президент на Франция Никола Саркози се бе застъпил за това, прокараната в САЩ ипотечна система да бъде приложена във Франция²¹.

Третият важен факт е процесът на структурна разнородност, развиваща се в ЕС и дори в Евро-зоната. Това повдигна сериозни притеснения за оцеляването на еврото като единствена обща валута.

Таблица 3
Годишни позиции по текущите сметки в USD милиарди

	Развити държави	От които САЩ	Япония	Развиващи се държави	От които Китай
1999	-107,9	-299,8	114,5	37,8	21,1
2005	-431,6	-759,9	165,7	518,0	160,8
2006	-508,8	-811,5	170,4	681,6	250,0
2007	-499,8	-784,3	195,9	684,2	380,0

FMI, Световен икономически изглед, гр. Вашингтон, Октомври 2007

¹⁹ Прочети по желание: "...някакои комплексни и многослоевни продукти добавиха малка икономическа стойност към финансовата система. По-нататък, те по-скоро влошиха дълбочината и продължителността на кризата", МВФ, Ограничаване на систематичните рискове и възобновяване на финансовата здравина, Доклад за Глобална финансова стабилност, Април 2008, Вашингтон, т. 54.

²⁰ Р. Krugman, « Търговия и неравенство, ревизирани », 15 Юни, 2007, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/261>

²¹ Виж декларацията, която направи през 17 Март, 2005 на срещата на UMP, URL : http://www.u-m-p.org/site/index.php/ump/s_informer/discours/intervention_de_nicolas_sarkozy_president_de_l_ump

II. Какви са възможните реакции към кризата

Няма съмнение, че тази криза ще е нанесла сериозен удар върху развитите икономики. Ресесията вече е започнала, още преди ликвидната криза през Септември-Октомври 2008 и срива на фондовата борса. Ще става по-зле и ще се разпростира поне до лятото на 2009 и дори евентуално до края й. Спадът на реалната секторна активност ще се отрази на финансовата такава. По този начин настоящата криза се очертава да бъде най-неблагоприятната от края на Втората световна война, принуждавайки правителствата да променят тяхната икономическа политика до значителна степен с цел да се помогне на оформянето на глобалната икономика, с или без кооперативен подход към новоизграждането на по-ефикасен международен монетарен ред.

Криза и нейните последици.

Финансовата криза ще се отрази на реалния сектор на икономиката по различни начини. Кредитният-балон досега бе най-дискутиран, тъй като е и най-поразителен. Въпреки това той съвсем не е единственият канал. В много държави, цените на активите (ценни книжа и недвижимо имущество) са спаднали значително. Това ще нанесе сериозна пукнатина върху ефекта на благосъстоянието. Там, където икономиките са следвали американския нео-либерален модел, е очевидна нуждата да се натрупат спестявания, както и да се ограничи сериозно консумацията на домакинствата по всички направления.

Комбинираният ефект от края на "заем срещу стойността на дома" и от масивния негативен ефект върху благосъстоянието, задействан от скока надолу на цените на активите, значително ще навредят на консумацията в икономиката на САЩ. "Заемът срещу стойността на дома" възлизаше на 3% от реалния разполагаем доход на консуматора до 2005/2006. Острият спад на цените на жилищата изтри този източник на консумация и сривът на фондовата борса създаде огромен проблем за пенсионните осигурителни фондове, правейки задължително увеличение към невероятно ниската норма на домакински спестявания.

Очаква се в продължение на поне 3 тримесечия и може би дори 5, БВП на САЩ съответно да падне до есента с -2.5%/-3.5%.

Сега и Евро-зоната също навлиза в ресесия. БВП ще падне поне с -1.5% до лятото на 2009 в най-добрия случай, някои държави ще изглеждат по-уязвими (Испания и Италия). Дори и германският нео-меркантилен модел сега е пред сериозно предизвикателство. В останалата част от ЕС, Обединеното Кралство е на път да изживее сътресение, много подобно на това в САЩ, а "новите попълнения" са на път да узнаят шо е това дълбока ресесия (Балтийските държави, Унгария, Румъния, Чехия и Полша). Средиземноморските страни свързани към ЕС (Мароко и Тунис), също ще страдат от удара на ресесията.

Дълбокото свиване на потребителското търсене, вече очевидно на автомобилния пазар и при строителните фирми, ще увеличи броя на предприятията, които ще обявят банкрут. Безработицата, която се увеличава бързо в Испания и САЩ, ще се покачи навсякъде, повишавайки домакинската неплатежоспособност, когато и където помощите за безработни са твърде малки или с ограничен спектър.

Изпадането на предприятията създава нови "отровни" върволици от дългове в банковия сектор, а ресесията, причинена от финансовата криза, довежда до нов стадий на затруднения при банковия и застрахователен сектор през зимата на 2008 и ранната пролет на 2009.

Изправени пред задълбочаващи се икономически трудности, правителствата ще отговорят чрез увеличаване на бюджетния дефицит. Най-внушителният ход ще бъде този на САЩ, където може да се очаква, че бюджетният дефицит за 2009-та фискална година ще достигне или дори задмине 10% от БВП. Ако съберем всички възможни дефицитни източници, може да открием, че ще бъдат добавени 930-950 милиарда долара към планирания дефицит от 439 милиарда. Тоталният дефицит на САЩ за 2009 може да бъде добутан до 1.370-1.400 милиарда или близо до 11% от БВП.

По същия начин бюджетният дефицит в ЕС ще нарастне значително чрез комбинацията от правителствена подкрепа за затруднения банков сектор, както и чрез мерки за подпомагане на активността. До началото на ноември през 2008 съществуваше силна опозиция, водена от Германия и Люксембург, застъпваща координиран анти-рецесионен план на нивота на Евро зоната. Това би довело до доста неприятни последици.

Бюджетният дефицит все пак няма да бъде задържан под контрол до 2009. Докато механизъмът на кредитна експанзия изглежда трайно изваден от строя и икономическата активност бъде подгисната за значителен период, обществените спестявания изглеждат като единствената възможност да се избегне развитието на настоящата рецесия в напълно зряла депресия. Кратко преценяване на финансовите нужди показва, че икономиката на САЩ ще има нужда между 20% до 25% БВП до 2011, а икономиките на Евро зоната от 12% до 15% БВП. Ако прибавим и паричните нужди на нефинансовите предприятия, то може да достигнем до 28% до 35% БВП за САЩ и 16% до 21% БВП за Евро зоната.

По всякакъв начин това е масивно увеличаване на целия дълг. Нормите на печалба не трябва да се увеличават (това определено ще унищожи банковия сектор), а финансирането на такова увеличение на дълга не било възможно без значително покачване на нивата на инфлация. Това, комбинирано с факта, че има силна асиметрия в паричните нужди сред държавите, ще предизвика невъобразими колебания при обменните валутни проценти през следващите 24 месеца. Ако американският долар бе подобрил позицията си спрямо еврото през лятото и ранната есен на 2008, то може да се очаква голям обрат, след като конфликтът с дълга излезе на преден план²².

Директните и индиректните последици от кризата са от такава величина, че се очакват съществени промени в икономическите политики и институции.

Процесът на пререгулация на финансовите пазари

Една от най-очевидните промени със сигурност е тенденцията към пререгулация на финансовите пазари. Малцина открито се противопоставят на тази мярка и защитават старото неолберално кредо. Тази тенденция ще доведе до две забележителни последици.

Първото е затягане на контролните предписания за банки и финансови институции. Това със сигурност е необходима промяна, но би било твърде погрешно тя да се възприема като цялостно разрешение на проблема. Контролните предписания са ефективни спрямо познати рискове. Ако, обаче, всички рискове бяха опознати, то те биха били и очаквани, което би елиминирало нуждата от контролни предписания. Рискът, както покойния Г. А. С. Шакъл би го формулирал²³, се определя от изненадата, която едно напълно неочаквано събитие предполага. Да се отнасяш сериозно към риска означава да осъзнаваш че света не може да бъде цялостно описан с помощта на вероятностите. Тогава, контролните предписания неизбежно са непълни и несъвършени в лицето на неочаквано за управляващите събитие. Ако управляващите можеха да предвидят всички събития, това би значело че светът е изцяло базиран на вероятности и в него подобни предписания не биха били необходими. Настрани от логическия парадокс подкопаваш ползата от всяко едно контролно предписание, трябва да се прибави и ефекта от обръщането на предпочитанията – един установен и добре познат факт²⁴.

Контролните предписания обикновено се базират на стимули. Те предполагат определена структура на предпочитанията на отделните играчи. Ако, обаче, сме изправени пред „рамков ефект“ и предстои да последва неочаквано събитие²⁵, структурата на предпочитанията би се променила и контролните предписания биха станали безполезна именно тогава когато са най-необходими. В интерес на истината, контролните предписания никога не са възпирали играчите на финансовия пазар да бъдат увлечени в безумието на финансовите балони...

Второто последицие би могло да бъде завършането към ограниченията върху паричните потоци, особено по отношение на краткосрочните парични потоци с висока степен на изменчивост. Въвеждането на определени форми на контрол върху капитала, редом с осезаемо ограничаване обхвата на процесите на подготвяне на продаваеми ценни книжа определено открива най-добри перспективи за постигане на средно- и дългосрочна стабилност. Редица изследвания изготвени от МВФ, чиято идейна привързаност към капиталната мобилност не може да бъде оспорена, демонстрират, че действителната икономическа стойност на мобилността на краткосрочните променливи активи по отношение на икономическото развитие са силно преувеличени²⁶. Именно

²² Ж. Сапир, «Колко ниско може да падне американският долар?» в Real-world economics review, издание n°47, October 3rd, 2008, pp. 232-236, URL : <http://www.paecon.net/PAERreview/issue47/Sapir47.pdf>

²³ Г.А.С. Шакъл, Очаквания в икономиката, Кеймбридж, Cambridge University Press, 1949.

²⁴ P. Slovic et S. Lichtenstein, «Преференциални обрати : По-широка перспектива», American Economic Review, vol. 73, n°3/1983, p. 596-605.

²⁵ Ж. Сапир, Quelle йconomie pour le XXIи siacle, Одил Жако, Париж, 2005, глава 1 и 4. А. Тверски, and Д. Канеман, «Рационален избор и оформянето на решения», в Journal of Business, vol. 59, n°4, part-2, Октомври 1986, pp. 251-278.

²⁶ Е. Прасад, Р. Раджан and А. Субраманиан, «Парадоксът на капитала», във Финанси и развитие, МВФ, vol. 44, n°1/2007, гр. Вашингтон.



държавите, които в по-малка степен зависят от чужди източници на финансиране, са тези които демонстрират най-висок икономически растеж в дългосрочен план. Финансовата глобализация значително повиши риска пред развиващите се страни без да предоставя очакваната изгода²⁷.

Понастоящем тези становища се защитават от автори близки на или принадлежащи към МВФ. Твърдението че контрола върху паричните потоци би могъл да бъде по-евтин и ефективен начин за постигане на растеж и стабилност при развиващите се икономики, отколкото финансовата глобализация, бе убедително защитено още преди десет години²⁸.

Либерализацията на финансовите пазари със сигурност представлява сериозен фактор предизвикващ нестабилност при развиващите се икономики и подтикващ някои правителства да възприемат меркантилни мерки с цел акумулиране на FOREX; Йорг Бибоу уместно посочва приложимостта на заключенията на Кейнс по този въпрос²⁹.

Несъмнено е по-добре контролните предписания да бъдат затегнати, отколкото да бъдат отпуснати. Но те не са решението. Поставянето под съмнение на финансовата либерализация и глобализация и тяхната еволюция през последните 20 години би представлявало една по-добра отправна точка. Даже и през идущите месеци да бъдат наложени известни ограничения върху паричните потоци, както бе успешно направено непосредствено след краха през 1998³⁰, това не би било достатъчно.

Адресиране на водената от спада в надниците дефлация.

Водената от спада в надниците дефлация изигра решаваща роля в развитието на процеса, довел до настоящата криза. Тъй като кредитите предоставяни на домакинствата ще бъдат сравнително ограничени през идущите месеци, преобръщането на доминиращата до 80-те

тенденция към преразпределяне на доходите би представлявало единственото решение, позволяващо на развитите икономики да се върнат на пътя на стабилното икономическо развитие.

Безсмислено е, обаче, да се търси преобръщане на тази тенденция и справяне с дефлацията в условията на свободна търговия. Трябва да бъде осъзнато становището, че завръщането към митническите тарифи и протекционизма представляват единствения път към справянето не само с последиците от кризата, но и към предотвратяването на изпадане в дълг период на нисък растеж и висока безработица на развитите икономики. Митническите тарифи са предназначени да предотвратяват социален и икономически дъмпинг от страна на държави, в които производителността на труда и експортната политика са близки до тези на развитите страни, докато социалните и екологични наредби не отговарят на икономическите стандарти зададени от развитите икономики³¹.

Очевидно е, че подобна политика на протекционизъм не е насочена към най-бедните измежду развиващите се държави. Може да се твърди, че спонсорираната от СТО свободна търговия всъщност е пагубна за тези държави³². Ако изключим Китай от извадката на „развиващите се икономики“, не може да се каже, че свободната търговия генерира по-големи ползи, отколкото вреди³³.

Важно е също да се отбележи, че взаимовръзката между свободната търговия и икономическо развитие в средно- и дългосрочен план е силно преувеличена³⁴. Твърдението, че митническите тарифи са задълбочили депресията през 1928 противоречат на наличните факти. Крахът в международната търговия в началото на 30-те не е следствие на протекционизма, а се дължи на драстичното свиване на международната ликвидност в следствие фалита на редица банки, както и на липсата на интернационална институция способна да подкрепи държавите изправени пред голям недостиг на злато или FOREX. Двустранните търговски споразумения всъщност спомогнаха за възстановяването на

²⁷ М.А. Косе, Е Прасад, К. Рогов and S-J. Wei, „Финансова Глобализация: Отвъд играта на обвинения“, в Финанси и развитие, МВФ, vol. 44, n°1/2007, Вашингтон DC.

²⁸ Р. Раджан, „Пясък в колелата на международните финанси: Преразглеждане на Дебата на светло за Източно азиатската криза“, доклад на Института за политически изследвания, Сингапур, Април 1999. Д. Родрик, „Кой се нуждае от конвертируемост на капиталовия баланс?“ в Есета за международните финанси n°207, Университет Принстън, Май 1998.

²⁹ Дж. Бибоу, „Международни монетарен (без)-ред и Глобалният парадокс на капиталовите течения“, доклад на Икономическия институт Леви n° 531, Annandale-on-Hudson, The Levy Economics Institute, Април 2008.

³⁰ В.Н. Мелников, «Voprosy valyutnogo regulirovaniya i valyutnogo kontrolya v period finansovogo krizisa», в Den'gi i Kredit, n°12, Декември, pp. 36-42. Ж. Сапир, „Валута и капитал: Властите в Русия – Зашо и как да ги приложим сега“ в Изследвания върху руското икономическо развитие, pp. 606-620, vol. XI, n°6/2000.

³¹ Това вече е било застъпено в Ж.Сапир, la fin de l'euro-libйralisme, Paris, Le Seuil, 2006.

³² Ж. Сапир, « Libre-йchange,, croissance et dйveloppement : quelques mythes de l'йconomie vulgaire » in Revue du Mauss n°30 (2007), La Dйcouverte, Париж, pp. 151-171.

³³ Ф. Акерман, « Смаляващите се ползи от търговията : Критична оценка на облите проекции на ДОНА », Глобално развитие и Институт по обстановки, Доклад n° 05-01, Университет Ъффтс, Медфорд, Ма., Октомври 2005.

³⁴ Р. Bairoch et R. Kozul-Wright, « Митове на Глобализацията : Някои исторически отражения върху интеграцията, индустриализацията и растежа в световната икономика », UNCTAD дискуссионен материал n°113, March 1996, Женева. М.А. Clemens et J.G. Williamson, « Парадокс на растежа на тарифите ? Удара на протекциите върху света в периода 1875-1997 », работен доклад, Център за международно развитие, Университе Харвард, Кеймбридж (Mass.), Август 2001.

известна част от външната търговия. След 1945 международната търговия се разви бързо и стабилно в условията на протекционизъм благодарение на факта, че проблема с международната ликвидност бе отчасти контриран от системата Бретън Уудс със значително по-голяма степен на ефективност в Западна Европа посредством Европейския Паричен Съюз³⁵.

Предвид избора на Барак Обама за президент на САЩ, завръщането към митническите тарифи изглежда изключително вероятно, предвид че то можеше да бъде прогнозирано години по-рано³⁶. Същественият въпрос е как то би могло да се приложи на ниво ЕС.

Връщането към ефективна „единна митническа тарифа“, каквото бе правилото съгласно „Единен пазар“ би представлявало отправна точка. Предвид че ЕС-27 е понастоящем толкова разширен, съществува социален и екологичен дъмпинг в рамките на ЕС. Предвид че става дума за условна система, преди да бъдат взети ефективни решения по отношение съсредоточаване на социалната и икономическата сфера, трябва да бъде възобновено използването на старата парична компенсаторна сума, използвана през 60-те и 70-те. Важно е да се отбележи, че тя би могла да бъде използвана за повишение на бюджета на ЕС (което би направило осъществяването на мащабни проекти за развитие възможно) и би предотвратила възприемането на неомеркантилни наредби в рамките на ЕС.

Какъв нов монетарен ред?

Представеният по-горе анализ на корените на кризата подчертава влиянието на настоящите международни валутни безредици върху условията на кризисния процес. Несъмнено дълбоката и всеобхватна реформа на валутната система е условие за излизане от кризата и за намиране на пътя към устойчивия икономически растеж.

Акумулирането на голям външен дълг и производствените инфлационни тенденции са следствие то кризата, което обещава да предизвика такава нестабилност на валутните пазари, че настоящата ситуация може сравнително бързо да достигне степен на непоносимост. Пътят към един ‘нов Бретън Уудс’, обаче, е изпълнен с трудности.

Очевидно най-добра опция би представлявала международна валутна система, която да е тясно свързана с идеите на Кейнс изложени в периода 1942-1945 и комбинирани на ограничения върху меркантилните наредби, симетрична и ба-

лансирана международна ликвидност и голямо политическо пространство за мерки насърчаващи пълна трудова заетост³⁷. Вероятността, обаче, дори и при новата администрация, Американското правителство да приеме мерки ограничаващи силата на долара е, поне в краткосрочен план, доста малка. Дори сред членовете на ЕС може да се очаква противопоставяне на идеята да бъдат наложени ограничения върху паричните потоци.

Логично е да се очаква период на объркване и неустойчиви регионални спогодби преди въвеждането в действие на глобално решение.

Това от своя страна повдига и въпроса за устойчивостта на Еврото. С увеличаването на тежестта на инфлационните тенденции като следствие от кризата, асиметричните ефекти от политиката на ЕЦБ върху членовете на Еврозоната ще стават все по-непоносими. Важно е да се отбележи, че евентуалното възвръщане на ограниченията върху краткосрочните парични потоци значително би намалило ролята на Еврозоната по отношение хармонизацията на лихвените проценти.

Евротото няма непременно да излезе от употреба. То може да устои по много ефективен начин, ако се превърне от единствена валута, която трудно би устояла на кризата³⁸, в обща валута по образа на BANCOR на Кейнс, в която всички Европейски валути биха били конвертируеми. Регулираните валутни курсове биха били коригирани всеки 6 до 12 месеца, за да се предотврати акумулирането на текущ структурен излишък или дефицит, както и с цел справяне с различните инфлационни тенденции и взаимовръзки в всяка една от Европейските икономики.

Статусът на ЕЦБ би следвало да бъде цялостно преразгледан и постигането на пълна трудова заетост и финансова стабилност редом с намаляване на инфлацията да бъдат въведени като основни цели. Тъй като от началото на 2008 ЕЦБ вече е обременена с „токсични“ активи, принципът на независимост престои в близко бъдеще да бъде поставен под въпрос от страна на правителствата от Еврозоната, когато се наложи те да инвестират капитал в ЕЦБ. Принципът на независимост всъщност не е положен върху здрава теоретична база³⁹. Развитието в тази насока би представлявало значителна и тежка промяна спрямо настоящата ситуация. Алтернативата, обаче, е изходна стратегия от страна на някои държави, което би довело до пълното разпадане на Еврозоната. Превръщането на „единствената валута“ в „обща валута“ по всяка вероятност е

³⁵ Дж. Карпан и Г. Шилаймингер, Европейският съюз за плашания – Финансова дипломатичност през петдесетте години (1950's), Оксфорд, Клеърндън Прес, 1989. Р. Трифин, Европа и размътването на парите – от билатеризъм до почти-конвертируемост, 1947-1956, New haven & London, Yale University Press, 1957.

³⁶ Ж. Сапир, « Retour vers le futur : le protectionnisme est-il notre avenir ? » in L'Economie Politique, n°31, Зиме Trimestre 2006.

³⁷ Дж. Бибу, „Международния монетарен (без)-ред и „Глобалният парадокс на капиталовите течения“, op.cit..

³⁸ Ж. Сапир, « La Crise de l'Euro : erreurs et impasses de l'Européisme » op.cit..

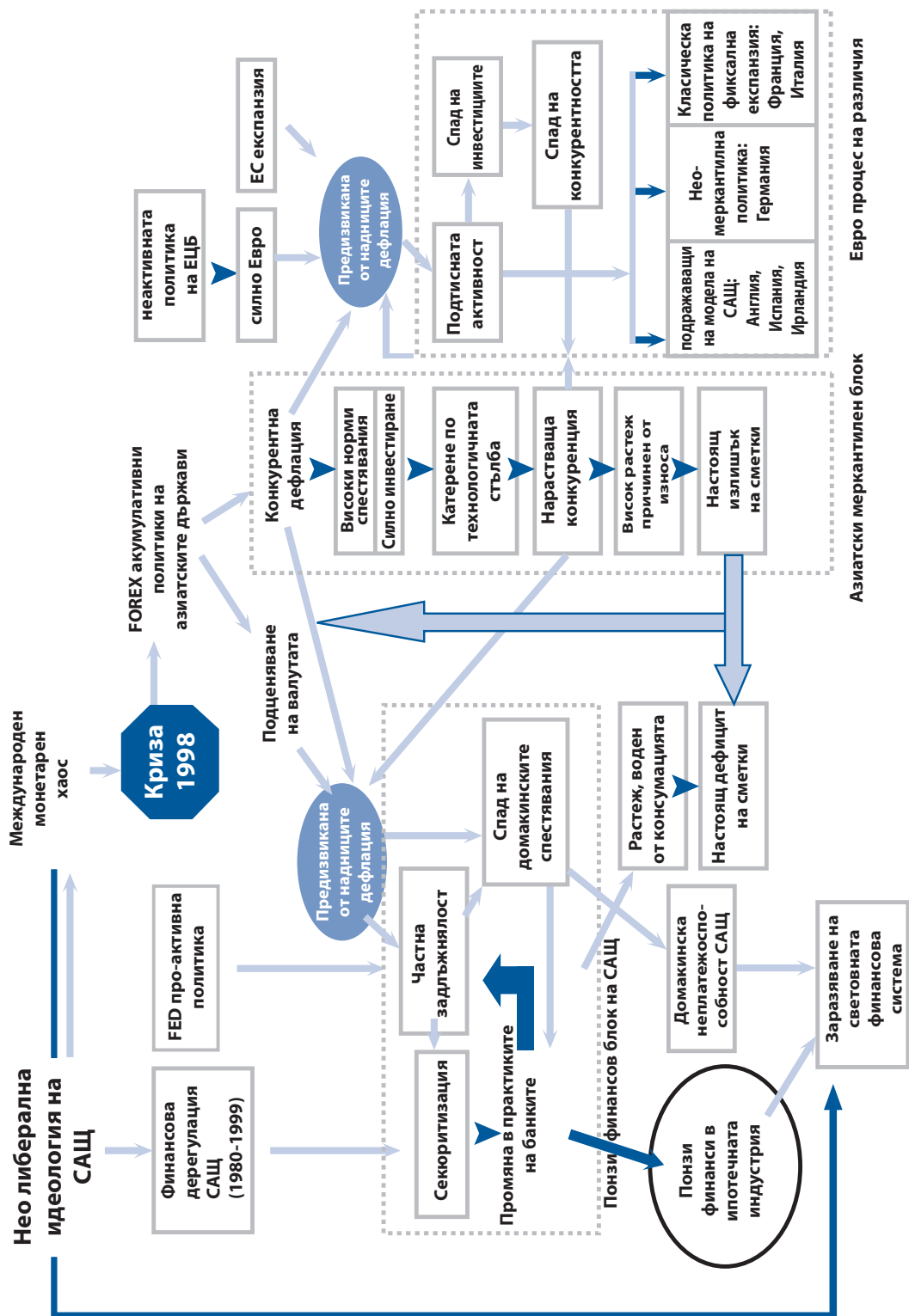
³⁹ Л. Рандал Рей, „След кейнсиански поглед върху независимостта на Централната банка, Политически цели, и дебата Правила-срещу-дискретност“. Доклад на Икономическия институт Леви n° 510, Annandale-on-Hudson, The Levy Economics Institute, Август 2007.



единствената алтернатива за запазване на Евро-то, било то и в радикално променена система.

Тази нова Европейска валутна система, комбинираща Евро-то като обща 'супра-национална' валута и националните валути би могла да представлява регионална вариация на, това което Кейнс предлага в Бретън Уудс. Тя би била по-подходяща за стабилизирането на ръста на кон-

тинентално ниво и би придала по-голяма еластичност, необходима за преодоляването на големи макроикономически сътресения. Бидейки подкрепена от подновения Европейски Паричен Съюз и новата Европейска Инвестиционна Банка, тази система би могла да се превърне в решавашо нововъведение в посока установяване на стабилност и растеж.



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



**FRIEDRICH
EBERT 
STIFTUNG**