

Крах дисциплины

Gillian Tett

Fool's Gold

Free Press, New York, 2009, 304 pp., \$26.00 (cloth).

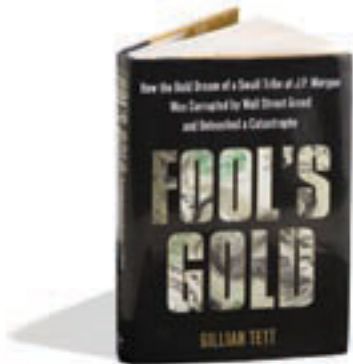
ЛЮБОЙ читатель журнала «Финансы и развитие» уже имеет общее представление о финансовом кризисе, который привел к самому серьезному после Великой депрессии мировому спаду и последствия которого мы еще не преодолели. Разумеется, нет недостатка в точках зрения — от массовых изданий до академических трактатов — по поводу того, что именно вызвало кризис и что необходимо сделать, чтобы избежать подобных кризисов в будущем.

Тем не менее, книга Джиллиан Тетт «Fool's Gold» («Золото дураков») предлагает любопытный взгляд на кризис и дает пищу для размышлений каждому, кто интересуется текущими дебатами об экономической политике, при этом книга читается живо и увлекательно. Тетт отвечает за освещение финансовых рынков в газете *Financial Times*, и в 2008 году была названа деловым журналистом года в Великобритании. Она обладает способностью описать предпосылки кризиса так, чтобы это могли оценить не только финансовые эксперты, но и неискушенные читатели — пожалуй, для любого, кого ставили в тупик такие образцы технического жаргона, как СКД, ОДО или ЦБФА, эти термины станут менее загадочными, по крайней мере отчасти. Но в прошлом она занималась социальной антропологией, и этим объясняется ее интерес к тому, как «смелая мечта кучки единомышленников в фирме J.P. Morgan стала жертвой алчности Уолл-Стрита и вызвала катастрофу».

Экспансионистская политика в сочетании с неэффективным регулированием и слабым надзором сыграли не последнюю роль, однако, как показывает Тетт, финансовый кризис — это, прежде всего, история краха рыночной дисциплины. Автор подчеркивает, что инструменты, разработанные JPMorgan и другими компаниями, способны как помочь в контроле над рисками, так и усилить эти риски, в зависимости от того, как они используются. Несомненно, сотрудники JPMorgan и других компаний, участвовавшие в разработке этих инструментов, были уверены, что они открыли путь к значительно более совершенному управлению рисками. Но сегодня очевидно, что многие важные аспекты финансовых инноваций понимались неверно и они использовались неправильно.

Низкие процентные ставки и уменьшение волатильности после 2001 года

ускорили процесс создания новых финансовых инструментов, что вызвало увеличение доли заемных средств и повысило уровень сложности инструментов. В результате последовало многократное увеличение риска ускоренными темпами вопреки ожиданиям большинства участников рынка. Секьюритизация, которая оказалась достаточно эффективной в случае корпоративных свопов кредитного дефолта (СКД), где еще не утратило актуальность основополагающее правило «знай своего клиента», столкнулась с новыми про-



блемами, когда в рамках обеспеченных долговых обязательств (ОДО) объединялись разнородные и все более низкокачественные активы, особенно непервоклассные ипотечные кредиты с неудовлетворительными характеристиками. Постепенно ценовая структура ипотечных ценных бумаг стала все в большей степени отражать предположение о том, что цены на жилье просто будут продолжать расти, ограничивая риск, связанный с непервоклассными ипотечными кредитами. При этом степень доверия к моделям риска — которые, независимо от их сложности, в конечном итоге основаны на представлении о том, что будущее будет повторять прошлое, — была высока настолько, насколько, вероятно, никогда не рассчитывали их создатели. (Польза моделирования рисков особенно сомнительна в случае новых и сложных финансовых инструментов, по определению почти не имеющих прецедентов.) Аналогичным образом, кредитный рейтинг, опять же в значительной степени основанный на тех самых моделях, которые используют финансовые организации, заменил «надлежащую проверку», которую должны были проводить инвесторы. При этом положения нормативного регулирования оказались во многих отношениях неэффективными, прежде всего из-за быстрого роста «теневых банковского сектора, для которого характерны запутанные и часто непрозрачные связи с регулируемой финансовой системой. Под влиянием всех этих факто-

ров проявилась уязвимость финансового сектора. Поэтому, когда разразился кризис, он стал распространяться с ошеломляющей скоростью и силой, выветив такие взаимосвязи между рынками и финансовыми организациями, которые мало кто осознавал в полной мере.

Как подчеркивается в книге «Золото дураков», решающее значение имело то, что не все финансовые организации действовали одинаково. Некоторые из них, подобно центральным фигурам книги, строго придерживались основного на управлении рисками подхода к финансовым инновациям, в то же время проявляя активное участие на рынках секьюритизации. Другие участники рынка, понимая растущие риски, заняли соответствующие позиции в ожидании ослабления жилищного рынка.

Однако автор книги делает однозначный вывод о том, что краткосрочное давление, заставляющее демонстрировать прибыль, во многих случаях способствовало принятию чрезмерного риска. В книге обсуждается, почему JPMorgan, несмотря на ведущую позицию на рынке СКД, не был одним из главных игроков на рынке ОДО. Тетт рассказывает, как в некоторых кругах было принято считать, что фирма упускает благоприятные возможности на этом рынке, в то время как конкуренты накапливают значительные и непрозрачные риски. Автор также живо описывает ключевых игроков из JPMorgan, пытавшихся осмыслить, каким образом другие финансовые учреждения добивались прибыли по ОДО, но узнавших лишь после краха, что их конкурентам это удавалось только в результате беспрецедентного увеличения доли заемных средств при помощи искаженной ценовой структуры, а в некоторых случаях путем накопления на балансе огромных и скрытых рисков. Однако «в новом, двадцать первом веке финансов мало кто из аналитиков удосужился обратить внимание на такие вещи, как доля заемных средств и открытые позиции. Их интересовали только данные о доходах и объявленной прибыли».

Несмотря на убедительность основного тезиса книги, выводы для директивных органов далеко не столь очевидны. Более того, интересные уроки следовало бы извлечь из того, что не было подробно рассмотрено автором. В частности, более всего удивляет отсутствие в этой книге — и в продолжающихся дебатах по поводу экономической политики — раздела, касающегося роли акционеров и советов директоров ключевых финансовых организаций. Что они делали, пока их организации накапливали крупные риски, и почему надзор со стороны высшего руководства во многих, хотя и не во всех, из них

организациях был столь неэффективным? И если такого рода несостоятельность корпоративного управления явилась одной из ключевых причин кризиса, то насколько достаточны будут ответные меры в области нормативно-регулирующего, принимаемые директивными органами?

Как показано в книге, моральный риск, по-видимому, не играет почти никакой роли как фактор шокирующего отсутствия надлежащего управления рисками. В книге разъясняется, что крупнейшие финансовые игроки шли на экономически неприемлемые риски не потому, что рассчитывали на экстренную финансовую помощь правительства: развитие событий после сентября 2008 года было немислимо для них еще за несколько месяцев или даже недель до начала кризиса. Более того, характерно, что высшее руководство пострадавших фирм понесло крупные личные убытки из-за резкого падения стоимости принадлежавших им пакетов акций, несмотря на массивную государственную поддержку этих организаций.

И хотя перспективы личного выигрыша служили первостепенным стимулом для бурного развития финансовых инноваций, потенциальное воздействие реформ в области оплаты труда, рассматриваемых в настоящее время, отнюдь не столь очевидно. У многих крупнейших игроков уже были механизмы оплаты труда, в целом согласующиеся с современными представлениями об оптимальной практике. Кроме того, возвращаясь к главной теме, большинство из тех, кто с самого начала был вплотную вовлечен в эту деятельность, не

считали, что они увеличивают краткосрочную прибыль за счет более долгосрочных рисков. Многие полагали, что они нашли инструменты, позволяющие управлять риском и произвести переворот в области финансов на многие годы вперед.

Наконец, хотя в ряде посткризисных рекомендаций утверждается, что причина взлета и краха секьюритизации кроется в бизнес-модели формирования кредитов с целью последующего распределения — см., например, требования о том, чтобы инвесторы поддерживали минимальный уровень собственного участия, — действительно шокирующей особенностью нынешнего кризиса является то, в какой степени крупнейшие убытки ведущих финансовых организаций были обусловлены огромным объемом риска, созданного ими и находившегося на их балансе.

Все это позволяет предположить, что, несмотря на чрезвычайную важность совершенствования наших систем регулирования и надзора, не следует ожидать, что такие усилия полностью исключат возможность финансовых кризисов. В лучшем случае мы можем надеяться, что нам удастся сделать их менее частыми и не столь дорогостоящими. Кроме того, хотя часть проведенных финансовых инноваций не представляла пользы в общественном отношении, многие из нововведений оказались весьма ценными или, по крайней мере, могли бы быть таковыми при надлежащем управлении. В самом деле, восстановление этих рынков — при условии более совершенного регулирования и, вероятно, в меньших

масштабах — будет иметь решающее значение для возобновления экономического роста.

В заключение Тетт поддерживает некоторые рациональные и весьма простые рекомендации в отношении экономической политики: более пристальное внимание к финансовым вопросам со стороны центральных банков, увеличение капитала в финансовой системе и упрощение и повышение прозрачности финансовых продуктов. Но при этом она также подчеркивает необходимость переосмыслить «традиции финансовой отрасли», «вернувшись к скучным добродетелям: благоразумию, умеренности, сбалансированности и здравому смыслу». Она утверждает, что идеология, в самом широком понимании, играла ключевую роль в формировании финансового кризиса — в значительной степени из-за «общественного молчания» или неспособности озвучить неудобную правду.

Разумеется, кризис стимулировал появление широкомасштабных и инновационных подходов к реформе, которые обещают дополнить горький опыт, пережитый участниками рынков за последние два года. Главная задача состоит в том, чтобы финансовая система, отдельные организации и входящие в их состав люди лучше понимали риски, которые являются неотъемлемым аспектом рынков, и более точно оценивали их и управляли ими.

Джон Липски,

Первый заместитель Директора-распорядителя МВФ (в 1997–2006 годах Липски являлся главным экономистом, а затем вице-председателем JPMorgan Investment Bank)

В долгосрочном плане Кейнс живее

Robert Skidelsky

Keynes

The Return of the Master

Public Affairs, New York, 2009, 250 pp., \$25.95 (cloth).

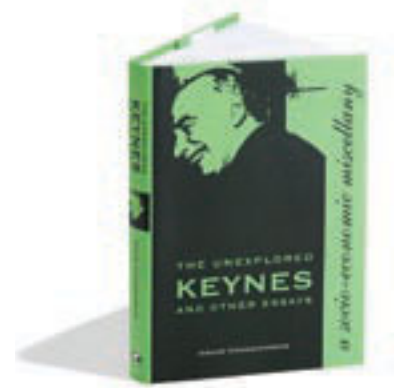
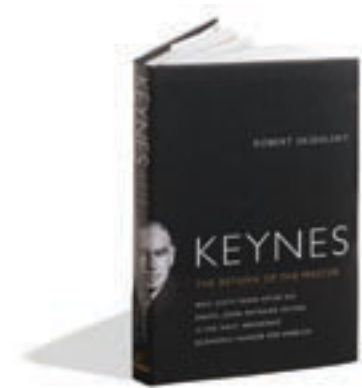
Anand Chandavarkar

The Unexplored Keynes and Other Essays

A Socio-Economic Miscellany

Academic Foundation, New Delhi, 2009, 346 pp., Rs 995 (cloth).

В 1984 году лауреат Нобелевской премии по экономике Джордж Стиглер предсказал, что экономика идет к тому, чтобы стать королевой социальных наук. Он назвал



экономику «верховой наукой», дающей указания другим социальным дисциплинам через труды «экономических миссионеров... часто наперекор подозрительно

и враждебно настроенным аборигенам». На пути к коронации произошла забавная вещь: через 25 лет после появления статьи Стиглера в воздухе витает ощущение, что

экономике есть чему поучиться у других дисциплин, причем не меньше, чем научиться их чему-либо. Примечательным примером этого является область поведенческих финансов, где для понимания финансовых рынков используются достижения психологии и социологии. Череда корпоративных скандалов на протяжении минувшего десятилетия и повторение финансовых кризисов, спровоцированных жадной к наживе, повлекли за собой требования более тесно увязать экономику с этикой. И Нобелевская премия по экономике в этом году была присуждена ученому-политологу.

«Несмотря на опасения Кейнса по поводу стабильности капитализма, он не хотел «хоронить» эту систему».

Такое состояние дел не удивило бы огорчило британского экономиста Джона Мейнарда Кейнса, работам которого посвящены эти две книги. Экономист восходит своими корнями к философии; первых экономистов даже называли «философами от мира сего». Скидельски (историк) и Чандаваркар отмечают, что Кейнс считал экономическую теорию этической наукой, при помощи которой нужно показывать людям, как вести «хорошую жизнь», — однако, отмечает Скидельски, по Кейнсу «хорошая жизнь — не та, что делает людей богатыми, а та, что делает их хорошими». Чандаваркар пишет, что Кейнс искал политические решения, сочетавшие «экономическую эффективность, социальную справедливость и личную свободу». Это было бы возможно только в том случае, если бы экономисты обладали обширными познаниями во многих областях: Кейнс писал, что экономист должен «в той или иной мере ... быть математиком, историком, государственным деятелем и философом».

Роль уверенности

Кейнс также придавал огромное значение психологии, и это особенно ясно видно из его утверждения, что деловые инвестиции существенным образом зависят от состояния уверенности. Он по-

лагал, отмечает Скидельски, что ожидания предпринимателя в отношении прибыли не были «прочно привязаны к основополагающим силам производительности и бережливости». Скорее, они изменялись под воздействием неопределенных и неустойчивых ожиданий в отношении будущего. Кейнс утверждал, что «это ощущение неопределенности нарастает и ослабевает: в одно время люди испытывают больше уверенности, чем в другое. Когда степень уверенности высока, экономика процветает, когда она низка, экономика страдает».

Поэтому крушение оптимистических ожиданий может привести к краху экономики. А когда экономика ослаблена, могут сохраняться пессимистические ожидания, а значит, и безработица. Роль правительства заключается в том, чтобы стабилизировать экономику путем осуществления государственных инвестиций в условиях низкой уверенности частного сектора. Конечно, желательно, чтобы правительство расходовало средства на продуктивные цели, однако, по знаменитому утверждению Кейнса, даже если правительство будет рыть ямы и тут же их засыпать, эту деятельность нужно приветствовать, когда частный сектор находится в подавленном состоянии. «Люди практические, — писал Кейнс, — всегда уделяют самое пристальное внимание тому, что они называют состоянием уверенности. Однако экономисты не проанализировали тщательно этот феномен».

Несмотря на опасения Кейнса по поводу стабильности капитализма, он не хотел «хоронить» эту систему. Не допускал он и того, чтобы государство постоянно играло ведущую роль в экономике. Чандаваркар пишет, что «как для молодого, так и для зрелого Кейнса, главной движущей силой экономического прогресса были, по существу, частная инициатива и предпринимательство в условиях демократии». Кейнс писал, что роль государства — «делать не то, что уже делают частные лица, причем делая это чуть лучше или чуть хуже их, но делать то, что в настоящее время не делается вообще». Он отвернулся от коммунизма, поскольку ему стало ясно, что система, позволяющая государству заниматься абсолютно всем, не добьется ни материальных, ни нравственных целей. Как пишет Скидельски, поездки в Советский Союз, совершенные в 1920-е годы, убедили Кейнса в том, что «невозможно находиться в хорошем расположении духа, если ничего не работает».

Кейнс надеялся, что люди будут использовать силы рынка и капитализма как способ быстро разбогатеть, но достигнув изобилия, об-

ратятся к хорошей жизни — будут ценить красоту, искусства и другие цивилизованные занятия. В конечном итоге именно так жил сам Кейнс. Как пишет Чандаваркар, Кейнс «с непринужденной легкостью вращался в самых разнородных мирах идей и дел, будь то Кембридж, Сити, Уайтхолл или Блумсбери».

Слепое пятно

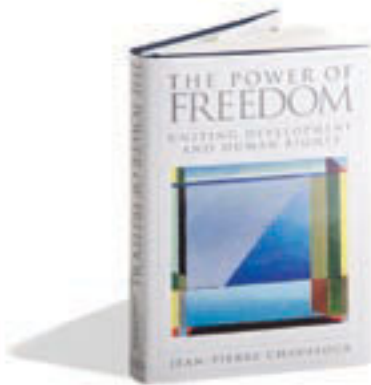
При жизни Кейнс главной экономической проблемой была экономическая депрессия и безработица в более богатых странах, а не экономическое развитие более бедных стран, таких как Индия. Скидельски отмечает, что, несмотря на то значение, которое Кейнс придавал этике, он никогда не рассматривал «гуманитарные и моральные последствия имперского правления или вопрос о том, эксплуатирует ли Британия эксплуатируемое население Индии». Чандаваркар указывает, что позиция Кейнса «разительно отличалась» от позиции других членов Блумсберийского кружка, таких как Э.М. Форстер и Леонард Вулф.

По иронии судьбы Кейнс как экономист впервые стал известен своей работой о странах с развивающейся экономикой, опубликовав в 1913 году «Денежное обращение и финансы Индии». Однако Чандаваркар, бывший сотрудник МВФ, не преминул подметить, что при написании этой книги автор «обошелся без миссии в Индию и без обсуждения с Министерством финансов». (Мало что из связей Кейнса с Индией ускользает от внимания Чандаваркара: он упоминает эпизод из болливудского фильма, в котором героиня поглощена чтением «Общей теории» Кейнса.) Кейнс действительно не был ни в одной развивающейся стране, если не считать отпуска, проведенного в Марокко и Египте. Чандаваркар говорит, что нужно просто смириться, по словам экономиста Пола Самуэлясона, с «тем парадоксом, что космополит Кейнс был в то же время самым что ни на есть провинциальным британским патриотом».

Один из приверженцев Кейнса однажды выразился, что если в результате переосмысления Кейнса будущими поколениями он не будет признан «поистине великим человеком и экономистом, значит что-то катастрофически не так с определением величия». Эти две интересные книги помогут закрепить репутацию Кейнса как великого человека и великого экономиста.

*Пракаш Лунгани,
советник Исследовательского
департамента МВФ*

Давайте говорить



Jean-Pierre Chauffour

The Power of Freedom

Uniting Development and Human Rights

Cato Institute, Washington, 2009, 212 pp., \$22.95 (cloth).

НЕСКОЛЬКО лет назад, когда я возглавлял миссии МВФ в Африку, мне случилось участвовать в дискуссии с представительницей гражданского общества по поводу бюджета ее страны. Она отстаивала увеличение ассигнований на борьбу с ВИЧ/СПИДом и ссылалась на «право» граждан на лечение для спасения жизни, ставя это выше всех прочих приоритетных направлений расходов. Мне же казалось, что существует целый набор таких прав, причем многие из них связаны со спасением жизни, и министру финансов все равно придется делать трудный выбор при распределении ресурсов. Мы явно не сходились во взглядах. Однако мы смогли обойти свои разногласия, договорившись о паллиативной мере — увеличении помощи, — а принципиальные вопросы отложили на другой раз.

Когда я и мои коллеги-макроэкономисты выезжаем на места, как и многие другие партнеры развивающихся стран, мы ведем аналогичные междисциплинарные дискуссии, касающиеся самой сути крайне трудных решений правительства о распределении бюджетных средств и попыток международного сообщества помочь в принятии этих решений. При этом у нас нет ни общей системы понятий, ни даже общего языка. Правозащитные организации, экономисты, доноры, специалисты в области развития, работающие на местах, и представители директивных органов имеют различные концепции решения этих проблем и изо всех сил стараются

донести свою точку зрения. Ощущение тщетности происходящего лишь усиливается оттого, что гуманитарные проблемы столь остры и очевидны. Пока мы ведем дискуссии, люди умирают.

В своей наводящей на размышления книге «The Power of Freedom» («Сила свободы») Жан-Пьер Шоффур пытается найти общий знаменатель для междисциплинарной парадигмы развития. Он утверждает, что свобода может устранить разрыв между императивами развития и прав человека. В отличие от иностранной помощи выбор свободы не позволяет отстраниться от трудных решений или отложить их принятие. Напротив, утверждает Шоффур, свобода дает нам платформу для междисциплинарного общения и может стимулировать развитие, при котором улучша-

«Шоффур пытается найти общий знаменатель для междисциплинарной парадигмы развития».

ется положение людей и сохраняются права человека.

Шоффур рассматривает две эти области: деятельность по правам человека, оформившуюся с принятием в 1986 году Декларации о праве на развитие, и деятельность по экономическому развитию, возможно, чересчур упрощенно сформулированную в Целях развития Декларации тысячелетия (ЦРТ). После пространныго исторического экскурса и обзорных замечаний в первых двух главах части I, автор излагает в главе 3, посвященной концепциям, которые лежат в основе человеческого «права» на развитие, суть своей позиции, утверждая, что моральный постулат, «идея правоты», слишком часто заменяет собой какое-либо осмысленное определение прав. В следующей главе, «Практика», он указывает, что это завело и тех, кто занимается правами человека, и тех, кто занимается вопросами развития, в трясину несовместимых приоритетов, выбрать из которой будет непросто. Он делает несколько интересных отступлений, рассматривая вопросы о том, чьи именно права сохраняются (где заканчиваются права одного человека и начинаются права другого?) и на кого возлагаются сохранение прав (на отдельных лиц, государство или международную «сверхгосударственную» структуру). Шоф-

фур скептически относится к процессам ООН в области прав, — к документам по стратегии сокращения бедности, подготовленным по инициативе Бреттонвудских учреждений, к ЦРТ — и уделяет особое внимание многочисленным критикам донорской помощи. К концу части I читатели, вероятно, уже будут готовы вообще отбросить всякую надежду на какое-либо осмысленное развитие.

Однако после этого Шоффур переходит к раскрытию значения своей аргументации о силе свободы как объединяющей парадигмы. Название главы 5 («Экономическая парадигма»), возможно, отпугнет некоторых неэкономистов, но в ней излагаются основы междисциплинарного подхода, опирающегося на личную свободу. Представления автора о государстве тяготеют к минимализму: оно должно устраниваться с пути личного развития, а не пытаться стимулировать его. Поэтому он ратует за создание институтов, повторяя тезисы из обширной литературы по имущественным правам и добавляя некоторые интересные наблюдения о точном значении термина «участие» в контексте развития (глава 6). Из главы, посвященной макроэкономической политике, становится понятно, что автор вышел из макроэкономики. По моему мнению, это хорошо вписывается в его новую парадигму, однако я не могу с уверенностью сказать, насколько убедительной возможность совмещения макроэкономического благоразумия и прав человека покажется представителям других дисциплин. А учитывая последние исследования по информационной асимметрии и поведенческой экономике, экономистам, пожалуй, не придется по вкусу прослеживаемый здесь подтекст, будто бы рынок — это панацея.

Но Шоффур сразу же признает, что его книга вряд ли полностью удовлетворит каждого практикующего специалиста в соответствующих дисциплинах. Охват книги слишком широк, чтобы вскрыть догматы отдельно взятой дисциплины, но, тем не менее, в ней подвергаются критике многие из этих догматов. Конечно, нам легче всего было бы найти убежище в своих собственных дисциплинах, извлечь фолианты с исследованиями всех нюансов отстаиваемых нами принципов и заявить, что Шоффур нас просто не понимает. Эта книга дает нам некоторое представление о том, как думают другие и насколько ограничены наши собственные суждения. Именно таким образом мы сможем вести настоящий разговор о той свободе, которая позволяет людям развиваться самим и развивать свое общество в соответствии с собственными представлениями.

*Марк Плант,
заместитель директора Департамента
стран Африки МВФ*