

Форум социјална демократија
Визии и опции за Југоисточна Европа

12

Ерик Хелајнер

**Финансиската
криза и нејзините
реакции - што се случи досега.
Пет обиди во потрага по резултат**



**FRIEDRICH
EBERT 
STIFTUNG**

Што претставува социјалдемократијата во денешниот глобализиран свет? Што претставува социјалната демократија?

Дали е сè уште присутен интересот на граѓаниите за политиката во доволна мера? Дали може повторно да се политикне?

Дали се компримбилни социјалната динамика и социјалната правда? Кои конкретни политики се покажаа како осетливи? Колку беа успешни?

Овие и други прашања се релевантни во сите региони на светот. Со серијата публикации „Форум за социјална демократија- визији и идеи на југоисточна Европа“, Фондацијата Фридрих Еберт сака да даде свој придонес во дебатата на овие теми во Југоисточна Европа. Публикациите се истражени со Интернет-форумот (www.forum-social-democracy.org.) Ги покануваме сите членови да учествуваат активно во овие дебати.

Фондација Фридрих Еберт
Канцеларија во Белград
Шимица 1
11000 Белград
Србија

Фондација Фридрих Еберт
Канцеларија во Скопје
Ристо Равановски бр. 3
1000 Скопје
П. Фах. 423
Македонија

Фондација Фридрих Еберт
Канцеларија во Сараево
Сумбула Авде 7
71000 Сараево
Босна и Херцеговина

Фондација Фридрих Еберт
Канцеларија во Загреб
Прашка 8
10000 Загреб
Хрватска

- Текстот е објавен и на српски, албански, бугарски и романски јазик
- Сите текстови може да ги најдете на Интернет: www.fes.org.mk

Ерик Хелајнер

Финансиската криза и нејзините реакции - што се случи досега. Пет обиди во потрага по резултат

- Секоја глобална финансиска криза создава нови регулациони реакции. Петте досега најважни регулациони обиди можат да бидат опфатени на следниов начин: (1) Затворање на регулационите дупки на меѓународно ниво; (2) реформа на меѓународниот финансиски надзор; (3) отпор против регулацијата; (4) контроли на капиталните трансакции и (5) децентрализирана регулација.
- И покрај тоа што противниците на новите регулациони проекти моментно се наоѓаат во дефанзива, сепак не треба да се потцени нивното натамошно постојано влијание врз финансиската политика, а особено кога кризата брзо се деактивира и попушта јавниот интерес.
- Сепак, финансиската криза може да претставува историски пресврт во меѓународната регулациона политика. Доколку премине во пазарна криза од поголеми размери, или дури во една доларска криза, истата би можела на далекусежната идеја за контролирање на капиталните трансакции, на крајот да ѝ даде поголема тежина.

ЈАНУАРИ 2009

Erik Helleiner е професор на политички науки на Универзитетот „Ватерло“ во Онтарио, Канада.

Секоја глобална финансиска криза создава нови регулациони реакции. Кои реакции досега произлегоа од сегашната криза, која започна уште во 2007 г.? Во која мера соодветствуваат овие реакции на оние што следуваат од последната голема криза од 1997-1998 г.? И каде лежат разликите? Дали актуелната финансиска криза, како што некои веќе предвидуваат, претставува еден вид историски пресврт во меѓународната финансиска политика?

Во дадениот прилог би сакал да се обидам да ги одговорам овие прашања од сегашна перспектива. Петте досега најважни регулациони механизми, обиди кои понекогаш пледираат за различни стратегии, можат да бидат опфатени на

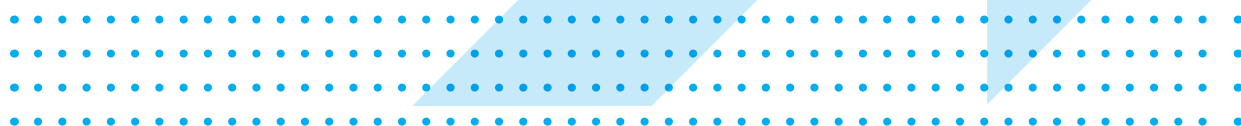
следниов начин: (1) Затворање на регулационите дупки на меѓународно ниво; (2) Реформа на меѓународниот финансиски надзор; (3) Отпор против секоја натамошна регулација; (4) Контроли на капиталните трансакции и (5) Децентрализирана регулација.

Нема да се впуштам во тоа да ги оценувам овие обиди. Многу повеќе би сакал да се фокусирам на скромната дејност на опишување и класифицирање на поединечните предлози. По објаснувањето на поединечните обиди, на крајот ќе Ви биде образложено дека постојат и такви точки, кои говорат за тоа дека оваа криза претставува важен пресврт, но и такви коишто ѝ се спротивставуваат на оваа теза.

Пристап 1: Затворање на регулационите дупки на меѓународно ниво

Првиот регулационен обид што произлегува од кризата, истовремено и политички е најзначаен. Се поаѓа од премисата дека финансиските пазари се чувствителни за она што Kindleberger

(1978) го обележува во неговиот познат цитат како: „манија, паника, пропаст“. Претставниците на овој обид, на нестабилноста на финансиските пазари ѝ припишуваат ред различни фактори ко-



ишто се протегаат од асиметричната информација, па сè до човечката психологија. Сите нив ги обединува уверувањето дека финансиските пазари мораат да бидат до еден одреден степен регулирани кога и замавот на кризите треба да биде ограничен. Од нивна точка на гледање, најновата криза настана како последица на комбинација на вообичаените пазарни турбуленции и фактот дека контролните органи потфрлија во својата обврска постојано да се во чекор со финансиските иновации на пазарот.

Овој колапс беше особено впечатлив во поглед на финансиските иновации, кои се поврзани со новите модели на осигурување и распределба на ризиците. Хипотекарните кредити за недвижности преминаа во хартии од вредност, кои понатаму беа распределени во пакети на трговските портфолија со различни профили на ризик. Кредитните ризици не се однесуваа само фигуративно и на инструменти, како осигурените хипотекарни обврзници (CDO – Collateralized Debt Obligations), туку и на кредитните деривативи, како на пр. „кредитното репрограмирање“ (CDS - Credit Default Swaps) кои беа столбот против платежните истапувања на заемите на претпријатијата, или штитеа од хипотекарни осигурани заеми. Суштинската функција на овие иновации се состоеше во тоа, преку диверзификација на кредитниот ризик и поголема ликвидност на пазарот, да се зголеми стабилноста на системот. Согласно со тоа, надлежните органи малку преземаа за да можат да ги надгледуваат или интервенираат, а се со цел да регулираат. Кризата на недвижности ги истакнува јасно проблемите на овој пасивен обид.

Бидејќи кредитниот ризик беше префрлен на странките, кои беа оддалечени од нивниот првобитен извор, истиот стануваше сè понепрегледен и последично потценет од пазарот и рејтинг-агенциите. Во моментот кога избувна кризата, диверзификацијата на хипотеките на недвижности ја засили загубата на доверба, која произлегуваше од далеку распространетата несигурност, во чија сопственост се наоѓаа виситинските продукти и големината на фактичкиот ризик. Недоволната транспарентност во однос на видот на ризикот и фактичките преземачи на истиот, немаше влијанија само врз учесниците на пазарот, туку со зголеменото проширување на кризата, ги погоди и надлежните органи.

Особено непрегледен беше огромниот пазар за надворешно берзанско тргување со деривативи (продукти како CDS), на учесниците на пазарот (најчесто силни странски финансирани инвестициони фондови), кои ги затворија билатералните комори без некое формално објаснување, или трговска платформа, што можеше за договорите да се спроведе за минимизирање на, таканаречениот, „Counter Party Risk“ и побарувањата на профитната маржа.

Новите трендови на секуритизација (замена на долгот за обврзници) практично ги ослабнаа сегашните можности за меѓународни регулациони побарувања на банките. Кога капиталните побарувања меѓу Базел I и Базел II станаа построги, банките успеаа вонбилансните приложени структурни инвестициони средства (SIV) со зголемено странско финансирање да ги претворат во бизнис со хартии од вредност. Врз основа на проценките, непосредно пред кризата, црниот пазар на банкарскиот систем одбележа пораст над повеќе од половината од банкарските сектори на Соединетите Американски Држави (Tett & Guha, 2008). Други институции, како: банките, инвестиционите фондови, кредитните осигуреници, дополнително добиваат на значење на пазарот на хартии од вредност, кои не припаѓаат на различните видови регулативи за ризичен менаџмент. Пропаѓањето на банката Bear Stearns, чие спасување беше оправдано со аргументот дека таа е премногу важна за финансискиот систем, јасно ја покажа неопходноста од конечно посветување на проблемите.

Доколку се набљудува кризата од оваа перспектива, ќе се согледа дека надлежните органи заостануваат зад финансиските иновации. Сегашните меѓународни спогодби за поголема транспарентност на пазарот и ризичен менаџмент мораат да бидат зацврстени и проширени. На овие спогодби е работено од 80-тите години и истите се силно поддржани од западните влади, како последица на азиската криза во 1997/1998 година. Истите тие влади сега жестоко се залагаат за надоместување на пропуштеното. Притоа имаат задача да развијат еден тековен план за овој обид и истиот да го предадат на Форумот за финансиска стабилност (FSF), што е основан во 1999 година, за да можат да ги соберат високите претставници на министерствата за финансии, централните

Пристап 2: Реформа на меѓународниот финансиски надзор

Вториот обид најмалку се совпаѓа со првиот, но, сепак, произлегува од него во однос на една важна точка. Тој не сака меѓународните прописи да ги доведе во една нова положба, туку се стреми кон вистинска реформа. Од тој аспект гледано, вината за кризата не лежи само во тоа што надлежните органи заостанале зад иновациите на пазарот, туку многу повеќе, на содржината на самите сегашни прописи, кај кои, едноставно тоа заострување и проширување не е доволно. Дополнително мора да бидат променети важни својства на овие прописи, доколку сакаме да биде избегната поголема криза¹.

Залагачите за оваа позиција аргументираат дека одлучувачката грешка при сегашниот обид лежи во процикличната природа на правилата. Ова зависи од тоа дали тие ќе се засноваат врз основните пазарни механизми за вреднување на ризиците и вредносните активи. Кога сите институции би вовеле модели за вреднување на ризиците, кои ќе се засноваат врз пазарните цени, би можела една пазарна регресија да развие своја динамика, и во тој случај самите модели ќе принудуваат на натамошна масовна продажба. Побарувањето на сегашните меѓународни книговодствени евиденции го имаат истиот ефект за вреднување на вредносните активи во однос на временската, или пазарната вредност (fair value). Кога сите фирми би морале да ги воведат овие пазарни правила, би се создале лоши услови, кои ќе можат да бидат само во тој случај стопирани доколку државата посегне по нив и го стабилизира пазарот.

Од тој аспект, во постојниот регулирачки модел е веќе вградена обврска за интервенција на државата. Ова обврзување ќе биде посматрано како проблематично и тоа не само врз основа на моралниот ризик за прифаќање на оваа интервенција, туку и врз основа на распределбата на истиот. Или, како што Persaud се има изразено: „Станува збор за една социјализација на трошоците врз грбот на даночните обврзници. Плаќањето бонуси што за една деценија ги преземаат банкарите, можат да бидат многу скапи за даночниот обврзник и, притоа, моралниот ризик е многу висок“². Од друга страна, процикличниот карактер на сегашните прописи иницира само по себе, зајакнати циклуси кои би можеле да дове-

дат до опасни финансиски ескалации, како оваа која моментно ја преживуваме.

Кој би бил излезот од оваа состојба? Да се смени процикличната природа на постојните прописи, налага финансиските регулатори да имаат помала доверба во пазарот, односно во проценката за вредноста и ризикот, заснована врз пазарната цена. Основниот принцип ќе биде јасно објаснет од страна на Goodhart and Persaud (2008): „Регулаторите ги применија пазарните цени за да можат да се заштитат од пропаст на пазарот. Не е за изненадување и тоа што ова, исто така, се има покажано како доста ефикасно, како што е и случајот со Мажино линијата на францускиот одбранбен систем долж границата со Германија. Кога цените на пазарот би вределе толку што би можеле да ја претскажат пропаста, во тој случај не би ни дошло до неа. Наместо тоа, мораат надлежните органи да развијат нови видови прописи коишто ќе дејствуваат наспроти трендовите на пазарните цени. Еден пример за тоа е и шпанскиот систем на резервни фондови, кои ги принудува банките на тоа, во добри времиња да формираат дополнителни фондови кои би им стоеле на располагање кога ќе настапат лоши времиња. Врз основа на тоа би можеле да бидат испитани и други видови антициклични тиражи за финансиските институции, чијашто вредност би можела да биде променета во зависност од порастот на кредитниот волумен, или од цената на релевантните вредносни активи. Многу од овие реформи, аргументирано би можеле да бидат имплементирани во рамките на вториот столб на Базел II.

Понатаму банките би можеле да бидат принудени со своите предизвици кои се однесуваат на државните акции за спасување да плаќаат осигурителни премии, кои би служеле како заштита при интервенција на државата. Оваа реформа не би ја регулирала само распределбата на ризикот на таквите спасувачки акции (bailouts), туку би ги поттикнала и банките поплетпазливо да тргуваат. Евентуално би можела оваа реформа да ги закочи во доминацијата на системот (од причина што овој статус на доминација би значел и плаќање на поголеми осигурителни премии).

Во однос на тоа, Persaud (2008, а, б) аргументира дека регулаторите од тоа би требало да

¹ Види, пред сè, Persaud (Eatwell & Persaud, 2008a) во однос на наведените аргументи.

² Сите цитати се преведени од англиски од страна на редакцијата на International Policy Analysis.

согледаат во кои случаи би биле сите институции принудени за зачувување на стандардизирани правила. Наместо да се создаде хомогеност на пазарите, регулаторите би требало да овозможат егзистенција на институциите, кои за време на кризите ќе купуваат и со тоа ќе си обезбедат стабилна позиција.

Регулационите одредби, во зависност од карактерот на ризикот треба да бидат распоредени на различни институции. Кога, на пример, една институција укажува на намален степен на задолженост, или, пак, на поволна финансиска структура, или кога во најголем дел се потпира врз долгорочно финансирање, не би требало тоа да биде поврзано со прописи коишто предвидуваат работи од типот на проценка на пазарните цени, или сензитивни модели за ризик.

Во кој размер се спротивставуваат овие типови на модели со официјалната политичка поддршка? Меѓу западните финансиски експерти е сè пораспространето мислењето дека процикличната природа на регулацијата претставува проблем, на којшто мора да му се пристапи. На средбата во јуни 2008 година, министрите за финансии на Г-8 државите се изјаснија: „Ние планираме да работиме на ублажување на процикличноста на финансискиот систем“. Државните и владини шефови на Г-20 државите ова го потврдија во ноември и, притоа, ги повикаа регулаторите да „развијат референци за ублажување на процикличноста, вклучувајќи и потврда од типот на модели за истражување на вредноста и стран-

ското финансирање, капитални побарувања, менаџерски примања и модели на подготвеност кои би можеле да ги заострат цикличните трендови“. (Државни и владини шефови на Г-20 држави.) Укажувањето на менаџерските примања е одраз на зголеменото убедување, дека вработените во финансиските институции со структурата на нивните платежни пакети се охрабрани во критични времиња да преземаат големи ризици.

Во секој случај, сè уште не владее општоприфатена согласност за тоа што треба да биде направено за да може регулацијата да се ориентира во антициклична. Извештајот на FSF (Форумот за финансиска стабилност) од април 2008, на пример, предложи дека регулаторите би требало да си ги одмерат сопствените антициклични капитални стандарди, како и тоа најрано почнувајќи од 2009. Дебатата за реформа на директивите за билансирање беше суштински точно и интензивно водена, при што, ред посебни владини претставници од Европа покажаа интерес за промена на директивите за да се оневозможи заострување на постојниот притисок. (пр. Giles, 2008). Притоа, приватни економски групации го вреднуваа своето влијание во делот за пружање отпор во однос на другите приватни економски групации, за во областа на кризата да постигнат олабавеност во проценката на пазарната вредност за неликвидните активи. (Guega, 2008). На крајот FSF (Форумот за финансиска стабилност) на водечките надлежни органи им наложи подетално да ја испитаат темата.

Пристап 3: Отпор против регулацијата

Третиот, сосема различен обид, цели кон тоа да се спротивстави на владините притисоци за нова регулација на финансискиот пазар. Овде е застапено мислењето дека државните регулатори никогаш не можат да располагаат со доволно информации за да можат да ја спречат следната криза и повторно да останат со изгубени активи. Alan Greenspan (2008) првобитно припаѓаше на најистакнатите претставници на овој обид (иако подоцна лесно се дистанцираше од тоа). „Поаѓајќи од фактот дека разоткривањето на измамничките интриги (тема што веќе долго време ја имам предвид) би ја отежнало ситуацијата, повеќе од сигурно е дека темелното заострување на надзорот би го подобрило финансискиот резултат? Но, се сомневам во тоа. Проблемот не е во ирелевантната регулација, туку во нереалните очекувања во однос на тоа што регулаторите би можеле да спречат. И кога би имале овластување

за целосна интервенција, не би било можно да го спречат финансискиот колапс. Ние се обидовме со регулација од посилено, па сè до централно планирање, меѓутоа ниеден обид вистински не профункционира. Колку често треба да ги потврдуваме доказите?“

За овој обид, исто така, зборува и фактот дека кризата во голем дел не е предизвикана од затајувањето на пазарот, туку од владината политика. Според овој начин на гледање на работите, притисокот на државата за нова регулација се заснова врз недоволната интерпретација на лекциите за кризни ситуации. Чест цитиран пример за погрешната владина политика е проследувањето на премногу лабавата парична и валутна политика од почетокот на новиот милениум која водеше до инфлација во Америка и пошироко. Münchau (2008) се произнесе за тоа: „Оваа криза не е примарно предизвикана со финансиските шпекула-

ции, туку многу повеќе со економската политика. Оттука, банкарите не се одлучувачките злосторници, туку тоа се политичките економисти, меѓутоа не во нивната улога на тутори и истражувачи, туку во нивната функција на политички советници и одлучувачи. „Според тоа, најважната лекција за кризата не би била посилената регулација, туку подобрувањето на паричната и валутна политика. Münchau го критикува, пред сè, гледиштето на Alan Greenspan, дека појавите на инфлацијата не треба да се земаат предвид. Другите, пак, повторно аргументираат дека за појавите на инфлација не носат самите по себе вина западните централни банки, туку дека тука имаат влијание и Кина и другите пазари на напредните земји во развој, како и земјите производители на нафта, бидејќи нивните високи резерви на нафта и масовни резерви на доларот се причина за намалувањето на реалните каматни стапки (на пр. Wolf, 2008c).

Водечките претставници на меѓународниот приватен финансиски менаџмент од користољубиви причини се спротивставуваат на новото регулирање на финансиските пазари од страна на извршните органи за регулација. Притоа, водечката улога му припаѓа на Светскиот банкарски сојуз - IIF (Institute of International Finance), кој во изминатата деценија повеќепати крајно успешно ги спречи, или во најмала рака, ги ублажи меѓународните регулациони напори, со тоа што организираше различни доброволни кодекси на однесување и други саморегулациони иницијативи во рамките на финансискиот сектор. (Види пр. Porter, 2005; Helleiner на кратко). Оваа стратегија тој повторно ја применуваше на почетокот на кризата. На почетокот на април, Светскиот банкарски сојуз објави еден меѓу-Извештај, којшто беше дискутиран на највисоко ниво кај најважните светски банки и кој содржеше едно сеопфатно излагање на сторените грешки од страна на банките и предлагаше различни саморегулациони иницијативи во областите, како: менаџмент на ризик, ликвидност, вонбилансни трансакции, проценка, преземање ризик, бонитет и плати, како и транспарентност и објавување. Така соопшти и претседателот на IIF на управниот одбор на „Дојче банк“, Joseph Ackermann: „Ние сме решени најпрво пред сопствената порта да средиме и оваа задача да не им ја препуштиме на надлежните органи“ (цитат од Giles, Atkins & Wilson, 2008). Пledoајето на банкарите за една посилен саморегулација наиде на одобрување и во другите делови на финансискиот сектор.

Реакцијата на државните позиции, во секој случај, беше согласно скапите акции за спасување и евидентната тежина на кризата, значително поповлечена за разлика од претходните години. Кога врвните банкари по повод еден

приватен ручек со министрите на Г-7 државите и претставниците на централните банки, кратко по објавувањето на Извештајот од страна на IIF, го потенцираа своето гледиште, сведоците атмосферата меѓу нив и владините претставници ја опишаа како „раздражлива“ и еден претставник на Г-7 државите интенцијата на банкарите ја обележа како „маркантна“. Jean-Claude Trichet, претседателот на Европската централна банка ја прекори саморегулацијата за неисполнување на нејзините барања: „Сите ние мораме многу сериозно да ја сфатиме нашата одговорност и, во случај на сомнеж, да ја прифатиме како таква за да го разлутиме приватниот финансиски сектор.“ (Сите цитати од Giles and Guha, 2008). Францускиот претседател Никола Саркози отиде уште подалеку: „Саморегулацијата на пазарите е одмината. Нема веќе економски либерализам (Laissez faire is finished). Пазарот не е секогаш во право“ (цитирано во Thornhill, 2008).

И од страна на финансиските новинари се изнесе критика. Откако ја прочита „уништувачката самокритика“ на банкарите, Martin Wolf (2008b) од „Финаншал Тајмс“, праша: „Дали би им верувале на луѓето кои на ваков драстичен начин ги опишуваат сопствените грешки, дека ќе се придржуваат до доброволниот кодекс“. Тој, притоа, забележа дека пледоајето за саморегулација со акцијата за спасување на „Bear Stearns“ претрпе удар: „Кога би прифатиле дека во услови на финансиска криза мораме да интервенираме со спасувачки акции, тогаш регулацијата е неизбежна“ (Wolf, 2008b). Wolf ги резимираше неговите реакции на Извештајот, со наслов: „Фин обид, но промашување и за влакно, сепак е промашување“ (Wolf 2008b).

И покрај решителноста на многу регулатори, Форумот за финансиска стабилност (FSF) во Извештајот од април 2008 ја поддржа акцијата на одредени доброволни, односно саморегулациони иницијативи. Во однос на вонберзанските трговски деривативи, FSF му апелираше на приватното стопанство, подобро да создаде за пазарот само робустна инфраструктура, отколку овој резултат принудно да го иницира. Што се однесува до рејтинг-агенциите, FSF упати на еден маргинално преработен IOSCO-Кодекс (кој се појавил на крајот на мај), а на тема на инвестиционите фондови ги поздрави само редовните извештаи за преземање на „Best Standards“, кои треба да бидат преземани од секторот. Сè до Г-20 средбата во ноември, тонот на официјалните изјави на тема: „вонберзанските трговски деривативи и рејтинг-агенции“ беше значително заострен, при што државните и владини шефови и натаму прифаќаат саморегулација на приватното стопанство во инвестиционите фондови.



Пристап 4: Контроли на капиталните трансакции

Од друга страна, регулациониот обид се залага за посилна контрола на капитални движења што пречекоруваат. За тоа говори аргументот дека кризата, во најмала рака, е предизвикана од екцесивната капитална мобилност. Залагачите на обидот аргументираат дека енормните капитални приливи во Америка придонесуваат за зголемена инфлација на тамошните шпекулациони ескалации. Во однос на тоа, кризата е споредувана со оние од 1997/98 година во азиските напреднати пазари во развој, на кои, исто така, им претходи огромен капитален прилив, што води кон шпекулациони ескалации во повеќето земји. Исто така, повлечени се и паралели со кризата на долгови од 1980 година, кај која претходно имало голема ненадејна прераспределба на суфицитите на петродоларот³.

Почувени од ова искуство, некои сфатија дека една од најважните поуки на кризата е ограничување на капиталната мобилност. Во таа смисла, Rodrik & Subramanian (2008) го наведуваат следното: „Првин капиталните текови минувале од богатите во посиромашните земји, што довело до јужноамериканската долговна криза во раните 80-ти години. Во следната деценија, еден сличен таков капитален прилив ја создаде и азиската финансиска криза. Од 2002 година, текот на приливот се сврте, што значи дека капиталот се зголемува од развиените пазари и нафтеноексплоатираните земји, во индустриските нации, особено во Америка. Резултатот останува ист. По сè изгледа, сеедно е во која насока се движи капиталот. Самиот факт дека во големи количества тече во другите земји - високооценетиот феномен на финансиската глобализација, изгледа дека предизвикува проблеми. И кога корените на кредитната криза лежат во домашното финансиско стопанство, меѓународниот прилив на пари би го заострил обемот на кризата“.

Кога станува збор за ублажување на глобалната финансиска криза, според авторите, обидот за редуцирање на капиталната мобилност има поголеми шанси за успех од самите ангажирања на силната регулација, бидејќи, во краен случај, никогаш не можеш да бидеш во чекор со иновациите на финансискиот пазар. Кусо резимирано, тоа вака би звучело: „Доколку ризичното однесување на банките и другите финансиски институции не може да биде регулирано на перфектен начин,

ние мораме да изнајдеме начини да го намалиме трансакцискиот волумен. Тоа значи дека финансиски средства во ограничени количини протекуваат низ границите, што значи дека финансискиот систем првенствено е национален, како што John Maynard Keynes советува“. Со контролите на капиталните трансакции се губат одредени поволности на финансиската глобализација, но Rodrik & Subramanian (2008) алудираат и дека економски докази за овие поволности „тешко можат да се најдат“.

Двајцата автори посебно бараат зајакнување на контролата на капиталните трансакции во земјите во развој, вклучувајќи ги и побарувањата за влог на капиталните приливи и даноци за финансиски трансакции. За индустриските земји предупредуваат на едно индиректно влијание на капиталниот прилив врз валутниот курс и макроекономските механизми. Нивниот заклучок, исто така, гласи: „Сè додека светската економија, политички гледано, остане распната меѓу поединечните суверени држави и различните надлежни органи, финансискиот систем ќе биде осуден да трпи деформации, отколку тоа да биде случај на национално ниво. Во зависност од севкупната ситуацијата, на политиката честопати ѝ останува улогата прекумерните капитални текови да ги придушува, или да ги поттикнува“ (Rodrik & Subramanian, 2008).

Оваа критика на капиталната мобилност потсетува на мислењата коишто се изнесени за време на кризата во 1997/98 година. Овде репутацијата по ограничувањата на капиталниот прилив, пред сè во оние земји коишто беа пред самото избувнување на шпекулативните ескалации, доста е голема. Таа не го отсликуваше само спознанието дека капиталниот прилив ја има создадено ескалацијата, туку претставуваше, пред сè, една контра реакција на масивните шпекулативни капитални одливи кои се иницирани со нивното избувнување и кои за последица ја имаат промената на валутниот курс и локалните финансиски кризи. Во овие земји, меѓународните финансиски приливи се поодговорни за финансиската криза од 1997/98, отколку за проблемите на домашниот финансиски систем.

Се соочуваме ли со слична критика за капиталната мобилност во, сега погодените земји, како што се Америка и другите западни земји?

³ Види, Rainhart & Rogoff (2008:344), иако двата автори не го заговараат опишаниот пристап за регулација.

Секако одредени критичари, кои глобализацијата на финансискиот систем веќе подолго време скептично ја посматраат, во време на криза ја имаат доста зацврстено. Во Германија, на пример, поранешниот министер за финансии Oskar Lafontaine, и актуелен претставник на партијата на левите, го повтори своето барање за воведување на механизми ширум светот за регулирање на капиталните приливи: „Нам ни требаат инвестиции во реалната економија, а не шпекулативни трансакции“ (цитат од Godov, 2008).

Но критиката за капиталните приливи во повеќето западни земји не најде плодно тло во политичките кругови, а во Америка, едвај и да постои. А тоа е така, пред сè, бидејќи избувнувањето на американската шпекулативна ескалација го немаше достигнато степенот на капитален одлив и промена на валутниот курс, како што тоа беше случај со развиените земји што беа погодени во 1997/98 година. Со земање кредити во сопствена валута, Америка се заштити од курсната разлика (currency mismatch), со што, во тоа време, беа погодени напредните земји во развој. Странските централни банки, притоа, го поддржуваа доларот заради неговата централна улога во меѓународниот финансиски систем. Во случај кога кризата ќе се прошири во една т.н. „криза на доларот“,

ќе се прошири политичката поддршка за ограничување на капиталните трансакции во Америка и во другите западни земји. Можноста кредитната криза во нејзината следна фаза да премине во „криза на доларот“, не треба да биде потценета (види го примерот Soros, 2008; Morris, 2008; Helleiner, 2008).

Посебно се интересни земјите во развој, кај кои во однос на сегашната криза е гласен повикот за контрола на капиталот. Како и да е, се разликува ситуацијата во овие земји од таа во 1997/98 година. Страницата е свртена и многу финансиски експерти во земјите во развој, за разлика од пред десет години, сега се многу поподготвени да им ја префрлат вината на жртвите, а тоа во случајот се западните земји. Денес, контролите на капиталните трансакции ги гледаат, пред сè, како средства за да ги ограничат влијанијата на турбуленциите на западните финансиски пазари врз сопствената земја. Стратегиите кои беа направени од времето на доцните 90-ти години, со цел да не се изложуваат на проблемите на глобалните финансиски пазари, од типот на контроли на капиталните трансакции и создавање големи девизни резерви, ќе бидат применети само за заштита на земјите од западно-произлезената нестабилност.

Пристап 5: Децентрализирано регулирање

Последниот обид за регулација се залага за одредена децентрализација на меѓународната регулација на финансискиот систем. Суштината на првите два опишани обиди е натамошната обврска за меѓународно координираните форми на финансиската регулација. Оваа обврска, наеднаш стана нешто за што сите зборуваа, а претставниците на финансиските институции на земјите G-7 се залагаа за воведување низа меѓународни „најдобри практики“, стандарди и кодекси, во земјите во развој. Но владите на земјите во развој, главно, скептично ја гледаа оваа иницијатива, и таа скепса, со оглед на најновата криза, стана уште посилен.

За време на кризата во 1997/98 година, причината за недостиг на ентузијазам на одделни земји во развој, за реализирање на проектот за воведување стандарди и кодекси, не се крие само во нивното одбивање на неизговорената забелешка дека нивните недоволни домашни контроли (а не непостојаните текови на капиталот), се главна причина за кризата. Исто така, одлучувачки беше и фактот што пропагираните стандарди

и кодекси беа развиени во тела во коишто едвај, или воопшто не беа застапени. Притоа, содржината на кодексите и стандардите примарно ги отсликуваше искуствата на индустриските земји, особено на Америка и Велика Британија, кои не одговараа на локалниот контекст, и често изгледаше дека земјите во развој се оптоваруваат со високи трошоци (Helleiner & Pagliari, во подготовка).

Како што веќе Andrew Walter (2007) забележа, на почетокот отпорот се забележува примарно во форма на „привидна согласност“. Во рамките на сабпрајм кризата (subprime crisis), во секој случај многу е јасна отворената критика дека англо-американските стандарди постојано се најдобриот модел за другите. Впрочем, тешко дека може да им се префрли на аналитичарите од земјите во развој што од своја страна ги критикуваат САД и други западни земји заради нивните слабости и грешки во областа на регулацијата и, притоа, користат исти формулации (на пр. терминот „crony capitalism“ често се преведува како непотизам). Со други зборови, критиката на меѓународните



регулаторски проекти се натрупуваат врз основа на англоамериканските модели. Или, како што Martin Wolf (2008) се изрази: „До пред извесно време, на Кинезите, Индијците и на другите народи, кои што во претходните две децении преживеаа големи финансиски кризи, можеше сè уште да им се каже дека за еден финансиски систем да егзистира треба да биде колку слободарски, толку и силен. Меѓутоа, тоа не е повеќе така. Уште потешко ќе биде да се убедат овие земји во тоа дека пропаста на пазарите во Америка и во другите земји со високи примања, не претставува сериозна опомена. Кога САД, конкретно, со нејзините енормни ресурси и искуства не можеа да избегнат да паднат во оваа стапица, ќе се запрашате зошто тогаш би требало ние подобро да го направиме тоа“.

Доколку финансискиот сектор ширум светот успешно се регулира, повеќе не би можеле соодветните иницијативи, едноставно, да се засноваат врз моделите на доминантните финансиски сили. И други странки мораат да бидат инволвирани во процесот. Земјите во развој сега не играат никаква улога, или во најмала рака никаква официјална улога во одлуките на најважните одбори, кои се ангажираат за нова регулација на меѓународниот метод (како G-7 средбите, Форумот за финансиска стабилност и Комитетот од Базел). За отстранување на оваа ситуација, G-20 државите на нивната средба во ноември се одлучија за проширување на Форумот за финансиска стабилност со зголемено членство на напредните земји во развој. Истовремено, беа повикани и „другите важни одбори“ кои се занимаваат со поставувањето на стандардите, неопходно да си го испитаат членството (државни и владини шефови на G-20 државите, 2008). Доколку на овие иницијативи навистина им успее да влијаат врз земјите во развој, тоа може да придонесе за воведување на двата први меѓународни пристапи за нова регулација и со нивното учество би можело на различни начини да се влијае врз содржината на овој пристап. А доколку, сепак, не се успее, најверојатно ќе бидат сведоци на еден голем отпор против универзалните регулаторски проекти и можеби дури и на зголемениот интерес на еден децентрализиран и силно фрагментиран меѓународен регулаторски поредок.

Првобитниот интерес за тоа се чувствува сега. Интересно е тоа што пројавениот интерес доаѓа од другите високоразвиени индустриски земји кои се надвор од англоамериканското подрачје. Во разговорите на земјите членки на Асоцијацијата на земји од Југоисточна Азија ASEAN+3, што беа одржани во мај 2008 година, Јапонија за првпат предложи креирање на азиска верзија на Форумот за стабилност на финансискиот пазар (FSF). Уште за време на преговорите за Новата капитална спогодба - Базел II, азиските

земји се однесуваа фрустрирано заради недоволното внимание кон нивните намери, со идеја да создадат еден алтернативен азиски - Базел систем (Walter, 2008: 181). Оваа идеја сега доби на значење со дискредитирањето на поволните пазарни англоамерикански финансиски модели. Лио Мин, високорангираниот член на Кинеската банкарска комисија, во мај 2008 година го резимираше мислењето на многумина Азијци: „Мислам дека западните земји би требало да си го преиспитаат мислењето за односите на пазарот и владата. Тие се стремат кон тоа да ги преценат можностите на пазарот и да ја запостават владината регулаторна улога. Токму и заради тоа дојде до кредитната криза“ (цитат од Anderlini, 2008). Кина и Јужна Кореја во меѓувреме го поддржуваат јапонскиот предлог и ASEAN-државите беа поттикнати да ѝ пристапат на иницијативата за основање азиски (FSF).

Во Европа, германските политичари, исто така, често ја изразуваа својата фрустрација за тоа што го гледаат како девијации на англоамериканскиот капитализам во однос на кредитната криза. Кога на почетокот на кризата германските банки започнаа со броење на најсилно погодените институции, почнаа да ја доведуваат во прашање и доминацијата на англоамериканските интереси во меѓународните регулаторни одбори. Во неговиот прочуен цитат, германскиот претседател Horst Köhler говореше за тоа дека: „Меѓународните финансиски пазари се развиле во едно чудовиште кое мора да биде скротено и побара еден самоуверен настап на континентално-европската финансиска и банкарска култура“ (цитат од Benoit & Wilson 2008). Германија се залагаше дури и за натамошна силна регулација на меѓународно ниво, но и алтернативните регионални опции беа често дискутирани. Според извештаите, уште во февруари 2008, германските претставници се закануваа да станат активни на ниво на Европска Унија, доколку меѓународните регулаторни иницијативи не се доволно прецизни (Benoit, 2008). Потоа, во јуни, германскиот канцелар Ангела Меркел ја изрази нејзината надеж дека европската зона ќе ја доведе во прашање англоамериканската доминација врз финансиските стандарди и ќе изгради своја рејтинг-агенција. „Благодаретејќи на еврото, Европа заслужи одредена независност. Но, што се однесува до формулирањето на правилата, транспарентноста и целосната стандардизација на финансиските пазари, сè уште имаме силно развиен англо-саксонски доминантен систем. Европската зона, досега сè уште не успеа во доволна мера да повлијае врз регулацијата на финансиските пазари“ (цитат од Barber, Benoit & Williamson, 2008).

Во септември, министерот за финансии на Германија, Peer Steinbrück, откако ги критикуваше „англоамериканските“ финансиски начела на сло-

бодните пазари, го изнесе своето гледиште дека светскиот финансиски систем како последица на кризата ќе стане „мултиполарен“. Тој буквално кажа: „Долговременските последици од оваа криза сè уште не се доволно јасни, но сметам дека е многу веројатно, дека Америка ќе го загуби својот статус на супер моќна држава во глобалниот финансиски систем“ (цитат од Mangasarian, 2008).

Интересите на регионалните регулациони иницијативи, најверојатно и натаму ќе се зголемуваат, доколку англоамериканските одлучувачи се обидат на меѓународните регулациони стратегии да им дадат една насока што доста ќе се разликува од претставите на другите одлучувачи. Секако дека притисокот од конкуренцијата ќе се

погрижи за тоа, можните регионални прописи да не отстапуваат многу од поставените стандарди во Лондон и Њујорк (Singer, 2007). Заради кризата страдаше и угледот на овие финансиски центри. Истовремено, добија на значење и европската и азиската зона што им овозможи повеќе тежина во меѓународната регулациона политика и им ја зголеми можноста да фатат сопствен курс. Доколку се одлучат за последната опција, во тој случај би се придвижиле кон децентрализирачки регулативен поредок кој од една страна полесно ги поднесува различните форми на капитализмот, а од друга страна, пак, остава помалку простор за целосно либерален систем на капитални движења и финансиски услуги.

Резултат: Историски пресврт?

Убедени сме дека веќе станува флоскула верувањето дека сегашната глобална финансиска криза е една од најлошите, ако не и воопшто најлошата од 1930 година. Таа во многу случаи е набљудувана како еден вид пресврт за меѓународниот финансиски систем, промена на пазарно ориентираната регулациона политика, којашто во последните две децении беше изразена. Или, како што се изрази George Soros (2008:99) во неговата последна книга: „За време на поранешните кризи се зајакна она што се означува како ‚пазарен фундаментализам‘, додека последната криза претставува крај на една ера“.

Како што и забележавме, точно е дека оваа криза поттикна ред нови регулациони проекти и дека сите оние коишто се против официјалната регулација, се наоѓаат во дефанзива. Но, и натамошното постојно влијание на последниот проект врз финансиската политика не треба да биде потценет, посебно не кога кризата брзо се ублажува и попушта јавниот интерес. Во однос на тоа ги имаме досега најзначајните регулациони иницијативи кои повеќе се залагаат за посилна приспособливост на нови развои и реформи на регулација, отколку за континуитет на една драматична промена за изградба на меѓународен регулационен проект за финансискиот сектор, којшто ќе ги поддржува Г-7 државите по кризата 1997/98 година. Оние новорегулациони иницијативи коишто поттикнуваат една радикална промена - обидот за контроли на капиталните трансакции, по сè изгледа губат на значење, во споредба со кризата од 1997/98 год. (кога дебатата за ЗА и ПРОТИВ на контролите на капиталните трансакции и тобиниот-данок повеќе добиваа на тежина). (Види пр. Cohen, 2002).

Сепак, оваа анализа ни објаснува две причини зошто кредитната криза би можела да претставува историски пресврт во меѓународната регулациона политика.

Доколку оваа кредитна криза на плаќање со сигурност добие поголеми размери, или премине во „криза на доларот“ - нешто што Сорос самиот го предвиде, тоа би можело да даде поголема вредност на идејата за контрола на капиталните трансакции. И како второ, последиците од преземањето на новиот децентрален обид се тешко проценливи. Тој, со сигурност оди во една насока друга насока, отколку проектот на универзални стандарди и кодекси, којшто беше застапуван од страна на претставниците на Г-7 државите по кризата во 1997/98 година. И доведувањето во прашање на долгогодишната англоамериканска доминација во однос на тоа што Wade (2008) го означува како „Висока команда“ на глобалното финансиско управување, би можело да биде обележано како почеток на еден историски пресврт. Доколку децентрализацијата остане ограничена на земјите во развој, едноставно би можело да дојде до коегзистенција со првите два обиди на регулација, бидејќи последните се доста фокусирани на ОЕЦД-регионот. Доколку овој обид наиде на зголемена поддршка во Јапонија и континентална Европа, би можеле последиците за овој систем да бидат суштински далеку поголеми.

Превод од германски: Ана Павлова
Лектура: Инда Костова Савиќ



• **Користена 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): Communiqué, 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 Kürze 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 Kürze erscheinend): Between the Storms: Patterns in Global Financial Governance, 2001-07. In: Underhill, Geoffrey; Blom, Jasper; Mügge, 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

Münchau, 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

Досегашни изданија на серијата публикации „Визии и опции за Југоисточна Европа“

1. Влијанијата на ЕУ врз Европскиот социјален модел и врз социјалното единство <i>Лотар-Вите - д-р Хајнрих Засенфелд</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/SD_Text1.pdf
2. Новата политичка економија на европскиот социјален модел (модел) <i>Патрик Дијамонд</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/SD_Text2.pdf
3. Европски стопански и социјален модел <i>Мариус Бусемаер, Кристијан Келерман, Александар Петринг, Андреј Штуклик</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/SD_Text3.pdf
4. Социјалдемократска програматика по проширувањето на Европската Унија <i>Кристофер Цепел</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/SD_Text4.pdf
5. Унгарски немири <i>Михаел Ерке</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/5%20Ungarski%20Nemiri.pdf
6. Социјална праведност за 21 век <i>Група на автори</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/6%20Socijalna%20pravednost.pdf
7. Кон подновен европски социјален модел <i>Ентони Гиденс</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/7%20Socijalen%20model.pdf
8. Европа на региони <i>Група на автори</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/8%20Evropa%20na%20regioni.pdf
9. Меѓу старите рецепти и новите предизвици: европската левица мора одново да се ориентира <i>Ернст Хилебранд</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/9%20Hilebrand%20Vizii%20i%20opcii.pdf
10. Добитниците од новиот Европски договор <i>Јо Леинен</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/10%20Vizii%20i%20opcii%20Jo%20Leinen.pdf
11. Flexicurity на пазарите на трудот во Европа - тесната граница меѓу флексибилноста и социјалната безбедност <i>Инге Кауфман, Александер Шван</i>	http://www.fes.org.mk/pdf/11%20Vizii%20i%20opcii%20Kaufmann,%20Schwan.pdf



