

УДК 330; 339

DOI 10.32726/2411-3417-2021-2-3-160-177

Владимир Кондратьев

Перспективы финансового капитализма

Аннотация. В статье рассматриваются основные черты финансового капитализма, в большой мере определявшего направление экономического и в целом общественного развития в последние четыре десятилетия. Исследуются влияние финансового капитализма на макроэкономические и социальные показатели, а также возможности его трансформации. Капитализм с доминированием финансов и финансиализация всех сторон жизни общества могут сдерживать экономический рост, благоприятствуют капиталу в ущерб труду и государству, подрывают демократию, увеличивают неравенство, усиливают экономическую и социальную нестабильность. В политическом плане финансовый капитализм определяется доминантой неолиберализма. Эта порочная модель развития и дерегулирование финансовой системы неизбежно привели к кризису. Современный капитализм требует не дерегулирования, а регулирования, способного координировать и ориентировать рыночную экономику в более широких и долгосрочных интересах.

Ключевые слова: финансовый капитализм, финансиализация, неолиберализм, экономический кризис, социальная нестабильность, трансформация капитализма.

Победа Дональда Трампа в 2016 г., президентские выборы на Филиппинах в мае 2016 г., референдум по Брекзиту в Великобритании в июне 2016 г., а также ряд других событий, включая выступление Клауса Шваба в Давосе в 2021 г., — все это, тем или иным образом, отражало острую озабоченность последствиями развития современного финансового капитализма, растущим неравенством между богатыми и бедными, увеличивающейся деиндустриализацией развитых стран.

Ошибочная экономическая политика, продиктованная ведущими международными организациями, делала акцент на приватизации и жесткой бюджетной экономии, тем самым снижая темпы строительства инфраструктуры [Kotegawa].

Финансовый кризис 2008–2009 гг. показал, что спасение банков без привлечения их к ответственности приводит к моральному риску, хорошо описанному фразой «приватизировать прибыль, национализировать убытки, социализировать риски». Несмо-

Сведения об авторе: КОНДРАТЬЕВ Владимир Борисович — руководитель Центра промышленных и инвестиционных исследований ИМЭМО РАН, доктор экономических наук, v.b.kondr@imemo.ru.

тря на кризис, инвестиционные банки продолжали использовать различные финансовые продукты с высоким уровнем риска. В результате многие страны ЕС приняли меры жесткой бюджетной экономии.

В условиях, когда доверие к финансовой системе остается низким, а частные компании не решаются брать деньги в долг для инвестирования, количественное смягчение со стороны центральных банков не может стимулировать реальную экономику. Оно создает избыточную ликвидность, которую инвестиционные банки используют в своих узкокорпоративных целях. Единственными секторами, для которых поток ликвидности имел положительный эффект, были энергетика, ИТ и производные финансовые инструменты. Мировая экономика стала еще более нестабильной, чем накануне краха Lehman.

Мировой финансовый кризис стал важной вехой в истории капитализма и экономической мысли. Это был кризис не только неолиберализма, но и неоклассической экономики — модели общего равновесия. Коалиция капиталистических рантье и профессиональных финансистов продвигала в неолиберальные годы дерегулирование и финансиализацию.

Финансиализация здесь понимается как искаженное финансовое устройство, основанное на создании искусственного богатства, не связанного с производством товаров и услуг. Неолиберализму, в свою очередь, свойственны не только радикальный экономический либерализм, но и идеология, враждебная бедным слоям населения, наемным работникам и государству всеобщего благосостояния. Неоклассическая макроэкономика и неоклассическая финансовая теория стали «мейнстримом» и придали неолиберальной идеологии «научный» характер.

Для понимания причин, приведших к неолиберальной гегемонии, вернемся на несколько десятилетий назад.

Вторая мировая война сыграла важную роль в преодолении экономической депрессии. Возникшая в результате сложная система финансового регулирования была увенчана Бреттон-Вудскими соглашениями 1944 г. Соединенные Штаты стали «великим победителем» и новой гегемонистской державой в мире. Несмотря на вызов, который представлял Советский Союз, они были своего рода маяком, освещающим мир: примером высокого уровня жизни, технологической оснащенности, даже демократии. После этого мир пережил «славное тридцатилетие» — золотой век капитализма. В экономической сфере государство вмешивалось, чтобы стимулировать рост, в политической — превратилось в социальное государство, или государство всеобщего благосостояния, поскольку гарантия социальных прав стала универсальной. Эндрю Шонфилд, чья книга «Современный капитализм» остается классическим анализом этого периода, резюмировал: «Во-первых, экономический рост был намного более устойчивым, чем в прошлом... Во-вторых, рост производства за этот период был чрезвычайно быстрым... В-третьих, выгоды от нового процветания были широко распространены» [Shonfield].

Класс капиталистов оставался доминирующим, но теперь он был вынужден делиться властью, привилегиями и доходами с формирующимся профессиональным классом и рабочими, превращавшимися в средний класс. В богатых странах реальная заработная плата в период до 1980 г. росла примерно с той же скоростью, что и производительность. В Западной и Северной Европе, а также в Японии доходы на душу населения приблизились к уровню, существовавшему в Соединенных Штатах.

В конце 1970-х годов, с переходом от «30 славных лет капитализма» (1949–1978) к капитализму, основанному на финансах, картина изменилась. Если золотой век характеризовался регулируемыми финансовыми рынками, финансовой стабильностью, высокими темпами экономического роста и сокращением неравенства, в неолиберальные годы произошло обратное: темпы роста упали, финансовая нестабильность резко возросла, а неравенство увеличилось, обогатив в основном два процента самых богатых слоев населения. Этого было достаточно, чтобы подорвать Бреттон-Вудскую систему, вызвать финансиализацию и неолиберальную, или неоконсервативную контрреволюцию. Не случайно инициаторами нового экономического и политического устройства стали две развитые страны, которые в 1970-х годах демонстрировали худшие экономические показатели — Соединенные Штаты и Соединенное Королевство. В США после победы Рональда Рейгана на президентских выборах 1980 г. мы стали свидетелями прихода к власти политической коалиции рантье и финансистов, спонсирующих неолиберализм и практикующих финансиализацию, — вместо старой профессионально-капиталистической коалиции высших руководителей бизнеса, среднего класса и организованного труда, характерной для фордистского периода¹.

Современная неолиберальная модель капитализма в Соединенных Штатах и (в той или иной степени) в других западных странах сформировалась к 1980-м годам на основе статьи Милтона Фридмана для *The New York Times*, в которой он утверждал, что «социальная ответственность бизнеса заключается в повышении его прибыли». Это само по себе было отходом от кейнсианской экономики, которая была стандартной моделью в развитых странах после Великой депрессии.

В университетах в качестве основного направления преподавания неоклассическая макроэкономика заменила кейнсианскую. Экономисты-неоклассики, такие как Милтон Фридман и Роберт Лукас, а также экономисты Австрийской школы (Фридрих Хайек) и Школы общественного выбора (Джеймс Бьюкенен) приобрели влияние и в сотрудничестве с журналистами и другими интеллектуалами создали неолиберальную идеологию, основанную на старых идеях невмешательства и на математической экономике, которая придавала «научную» легитимность новому кредо.

1 Классическим моментом этой коалиции стало соглашение 1948 г. между *United Auto Workers* и автомобильными корпорациями, которое обеспечило рост заработной платы по мере роста производительности.

Одна из целей заключалась в относительном сокращении заработной платы за счет «гибкости» законов, защищающих труд, и уменьшения социальных пособий, предоставляемых государством. Неолиберализм был направлен также на уменьшение размера государственного аппарата и дерегулирование всех рынков, в первую очередь финансовых. Для оправдания нового подхода говорилось о необходимости мотивировать упорный труд и вознаграждать «лучших», утверждать жизнеспособность саморегулируемых рынков и эффективных финансовых рынков. Постулировалось, что существуют только люди, а не общества, социальные науки опирались на методологический индивидуализм и отрицали концепции общественного интереса.

При неолиберальном капитализме материализовалась финансовая глобализация — либерализация финансовых рынков и значительный рост финансовых потоков по всему миру. Можно выделить три основные характеристики финансового капитализма: во-первых, огромное увеличение общей стоимости финансовых активов, обращающихся по всему миру, как следствие увеличения количества финансовых инструментов; во-вторых, разъединение реальной и финансовой экономики и создание фиктивного финансового богатства на благо капиталистических рантье; в-третьих, значительное увеличение нормы прибыли финансовых институтов, ставших способными выплачивать крупные бонусы финансовым трейдерам за рост капиталистической ренты¹.

Еще одно изменение, связанное с финансиализацией, заключается в том, что кредиты перестали в основном выражаться в ссудах от банков коммерческим предприятиям и все больше основывались на ценных бумагах, которыми торгуют финансовые инвесторы (пенсионные фонды, хедж-фонды, паевые инвестиционные фонды) на внебиржевых рынках. Принятие сложных финансовых инноваций в сочетании с огромным увеличением кредита в форме ценных бумаг привело к возрастанию рисков.

Такие инновации в сочетании с классической спекуляцией вызвали рост цен на финансовые активы, искусственно увеличивая финансовое благосостояние или фиктивный капитал, которые росли гораздо быстрее, чем производство или реальное богатство. Феноменальное расширение фиктивного капитала поддерживалось банками, направляющими большие кредиты покупателям активов для финансирования своей спекулятивной торговли.

Чтобы увидеть вред, причиненный новым экономическим порядком, достаточно просто сравнить тридцать «славных лет» с тридцатью неолиберальными годами. Хотя всегда сложно определять и измерять финансовые кризисы, очевидно, что их частота значительно увеличилась: согласно ряду экспертов [Bordo, Eichengreen, Klingsbiel, Martinez-Peria], если в 1945–1971 гг. мир пережил только 38 финансовых кризисов, то

1 Джеральд Э. Эпштейн дает более широкое определение финансиализации: «финансиализация означает возрастающую роль финансовых мотивов, финансовых рынков, финансовых участников и финансовых учреждений в работе внутренней и международной экономики». (Gerald A. E. Financialization and the World Economy. Cheltenham. 2005)

с 1973 по 1997 г. их было 139 — другими словами, в три-четыре раза больше. Согласно другому критерию [Reinhart, Rogoff], с 1947 по 1975 г. имел место только один банковский кризис, а с 1976 по 2008 г. — 31. В связи с этим темпы роста мирового ВВП упали с ежегодных 4,6% в 1947–1976 гг. до 2,8% в последующие 30 лет. И наконец, экономическое неравенство, уменьшившееся за 30 «славных лет», также сильно возросло в последующие годы (рис. 2).

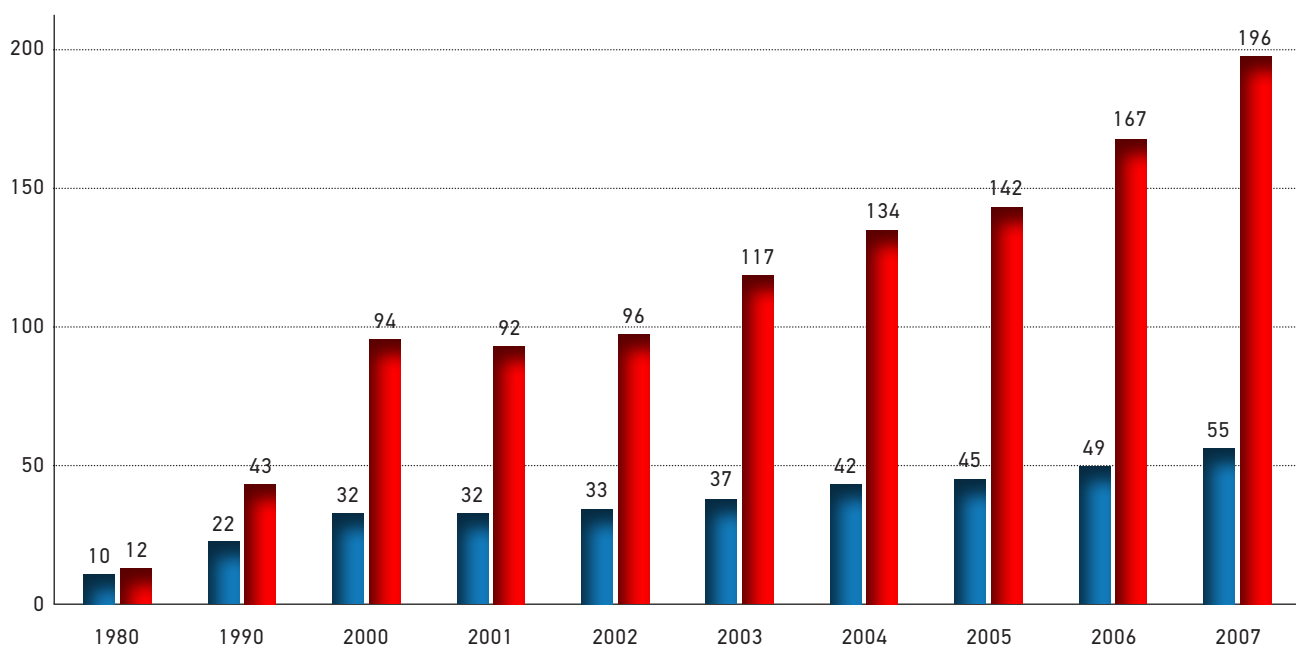


Рис. 1. Динамика реального и финансового богатства

Неолиберализм и финансиализация совпали по времени с коммерческой и финансовой глобализацией. Но если коммерческая глобализация была необходимым этапом развития капитализма, сокращая время и стоимость транспортировки товаров и других коммуникаций, поддерживающих международные торговлю и производство, то финансовая глобализация и финансиализация не были ни естественными, ни необходимыми. Они оказались, по сути, извращениями капиталистического развития. Финансовая либерализация привела к тому, что развивающиеся страны, за исключением некоторых быстрорастущих азиатских стран, потеряли контроль над своими обменными курсами и стали жертвами периодических кризисов платежного баланса. Не случайно быстрорастущие азиатские страны активно участвовали в коммерческой глобализации, но одновременно серьезно ограничили финансовую либерализацию.

Неолиберальная форма интеграции мирового рынка приносит большую пользу капиталу, потому что он контролирует наиболее ликвидные, абстрактные и универсальные ресурсы. Капитал, приносящий проценты, в отличие, например, от поставщиков торгового или производственного кредита, становится доминирующей силой в экономической, политической и социальной жизни и способствует финансиализации повседневной жизни. Интеграция мирового финансового рынка усиливает неравномерность

экономического развития, а последствия финансиализации ослабляют производственные капиталы, которые необходимы в определенное время в определенном месте. Логика финансиализации подрывает или ограничивает примат производства в общей логике накопления капитала. По сравнению с относительной внутренней структурной устойчивостью и связностью фордизма, финансовый режим, который развивался с 1980-х годов, работает против долгосрочной стабильности накопления и его регулирования.

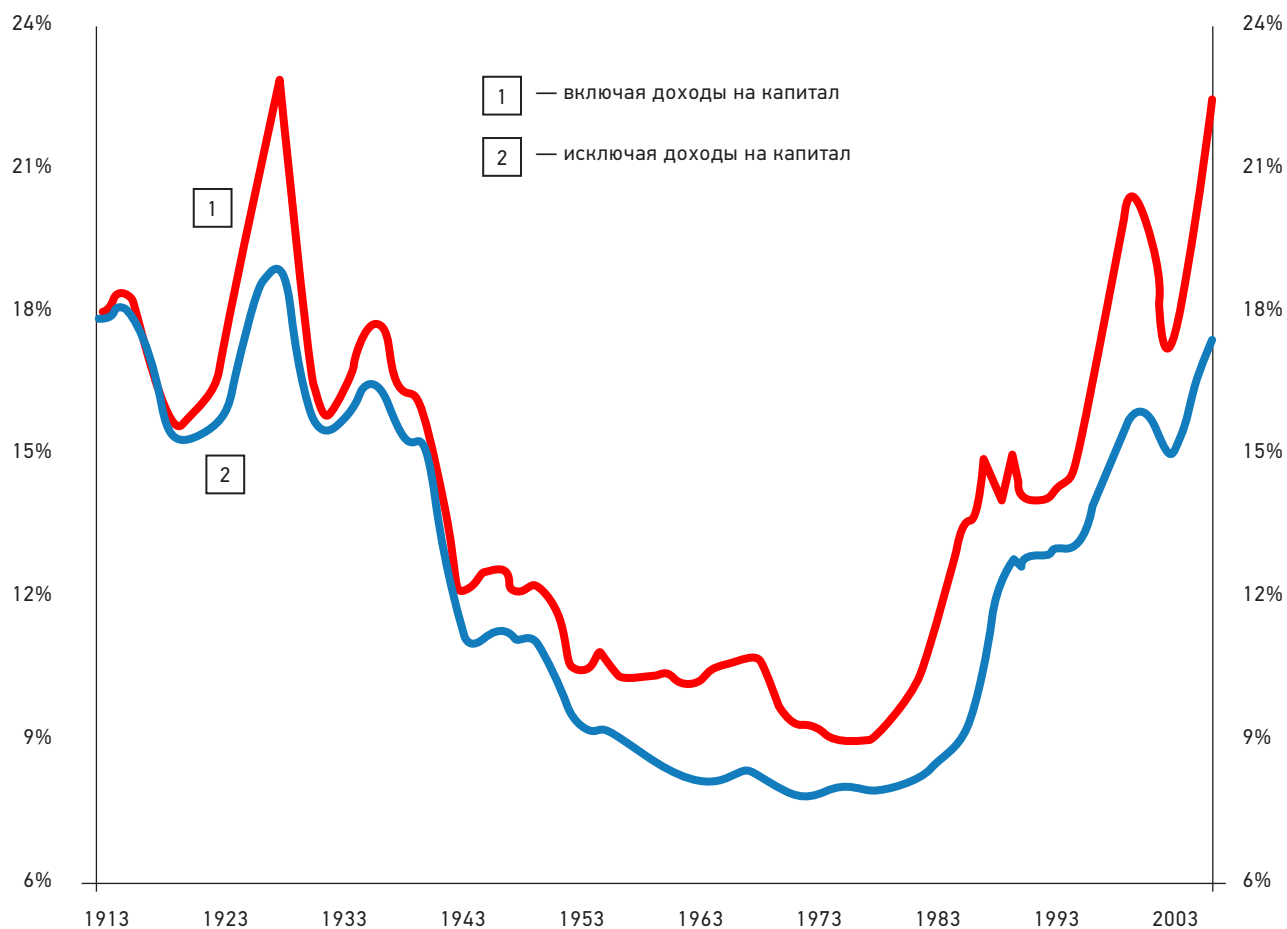


Рис. 2. Доля национального дохода 1% самых богатых семей в США, 1913–2006 гг.

Источник: Bresser-Pereira L.C. The global financial crisis, neoclassical economics, and the neoliberal years of capitalism // *Revue de la régulation*. Spring 2010.

По мере того как неолиберализм и финансиализация расширяются и проникают глубже, они трансформируют микро- и макродинамику капиталистических экономик.

Во-первых, они меняют поведение нефинансовых компаний, ставя во главу угла рост акционерной стоимости. Для них растет значение финансовой деятельности (например, казначейских функций, финансового посредничества, использования нераспределенной прибыли для обратного выкупа акций и приобретения или расширения

финансовых дочерних компаний), которая не связана напрямую с основными видами производственной деятельности. Таким образом, финансовые доходы становятся более важными для предприятия по сравнению с его прибылью от основного вида деятельности [Lapavitsas].

Во-вторых, этот процесс увеличивает размер и влияние финансового сектора. Деятельность, связанная с получением вознаграждения и принятием рисков, возрастает по сравнению с более традиционной ролью банковского капитала (такой как финансовое посредничество и управление рисками).

В-третьих, финансиализируется и повседневная жизнь. Заработная плата рассматривается в первую очередь как стоимость производства, а не как источник спроса, что приводит к коммодификации (превращению в товар) социального обеспечения, жилья, пенсий, высшего образования, медицинского страхования и т. д. Растущая гибкость наемного труда, сокращение социальных гарантий и заработной платы заставляют работников прибегать к кредитам для поддержания своего уровня жизни.

В-четвертых, как показали последовательные кризисы с середины 1970-х годов, финансиализация делает экономику более склонной к рецессии и, в тяжелых случаях, более подверженной нисходящей спирали динамики долга-дефляции-дефолта [Lapavitsas].

Такой режим содержит в себе кризисный механизм, истоки которого — в системном конфликте между приносящим проценты и приносящим прибыль капиталом. W. Elsner объясняет это следующим образом. Финансовый капитал в режиме финансового доминирования имеет целевую норму доходности, которая в несколько раз больше, чем историческая норма для производительного капитала, приносящего прибыль. А что еще хуже, в стремлении достичь этой цели он занимается массовым использованием фиктивных кредитов [Elsner].

С макроэкономической точки зрения капитализм, в котором доминируют финансы, повлиял на долгосрочное экономическое развитие по следующим трем основным направлениям [Hein].

Во-первых, финансиализация способствовала увеличению доли валовой прибыли (включая нераспределенную прибыль, дивиденды и процентные платежи) и, таким образом, падению доли трудового дохода и увеличению удельного веса заработной платы менеджмента.

Во-вторых, финансиализация привела к увеличению власти акционеров, росту доходности акций и облигаций, находящихся в руках рантье, и привязке менеджмента к интересам акционеров за счет схем оплаты труда, бонусов, программ опционов на акции, привязанных к краткосрочным результатам деятельности. Это настраивало менеджмент на получение высокой прибыли в краткосрочной перспективе, уменьшало

интерес руководства к реальным инвестициям в основной капитал и долгосрочному росту фирмы.

Наконец, в-третьих, изменение финансовых норм, новые финансовые инструменты (например, задолженность по кредитной карте и жилищное кредитование), а также ухудшение стандартов кредитоспособности позволили предоставлять больше кредитов малообеспеченным домашним хозяйствам. Это стимулировало рост потребления, но также привело к увеличению отношения долга к доходу частных домохозяйств и, таким образом, увеличило финансовую уязвимость экономики в целом.

Доля трудового дохода в ВВП в развитых капиталистических странах имела тенденцию к снижению с самого начала 80-х годов вплоть до кризиса 2008–2009 гг. Эта тенденция наиболее выражена в тех странах зоны евро, для которых был характерен долговой потребительский бум (Греция, Ирландия и Испания) (рис. 3).

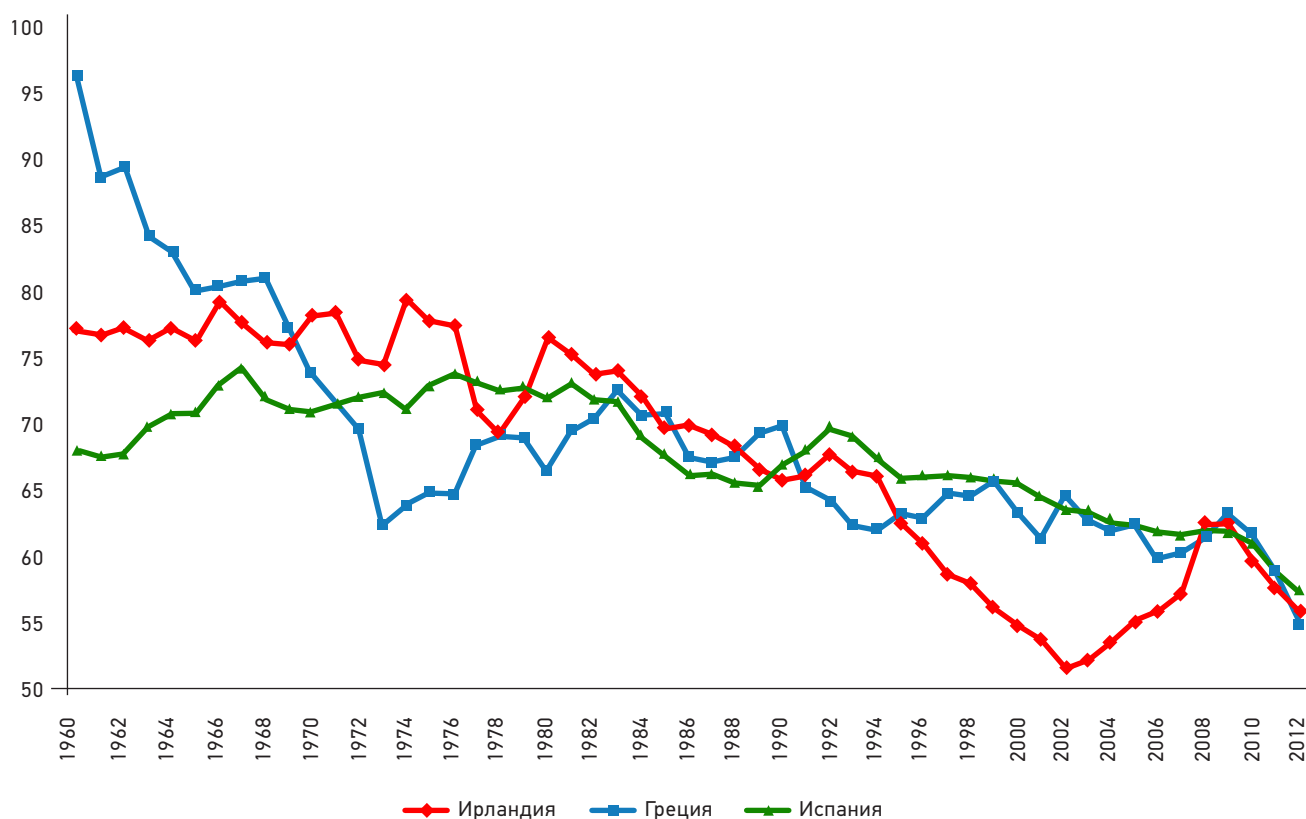


Рис. 3. Доля трудового дохода в ВВП (Греция, Ирландия, Испания), %

Источник: Hein E. Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective. Working Paper No. 746. Berlin School of Economics and Law and Institute for International Political Economy. Berlin. January, 2013.

Однако то же было заметно и в странах зоны евро, которые можно отнести к категории «экспортоориентированных» (Австрия, Бельгия, Финляндия, Германия и Нидерланды) (рис. 4).

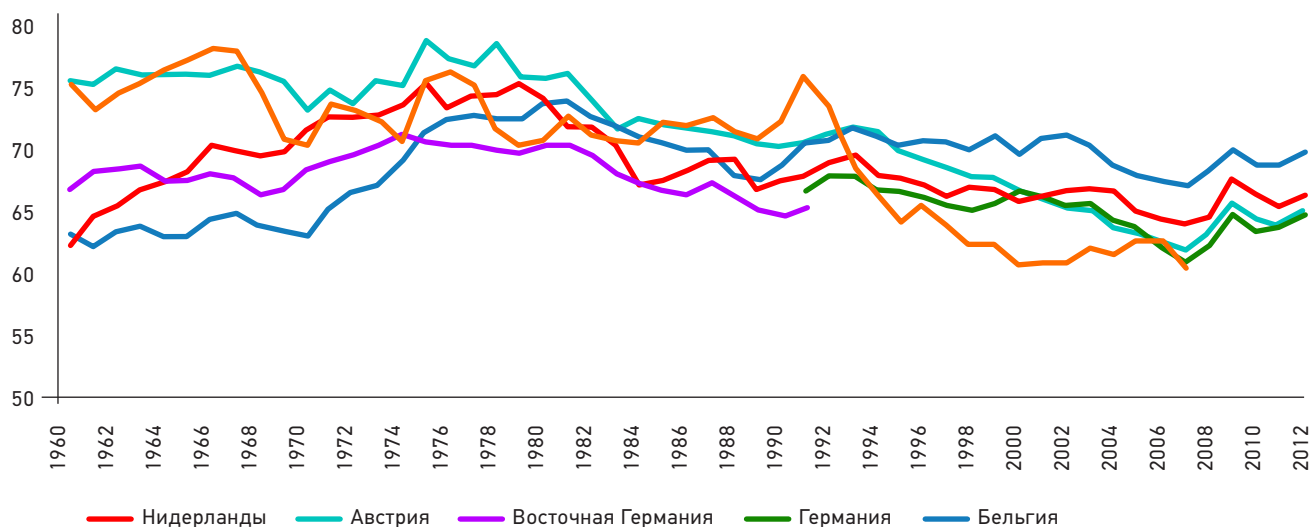


Рис. 4. Доля трудового дохода в ВВП (Австрия, Бельгия, Финляндия, Германия и Нидерланды), %

Источник: Hein E. Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective. Working Paper No. 746. Berlin School of Economics and Law and Institute for International Political Economy. Berlin. January, 2013.

В США и Японии этот показатель снизился за 1980–2020 гг., соответственно, с 70 до 64% и с 75 до 65%.

Распределение личных доходов в большинстве стран с середины 1980-х до конца 2000-х годов стало более неравномерным. Если взять за индикатор коэффициент Джини (табл. 1), в некоторых странах — в частности, в Финляндии, Германии, Италии, Португалии, Великобритании и США — рост неравенства был особенно значительным.

В США и Великобритании с начала 1980-х годов наблюдался настоящий взрыв удельного веса жителей с самыми высокими доходами. Это показатель снова достиг уровня середины 1920-х годов в США и середины 1930-х годов в Великобритании¹.

Росту неравенства в значительной степени способствовал рост вознаграждения топ-менеджмента («работающих богатых»). В определенные годы зарплаты топ-менеджмента составляли более 50% верхней доли дохода 0,1% в США и Испании и более 60% в Нидерландах.

¹ Alvarado F., Atkinson A. B., Piketty T., Saez E. The World Top Incomes Database. 2012. — URL: g-mond.parisschoolofeconomics.eu/topincomes (date of access: 06.04.2021).

Таблица 1

Коэффициент Джини для домашних хозяйств до уплаты налогов

Страны	Середина 1980-х гг.	Конец 2000-х гг.	Изменение
Бельгия	0,449	0,469	0,020
Финляндия	0,387	0,465	0,078
Германия	0,439	0,504	0,065
Италия	0,420	0,534	0,114
Швеция	0,404	0,426	0,022
Великобритания	0,419	0,506	0,087
США	0,436	0,486	0,050
Япония	0,345	0,462	0,117

Источник: Hein E. Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective. Working Paper No. 746. Berlin School of Economics and Law and Institute for International Political Economy. Berlin. January, 2013.

Особенное распространение процесс финансиализации получил в США. С 1980 г. в этой стране осуществлялся фундаментальный переход от экономики, ориентированной на производство и обрабатывающую промышленность, к экономике, ориентированной на финансы. Доля национального дохода, получаемого через финансовые каналы, увеличилась, корпоративное управление стало все больше определяться финансовыми, а не товарными рынками, политика же начала ориентироваться на благополучие крупных фирм, оказывающих финансовые услуги [Krippner].

Нефинансовые корпорации, в свою очередь, стали рассматриваться скорее как совокупность активов, чем как фирмы с ориентацией на производство товара. В 1980-х годах, когда цели роста акционерной стоимости стали доминировать в корпоративной стратегии, показателями успеха вместо доли компании на рынке стали краткосрочная прибыльность и рост курса акций [Goldstein]. Это поощряло руководителей распределять прибыль среди акционеров, а не реинвестировать в производство [Davis].

В этот период многие нефинансовые компании увеличили финансовый компонент своего инвестиционного портфеля. Например, компания General Electric (GE) в конце 1970-х годов раздула свои финансовые активы, вкладывая в них прибыль от производства. Особенно популярной такая стратегия стала среди корпораций США в 1980-х годах [Human].

Традиционно считалось, что развитие финансового сектора способствует экономическому росту. Однако в последнее время этот тезис подвергается сомнению. Исследования показывают, что влияние размера финансового сектора на экономический рост становится отрицательным, когда финансовые услуги начинают занимать слишком большую долю экономики: высокий уровень финансовой активности вытесняет реальные инвестиции и НИОКР в нефинансовом секторе [Cecchetti, Kharroubi Reassessing...]. Те же авторы в другой статье приходят к выводу, что рост финансового сектора кон-

курует с реальной экономикой. Они обнаружили для выборки из пятнадцати стран ОЭСР, что увеличение темпов роста финансового сектора связано со снижением роста производительности, особенно в наукоемких и капиталоемких отраслях экономики [Cecchetti, Kharroubi Whydoes financial...].

По оценкам некоторых исследователей, финансиализация снизила добавленную стоимость нефинансового сектора за 1970–2008 гг. на 3,9%, что примерно эквивалентно трем годам потерянного экономического роста. Таким образом, с точки зрения нефинансового сектора финансовые инвестиции оказались экономически разрушительными. С точки же зрения финансового капитала эти сдвиги, напротив, стали источником увеличения доходов [Tomaskovic-Devey, Lin, Meyers] (табл. 2).

Таблица 2

Экономический эффект финансиализации в 1970–2008 гг.

	Изменение за период, %
Добавленная стоимость	-3,9
Компенсация капитала	2,7
Выплаченные дивиденды	6,0
Выплаты по процентам	35,3
Заработная плата	-1,5
Выплата налогов	-5,6

Источник: Tomaskovic-Devey D., Lin K.-H., Meyers N. Did financialization reduce economic growth? // Socio-Economic Review. May, 2015. P. 1–24.

Хотя неравенство между странами уменьшилось, неравенство внутри стран возросло, особенно сильно в США. Экономическая мобильность замедлилась, причем средний класс, который рассматривался как критически важный для американской экономики, пострадал особенно сильно. Его доля среди домохозяйств снизилась с 61 до 52%. Средняя заработная плата рабочих в США с 2000 по 2019 г. росла всего на 0,9% в год. Поляризация рынка труда ликвидировала миллион рабочих мест со средней заработной платой. Доля рабочей силы в национальном доходе продолжала снижаться, а заработная плата отставала от роста производительности. Несмотря на общий рост занятости, большинство созданных рабочих мест оказалось в секторах с низкой заработной платой, часто в сфере обслуживания. Кроме того, большая часть прироста занятости была вызвана альтернативными формами работы с неполным рабочим днем [Rethinking...]. Более двух третей роста рабочих мест в США с 2007 г. было сосредоточено лишь в 25 городах и динамичных хабах, в то время как в других городах и сельских округах, где проживает 77 млн человек, наблюдалось отсутствие роста либо падение занятости даже во время восстановления после последнего финансового кризиса.

Экономический рост в последние 20 лет был сосредоточен в небольшом числе секторов, включая финансы, недвижимость, технологии, фармацевтику и некоторые бизнес-услуги. Такая концентрация привела к росту благосостояния владельцев немате-

риальных активов и капитала. В США всего на 6% округов приходится две трети ВВП. Концентрация талантов, интеллектуальной собственности и других нематериальных активов усиливает эту географическую концентрацию доходов в «городах-звездах» — таких как Нью-Йорк, Лос-Анджелес и Атланта, где ВВП на душу населения на 40% выше, чем в других городах.

Инвестиции в образование, человеческий капитал, фундаментальные исследования и разработки, инфраструктуру не отвечали уровню, который необходим для равенства возможностей и участия в экономике всех людей, для роста производительности и конкурентоспособности. Федеральные расходы на образование, инфраструктуру и научные исследования упали в США примерно с 2,5% ВВП в 1980 г. до менее 1,5% в 2019 г. [Rethinking...] Инвестиции частного сектора в инфраструктуру, в том числе в форме государственно-частного партнерства, за последние 35 лет также упали и особенно снизились после рецессии 2008 г.

Пандемия COVID-19 стала серьезным шоком для мировой экономики. США и страны Западной Европы восстанавливаются не так быстро, как экономики Китая, Кореи и Японии [Роров]. Одна из слабостей западного мира заключается в его зависимости от Восточной Азии в производстве масок, тест-наборов и других медицинских изделий. Глобальные цепочки стоимости продемонстрировали свои слабые места, связанные со слишком широким распространением и раздробленностью по разным странам. Это также сигнализирует об отступлении англо-саксонского акционерного капитализма, который был движущей силой глобализации и неолиберализма с 1980-х годов.

Можно сказать, что пандемия — это последний удар по глобализации или чрезмерной фрагментации глобальных цепочек стоимости, после двух предшествующих ударов: глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. и торговой войны между США и Китаем. Кризис COVID-19 показал преимущества стран, ориентированных на развитие обрабатывающей промышленности, перед экономиками, ориентированными на услуги.

Европейский союз в последние годы инициировал несколько реформ, направленных на ограничение негативного влияния акционерного капитализма. В 2015 г. Парламент ЕС принял Директиву, изменившую характер корпоративного управления европейский компаний [Stabilini]. Эта Директива позволяет фирмам предоставлять больше прав голоса или больше дивидендов постоянным или долгосрочным акционерам, которые владеют своими акциями более двух лет. В соответствии с ней во Франции был принят закон, по которому многие фирмы (или более 54% французского фондового рынка, включая Electricite de France, Air Liquide, Credit Agricole, L'Oreal, Lafarge и Group SEB) решили выпустить акции, дающие особые права постоянным акционерам.

Даже США теперь разрешают своим компаниям выпускать акции двойного класса при первичном публичном размещении акций на NASDAQ, что дает преимущество с точки зрения количества голосов основателям фирм. Используя это, основатели

многих высокотехнологичных фирм в США могут рассчитывать на долгосрочное управление и активно реализовывать инновационные проекты. Подобные акции двойного класса выпущены, например, такими компаниями, как Facebook, Google и Amazon [Zeiler].

Последствия глобализации для стран с развивающейся экономикой еще в 2011 г. интерпретировал Дэнни Родрик в книге «Парадокс глобализации». Автор утверждал, что глобализация, национальный суверенитет и демократия несовместимы: глобализация имеет тенденцию подавлять либо национальный суверенитет, либо демократию. В условиях глобализации у национального правительства остается меньше возможностей или инструментов для проведения внутренней экономической политики, включая процентные ставки и обменные курсы [Rodrick].

Трилемму глобализации можно сравнить с обычной трилеммой (или «невозможной троицей») в макроэкономике, в соответствии с которой свободная мобильность капитала, автономная денежно-кредитная политика (процентные ставки) и свободно плавающие обменные курсы не могут сосуществовать вместе, то есть крайней мере один из трех элементов должен быть принесен в жертву. Страны с развитой экономикой выбирают, как правило, сочетание свободной мобильности капитала и автономной денежно-кредитной политики. Напротив, некоторые страны с развивающейся экономикой (например, Корея до ее вступления в ОЭСР в 1993 г.) склонны отдавать предпочтение автономным процентным ставкам и обменным курсам, поскольку они чрезвычайно важны для наверстывания этапов экономического развития. Это сочетание выбирают и другие «догоняющие» страны с формирующейся рыночной экономикой, включая Китай.

МВФ и Всемирный банк рекомендовали финансовую либерализацию странам с развивающейся экономикой, подразумевая, что такая политика принесет им недостающие финансовые ресурсы [Williamson, p. 90–120]. Однако чаще всего за финансовой либерализацией следует финансовый кризис, а не устойчивый экономический рост, что наблюдалось во время азиатского кризиса 1997 г., затронувшего Корею, Таиланд и Индонезию. Этим странам приходилось запрашивать у МВФ экстренные ссуды. Только Малайзия избежала такого развития событий, введя контроль за движением капитала. Поэтому даже МВФ стал осторожнее предлагать полномасштабную финансовую либерализацию и признал необходимость активного управления капиталом при определенных условиях [Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Qureshi, Reinhardt].

Китай может быть моделью экономического роста для других развивающихся стран на ранних стадиях развития, когда можно использовать преимущества дешевой рабочей силы. Создание инфраструктуры и политическая стабильность могут побуждать иностранные компании строить фабрики, использующие эту дешевую рабочую силу. Будут ли такие иностранные инвестиции нацелены на внутренние рынки стран с развивающейся экономикой или на экспортные рынки, зависит от размера внутреннего рынка. Например, японские компании инвестировали в Таиланд в основном с целью

экспорта за границу, тогда как их инвестиции в Индонезии нацелены на внутренний рынок. Начав с экспортно ориентированной экономики и многому научившись у иностранных инвесторов, Китай теперь сосредоточивается на своем огромном внутреннем рынке.

Крах финансовой системы и последовавшая за этим Великая рецессия были и остаются определяющей проблемой для нынешнего поколения руководителей бизнеса. Кризис бросил вызов самому капитализму. Последовавший всплеск общественного антагонизма обострил трения между бизнесом и обществом. Помимо беспокойства по поводу постоянных проблем, таких как неравенство доходов, понятное недовольство в мире вызывают высокая безработица, растущие бюджетные дефициты, а теперь еще и пандемия COVID-19.

Эксперты считают, что необходим переход от того, что журнал Harvard Business Review назвал «квартальным капитализмом» [Barton], к тому, что можно назвать «долгосрочным капитализмом». Для приблизительной оценки «долгосрочности» лучше всего подходит количество времени, необходимое для инвестирования и создания нового прибыльного бизнеса, составляющее, по данным исследования McKinsey, не менее пяти-семи лет. Преобразования должны затронуть не только фундаментальные способы управления корпорациями, но также традиционные взгляды на ценность бизнеса и его роль в обществе.

Есть три основных элемента необходимых изменений. Во-первых, отказ бизнеса и финансов от своей краткосрочной ориентации, обновление стимулов и структуры, чтобы сосредоточить организации на долгосрочной перспективе. Во-вторых, внедрение идеологии, согласно которой ориентация на служение интересам всех основных заинтересованных сторон (стейкхолдеров) — сотрудников, поставщиков, клиентов, кредиторов, сообществ, окружающей среды — не противоречит цели максимизации корпоративной стоимости и даже необходима для достижения этой цели. В-третьих, укрепление способности советов директоров управлять компанией в качестве собственников. (Принимая важные решения, азиатские компании обычно рассчитывают как минимум на 10–15 лет вперед, в то время как в США и Европе «близорукость» стратегии — это норма.)

Ни одна из предлагаемых идей не нова. Новостью является безотлагательность этих задач. Лидеры бизнеса сегодня стоят перед выбором: самим реформировать капитализм или позволить реформировать его с помощью политических мер под давлением разъяренной общественности. Реформы не только повысят доверие общества к системе, но и укрепят саму систему. Долгосрочная перспектива является сегодня конкурентным преимуществом многих азиатских экономик и предприятий.

Недальновидность западных учреждений видна во всех сферах. Например, средний срок пребывания в должности генерального директора снизился с 10 лет в 1995 г. до шести лет в настоящее время, притом что сложность и масштаб деятельности компа-

ний значительно выросли. В 1970-е годы средний период владения акциями в США составлял около семи лет; теперь этот показатель равен семи месяцам. Это сделало рынки гораздо более волатильными и привело к огромному разрыву между рыночной ценой корпораций и их реальной стоимостью. Кроме того, существуют «сверхскоростные» трейдеры (некоторые из них держат акции всего несколько секунд), на долю которых, по некоторым оценкам, сейчас приходится 70% всей торговли акциями США.

Чтобы освободиться от тирании краткосрочного подхода, необходимо начать с тех, кто предоставляет финансовый капитал. Пенсионные фонды, страховые компании, паевые инвестиционные фонды и суверенные фонды благосостояния вместе владеют 65 триллионами долларов, или примерно 35% мировых финансовых активов. Если эти игроки сосредотачиваются на краткосрочной перспективе, компании действуют в том же ключе.

Лишь 45% опрошенных жителей в США и Великобритании выразили доверие к бизнесу. Это контрастирует с развивающимися странами: например, в Китае показатель доверия составляет 61%, в Индии — 70%, в Бразилии — 81%.

Когда-то финансовые бумаги были ничем не хуже реальных активов. Но эти дни прошли. Избыточное предложение финансовых бумаг подорвало веру в их реальную стоимость. По мере того как финансовые учреждения, а теперь и страны рушатся из-за своих долгов, финансовые бумаги быстро теряют свою кредитоспособность. Единственный оставшийся рычаг для их поддержки на Западе — это доллар в качестве глобальной резервной валюты, но и этот рычаг постепенно слабеет. Вес доллара в мировой экономике достаточно быстро снижается.

Деньги не были и никогда не будут надежным хранилищем стоимости. Это всего лишь стандартный индикатор цен и стандартное средство обмена. Глобальный Запад должен освободиться от разрушительного царства финансового капитализма и двигаться к производительному капитализму, от бумажных активов — к реальным. Необходим переход от фальшивого «роста», обусловленного кредитами, к реальному экономическому производству; от финансового капитализма с его концентрацией богатства — к производительному капитализму, который это богатство распределяет. Финансовый капитализм не является устойчивым по своей природе (ни в неравенстве, которое он порождает, ни в создаваемой им безработице, ни в разрыве систем социальной защиты, ни в ценности, доверии и надежности бумаг, которые он выпускает) [3]. Размер финансового сектора не должен превышать 2% ВВП, иначе он съедает реальную экономику.

После глобального финансового кризиса 2008 г. возник консенсус в отношении того, что государственный сектор должен вмешиваться в экономику в целях оказания помощи системно значимым банкам и стимулирования экономического роста. Но этот консенсус оказался недолговечным, и вскоре вмешательство государственного сектора в экономику стало рассматриваться как основная причина кризиса. В Европе, в част-

ности, правительства подверглись критике за их высокие долги, хотя как раз частный долг (а не государственные займы) вызвал финансовый крах. Многим странам было рекомендовано ввести жесткую экономию, а не стимулировать рост с помощью антициклической политики. Финансовые реформы оказались свернуты, в ряде стран промышленность все еще не встала на ноги. В то время как прибыль во многих секторах восстановилась, инвестиции остаются слабыми из-за сочетания накопления наличных средств и растущей финансиализации с обратным выкупом акций — для повышения цен и, следовательно, опционов на акции. Политика по-прежнему основывается на неолиберализме, который отстаивает минимальную роль государства в экономике.

Для экономического роста необходим хорошо функционирующий финансовый сектор, в котором долгосрочные вложения вознаграждаются выше краткосрочных операций. Однако в Европе налог на финансовые операции был введен только в 2016 г. В результате деньги, которые вливаются в экономику, например, посредством смягчения денежно-кредитной политики, возвращаются в банки.

Преобладание краткосрочного мышления отражает фундаментальное недопонимание надлежащей экономической роли государства. Активные стратегические инвестиции государственного сектора имеют решающее значение для роста. Все великие технологические революции — будь то в медицине, компьютерах или энергетике — стали возможными благодаря тому, что государство выступило в качестве инвестора первой инстанции. Тем не менее многие продолжают романтизировать частных игроков в инновационных отраслях, игнорируя их зависимость от государственных инвестиций. Илон Маск, например, не только получил более 5 миллиардов долларов в виде субсидий от правительства США; его компании SpaceX и Tesla были созданы, соответственно, на базе NASA и Министерства энергетики.

Популярное предположение состоит в том, что государство способствует созданию богатства (и перераспределяет то, что создано), но само его не создает. Лидеры бизнеса, напротив, считаются производительными экономическими субъектами — понятие, используемое некоторыми для оправдания растущего неравенства. По этой логике, поскольку деятельность предприятий (зачастую рискованная) создает богатство и, следовательно, рабочие места, их руководители заслуживают более высоких доходов. Генеральный директор Goldman Sachs Ллойд Бланкфейн имел смелость заявить в 2009 г., всего через год после кризиса, в котором участвовал его собственный банк, что его сотрудники были одними из «самых продуктивных в мире». Фармацевтическим компаниям сходит с рук использование «ценообразования на основе стоимости» для оправдания астрономического роста цен на лекарства — несмотря на то, что правительство США, например, ежегодно тратит более 32 миллиардов долларов на высокорисковые звенья инновационных лекарственных цепочек [Farrell].

Когда ошибочные, идеологизированные взгляды на создание стоимости в экономике формируют политику, результатом становятся меры, которые поощряют краткосрочность и подрывают инновации. Тогда рента (нетрудовой доход) путается с прибылью

(трудовым доходом), неравенство растет, а инвестиции в реальный сектор экономики падают. Между тем стоимость определяется коллективно бизнесом, работниками, стратегическими государственными учреждениями и организациями гражданского общества. От взаимодействия этих различных субъектов зависят не только темпы экономического роста, но и то, будет ли рост инновационным, всеобъемлющим и устойчивым. Только признав, что политика должна быть направлена как на активное формирование рынков, так и на их исправление (когда что-то идет не так), можно положить конец последствиям финансового кризиса.

В конце первого десятилетия XXI в., в разгар мирового финансового кризиса, были сформулированы три среднесрочных сценария. Первый предполагал в качестве основы сотрудничество между США и Китаем (Chimerica), или заключение пакта доллар — юань. Второй подразумевал расширение сотрудничества США с Россией и западноевропейскими державами, в первую очередь Германией и Францией, на базе особых соглашений с еврозоной и рублевой зоной. Оба сценария рассматривались как своеобразная основа новой Бреттон-Вудской системы со всеобъемлющим соглашением между всеми ведущими державами. Последующие события развивались скорее вразрез с ними. Третий сценарий — это обострение дисбалансов до такой степени, что система становится полностью неуправляемой и воспроизводит канун августа 1914 г., но на этот раз на ядерном фоне [Marazzi]. Все три сценария исходят из неизбежности упадка гегемонии крупнейшей мировой державы — США, которые одновременно являются крупнейшим мировым должником.

Формы и цели борьбы против кризисного финансового капитализма носят одновременно национальный и глобальный характер. Цели этой борьбы ясны: новые коллективные правила управления рынком и финансовыми системами, социальная мобилизация для перехода к новой инвестиционной политике в сфере государственных услуг, образования и благосостояния, создание новых рабочих мест, отстаивание права на заработную плату, работу и социальный доход, выстраивание автономных самоопределяющихся сообществ. Однако готовых рецептов для построения новых альтернативных парадигм нет, есть только осознание того, что перемены необходимы.

Литература

- Barton D. Capitalism for the Long Term // Harvard Business Review. March, 2011. — URL: hbr.org/2011/03/capitalism-for-the-long-term (date of access: 11.05.2021).
- Bordo M., Eichengreen B., Klingsbiel D., Martinez-Peria M. Is the crisis problem growing more severe? // Economic Policy. Vol. 16. Issue 32. Pages 52–82.
- Cecchetti S. G., Kharroubi E. Why does financial sector growth crowd out real economic growth? BIS Working Papers No 490. 2015.
- Cecchetti S. G., Kharroubi E. Reassessing the Impact of Finance on Growth. BIS Working Papers. № 381. 2012.
- Davis L.E. The Financialization of the Nonfinancial Corporation in the Post-1970 U.S. Economy. Doctoral Dissertation. University of Massachusetts. Amherst. 2014. — URL: scholarworks.

- umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1170&context=dissertations_2 (date of access: 11.05.2021).
- Elsner W.* Financial capitalism — at odds with democracy: the trap of an ‘impossible’ profit rate // *Real-World Economics Review*. 2012. № 62. P. 132–159.
- Farrell G.* Goldman chief defends employees’ pay // *Financial Times*. 11.11.2009. — URL: ft.com/content/52917628-ce33-11de-a1ea-00144feabdc0 (date of access: 11.05.2021).
- Goldstein A.* Revenge of the Managers // *American Sociological Review*. 2012. № 77. P. 268–294.
- Hein E.* The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism — and its Crisis. 2012.
- Hyman L.* Borrow: The American Way of Debt. N.Y. 2012.
- Kotegawa D.* Financial capitalism and the future // DOC Research Institute. 07.12. 2017. — URL: doc-research.org/de/2017/12/financial-capitalism-future/ (date of access: 11.05.2021).
- Krippner G. R.* Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance. Cambridge. 2011.
- Lapavistas C.* Profiting without Producing: How Finance Exploits Us All. London. 2013.
- Marazzi Ch.* The Violence of Financial Capitalism. 2009.
- Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., Reinhardt D.B.S.* Capital inflows: the role of controls. IMF Staff Position Note. 19.02.2010. — URL: imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf (date of access: 11.05.2021).
- Popov V.* Which economic model is more competitive? The West and the South after the Covid 19 pandemic. // DOC Research Institute. 17.09.2020. — URL: doc-research.org/2020/09/which-economic-model-is-more-competitive-the-west-and-the-south-after-the-covid-19-pandemic/ (date of access: 11.05.2021).
- Reinhart C.N., Rogoff K.S.* This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. 2009. DOI: 10.2307/j.ctvc4gqx (date of access: 11.05.2021).
- Rethinking the future of American capitalism. McKinsey Global Institute. 12.11.2020. — URL: mckinsey.com/featured-insights/long-term-capitalism/rethinking-the-future-of-american-capitalism# (date of access: 11.05.2021).
- Rodrick D.* The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy. N.Y., London. 2011.
- Shonfield A.* Modern Capitalism. Oxford. 1969.
- Stabilini A.* Revision of the Shareholders Rights Directive: It’s a Long Way Home // Lexology. 07.05.2015. — URL: lexology.com/library/detail.aspx?g=10cdafcd-9dea-43fc-9016-a96ae6952489 (date of access: 11.05.2021).
- Tomaskovic-Devey D., Lin K.-H., Meyers N.* Did financialization reduce economic growth? // *Socio-Economic Review*. May, 2015. P. 1–24.
- Williamson J.* Modern Political Economy and Latin America. Washington. 1990.
- Zeiler D.* Why Facebook Inc. Stock Is a Bet on the Future // *Money Morning*. 18.04.2014. — URL: moneymorning.com/2014/04/18/why-facebook-inc-nasdaq-fb-stock-is-a-bet-on-the-future/ (date of access: 11.05.2021).