

# Безрисковый капитализм

*Решение правительства США возместить вкладчикам незастрахованные депозиты в банке Silicon Valley Bank подрывает дисциплину свободного рынка*

Рагурам Раджан и Луиджи Зингалес



ФОТОГРАФИЯ ПРЕДОСТАВЛЕНА РАГУРАМОМ РАДЖАНОМ



ФОТОГРАФИЯ ПРЕДОСТАВЛЕНА ЛУИДЖИ ЗИНГАЛЕСОМ

**НУЖНО ЛИ БЫЛО СПАСАТЬ** незастрахованных вкладчиков рухнувшего банка Silicon Valley Bank (SVB)? Аргумент заключается в том, что хотя все знали, что вклады, превышающие 250 000 долларов, не были застрахованы, банковскую систему охватила бы паника, если бы незастрахованным вкладчикам не вернули все деньги. Крупные вкладчики начали бы снимать деньги со счетов в других банках, и это повредило бы финансовой стабильности.

Возможно это так и есть! Однако если во имя финансовой стабильности всегда защищать крупных вкладчиков, почему бы по меньшей мере не брать с них страховые взносы, которые приходится платить по застрахованным вкладам? У финансовых отделов компаний есть масса способов без особых издержек снизить риск размещения денег на операционном счете в банке. Они могут держать на депозите до востребования только то, что необходимо для выплаты заработной платы и проведения других срочных операций, тогда как дополнительные средства, которые могут понадобиться в ближайшем будущем, можно хранить в ликвидных фондах денежного рынка. И тем не менее слишком многие фирмы пренебрегали элементарными правилами управления риском. По данным агентства «Рейтер», компания Roku, производящая устройства для стриминговых сервисов, хранила на депозитах в SVB более 450 млн долларов. В то время как акционеры SVB, что вполне справедливо, потеряли деньги, а руководство банка было уволено, крупные вкладчики воспользовались благами безрискового капитализма, потому что правительство решило изменить ради них правила игры.

Крупных вкладчиков SVB можно было подвергнуть «стрижке». Если судить по опыту прошлых случаев, когда приходилось вмешиваться Федеральной корпорации по страхованию депозитов (ФКСД), незастрахованным вкладчикам это бы обошлось примерно в 10 процентов от сумм на счету. Кое-кто из опозорившихся корпоративных финансистов заслуженно потерял бы работу. А если бы появились признаки того, что риск банкротства расплывается и на другие банки, правительство могло бы дать понять, что готово предоставить гарантии по всем вкладам без исключения, что министр финансов США Джанет Йеллен в итоге и сделала. Но при этом ФКСД сэкономила бы 20 млрд долларов и поддержала бы принцип, согласно которому хотя бы некоторые из тех, кто сознательно пошел на риск, расплатятся за последствия. И тогда случай SVB стал бы не отклонением от нормы, а иллюстрацией того, как капитализм наказывает за некомпетент-

## Правительству, которое раз за разом демонстрирует готовность оказывать экстренную финансовую помощь, вряд ли поверят, когда оно скажет, что в следующий раз все будет иначе.

ность, и не создал бы прецедента, который, возможно, приведет к новым попыткам рассчитывать на безрисковый капитализм.

В целом, если процитировать собственное расследование ФРС, крах SVB стал следствием «классических просчетов в управлении банком». Если так, то риск вывода незастрахованных депозитов до востребования может быть не дефектом в системе, а ее необходимой характеристикой. Если незастрахованные вкладчики будут внимательно отслеживать ситуацию, своими действиями они смогут быстро наказывать банковское руководство за некомпетентность или жадность, экономя налогоплательщикам колоссальные суммы. Если же, наслушавшись привычных уверений регуляторов о том, что «сейчас не время обсуждать риски злоупотреблений», они расслабятся, то и в будущем не станут проявлять бдительность. Правительству, которое раз за разом демонстрирует готовность оказывать экстренную финансовую помощь, вряд ли поверят, когда оно скажет, что в следующий раз все будет иначе.

Решение правительства было принято после интенсивного лоббирования, включая многочисленные призывы о помощи со стороны венчурных капиталистов. Дэвид Сакс из компании Craft Ventures разместил твит: «Прошу регуляторов банковского сектора обеспечить целостность системы. Одно из двух: либо депозиты в США надежно защищены, либо нет». Миллиардер Билл Экман, тяжеловес в сфере хеджевых фондов, написал в «Твиттере», что «если частный капитал не может решить эту проблему», надо подумать об экстренной финансовой помощи со стороны правительства. Среди политиков такую помощь приветствовал, например, губернатор Калифорнии Гэвин Ньюсом. Три из принадлежащих ему виноделен были клиентами SVB, и, по данным издания *Intercept*, один из руководителей SVB входит в состав совета директоров благотворительной организации его жены. Активами Ньюсома с момента его избрания губернатором в 2018 году управляет «слепой» трастовый фонд.

Тот факт, что при нынешней системе правила страхования ради крупных вкладчиков можно обойти, заставляет вспомнить о внутреннем противоречии, присущем почтенной чикагской экономической традиции, о котором мы писали 20 лет назад в нашей книге «*Спасти капитализм от капитализма*». С одной стороны, чикагская школа утверждает, что для свободного и справедливого функционирования рынков в первую очередь нужны четко определенные и тщательно охраняемые права собственности. С другой — она заявляет,

что любая форма регулирования в итоге может стать инструментом реализации групповых интересов. Но если влиятельные группы могут подмять под себя регулирование (а в итоговом отчете ФРС о причинах краха SVB есть признание, что после изменений правил в 2019 году такие банки, как SVB, получили возможность действовать менее прозрачно и с большей свободой от надзора), то почему они не могут перекроить на свой лад и определение и охрану прав собственности? Почему могущественные венчурные капиталисты не могут просто признать незастрахованные депозиты застрахованными, сославшись на какие-нибудь соображения общественного блага?

А если могут, то, получается, капитализм свободного предпринимательства не вытекает естественным образом из сведенной к минимуму роли государства в экономике, а является политическим конструктом, который может сформироваться и выжить только при весьма конкретных условиях. В противном случае в своем естественном состоянии он сползает к разнужданному кумовству в экономике или — в более мягкой форме — к капитализму, обслуживающему интересы бизнеса, а не рынка.

В своей книге мы сосредоточились на формировании и выживании финансовых рынков, поскольку они, вероятно, самые уязвимые, но наша аргументация касается и более общих вопросов. Мы утверждали, что «главные политические враги капитализма — это не клеймящие систему профсоюзные агитаторы, а бизнесмены в дорогих костюмах, которые всеми своими заявлениями превозносят преимущества конкурентных рынков, тогда как всеми своими действиями пытаются их задушить». Вместо того чтобы создавать и поддерживать рынки, капиталисты подрывают рыночные основы, потому что чувствуют угрозу не только со стороны рыночной конкуренции, но и со стороны институтов, обеспечивающих функционирование рынков. «Тех, кто обладает экономической силой, беспокоят институты, лежащие в основе свободных рынков, поскольку для этих институтов все люди равны, а значит, сила не дает преимуществ».

Мы пришли к выводу, что «рынки не могут процветать без весьма заметного присутствия руки правительства, которая нужна для того, чтобы создавать и поддерживать инфраструктуру, позволяющую участникам торговать свободно и уверенно». Но тогда возникает вопрос, кто «заинтересован в том, чтобы побудить правительство поддерживать конкурентный рынок? Ведь несмотря на то, что от равного доступа

и качественных товаров и услуг, которые обеспечивают конкурентные рынки, коллективно выигрывают все, по отдельности никто не получает гигантских прибылей, поддерживая конкуренцию и равенство условий. Поэтому все хотят бесплатно пользоваться такой системой, а защиту ее переложить на кого-нибудь другого».

## Конкуренция между системами испытывает все более явную угрозу со стороны старорежимного протекционизма, который зачастую прикрывается геополитическими соображениями.

Получается, капитализм свободного предпринимательства совсем не конечная стадия предопределенного эволюционного процесса. «Правильнее было бы сравнить его с капризным растением, которое надо постоянно оберегать от наступающих на него сорняков групповых интересов».

Мы определили четыре условия, необходимых для роста этого капризного растения. Во-первых, на рынке не должно быть доминирующих компаний, обладающих слишком большим влиянием. Каждая компания в отдельности должна обладать лишь относительно небольшим влиянием, чтобы они были заинтересованы в роли государства как объективного регулятора.

Второе условие — действенная система социального обеспечения. «При конкуренции неизбежны случаи банкротства. Эти банкротства необходимы для процесса созидательного разрушения, но очень болезненны для людей, которых они затрагивают. Чем тяжелее ложасьшееся на них бремя мер стабилизации или чем больше людей страдает от таких инцидентов, тем сильнее политический запрос на вмешательство», а им легко манипулировать. Один из способов избежать политизации при оказании помощи — создать четко регламентированную систему прямой социальной поддержки для удовлетворения базовых потребностей пострадавших. Фирмы могут разорваться — люди не должны.

Третье условие — это сократить влияние доминирующих компаний, заставив их конкурировать с фирмами из другой страны, которая не защищает неэффективный бизнес. «Самый эффективный способ ограничить возможности доминирующих компаний вмешиваться в законодательный процесс — это открыть внутренние рынки для международной конкуренции». Неслучайно с политической точки зрения одной из самых влиятельных является банковская отрасль: сосредоточив деятельность в основном на внутреннем рынке, она практически не сталкивается с конкуренцией извне.

Наконец, мы считаем, что нужно убедить людей в принципиальной важности свободных, конкурентных рынков. «Если общественность видит преимущества свободных рынков

и понимает, как уязвимы они бывают в политическом плане, группам, преследующим свои узкие интересы, труднее продавливать собственную повестку».

Почему экстренная помощь вкладчикам SVB вызывает так мало опасений? Можно ли считать, что конъюнктура в США сегодня менее способствует конкурентным рынкам, чем тогда, когда мы писали книгу? С определенной точки зрения, приходится дать обескураживающий ответ: «Да».

Давайте рассмотрим выдвинутые нами условия в обратном порядке. После массовых прямых вливаний денег в банки во время начавшегося в 2008 году мирового финансового кризиса и косвенной экстренной помощи во время пандемии (посредством предоставления трансфертов домохозяйствам и компаниям, которые с их помощью выплачивали кредиты) то, что банкам придется периодически оказывать экстренную помощь, уже кажется неизбежным, и эти меры даже получили некоторое признание в кругах экспертов.

Более того, конкуренция между системами, которая позволила бы выявлять неэффективность, вызываемую такой круговой порукой, испытывает все более явную угрозу со стороны старорежимного протекционизма, который зачастую прикрывается геополитическими соображениями. Когда приоритетом делают торговлю только с теми странами, у которых похожие ценности (и, кстати говоря, похожие групповые интересы), все страдают от схожих факторов неэффективности, а давление конкуренции, которое могло бы привести к переменам, снижается. В 2008 году решение о том, что нужно спасать свои банки, Германия, Великобритания и США приняли почти сразу друг за другом.

Индустриальные страны так стараются не допустить ситуаций, когда превратности рынков приводят к реальным потерям, в известной мере и потому, что боятся гнева избирателей, которые считают, что плоды капитализма распределяются нечестно и что конкуренция, особенно со стороны иностранных игроков, несправедлива. Однако из-за этого страха укореняются неэффективные методы и сохраняются некомпетентные компании; последние даже начинают вести себя хуже, если исчезают предусматриваемые свободным рынком механизмы наказания за ошибки.

Наконец, хотя SVB был всего лишь 16-м по величине банком США, в число его клиентов входили могущественные венчурные капиталисты и компании с серьезными политическими связями. Антимонопольные органы, использующие традиционные критерии оценки рыночного доминирования, не увидели бы поводов для беспокойства. Те же, кто понимает истинную силу влияния и связей, такие поводы видят. Необходимо разработать более совершенные критерии, учитывающие политическое влияние, чтобы ограничить политическую силу компаний. **ФР**

**РАГУРАМ РАДЖАН** — заслуженный профессор финансов (звание имени Кэтрин Дусак Миллер), а **ЛУИДЖИ ЗИНГАЛЕС** — заслуженный профессор предпринимательства и финансов (звание имени Роберта Маккормака), оба в Школе бизнеса имени Бута Чикагского университета.