Максим Орешкин,
директор,
департамент инвестиционно-банковских услуг
управления рынков капитала,
ОАО АКБ «РОСБАНК»

Не ПОВТОРЯТЬ ошибки прошлого

ИСТОРИЯ МИРОВЫХ КРИЗИСОВ СВИДЕТЕЛЬСТВУЕТ О ТОМ, ЧТО ОСНОВНЫМ ОТЛИЧИЕМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕПРЕССИИ ОТ ПРОСТОГО ЦИКЛИЧЕСКОГО КРИЗИСА ЯВЛЯЕТСЯ ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ И ДОЛГОВРЕМЕННОЕ СНИЖЕНИЕ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ ТРУДА В ЭКОНОМИКЕ.

Этот факт наглядно демонстрируют американские статистические данные. Если проследить за динамикой такого показателя, как душевой ВВП на одного человека трудоспособного возраста, то на протяжении 1900–2007 гг. можно проследить четкий тренд с двухпроцентным ежегодным ростом и незначительными колебаниями показателя вокруг него. Только период Великой депрессии (резкий спад) и последовавший за этим период восстановления во время Второй мировой войны резко выбиваются из общей картины.

В 2000 году в Федеральном резервном банке Миннеаполиса стартовал интересный проект по изучению экономических депрессий 20 века. Под изучение целевого коллектива экономистов попали Великая депрессия 30-х годов, депрессии, потрясшие Латинскую Америку в 80-е годы, а также ряд локальных кризисов. Исследование каждого кризиса начиналось с разложения снижения ВВП на снижение объемов использования таких факторов, как труда и капитала, а также эффективности их использования, то есть производительности труда. Основный вывод, к которому пришли исследователи, заключался в том, что переход циклического экономического кризиса в депрессию сопровождается существенным снижением производительности труда. Например, экономическая депрессия в Мексике в 80-е годы была практически полностью вызвана падением производительности труда.

Tim Kehoe и Edward Prescott, возглавлявшие это исследование, пришли к выводу, что основной причиной экономических депрессий являются ошибки правительств. В частности, они выдвинули гипотезу, что разного рода шоки являются причиной обычных циклических рецессий, а чрезмерная реакция государственных органов власти может сделать спад более болезненным и продолжительным, превратив его в депрессию.

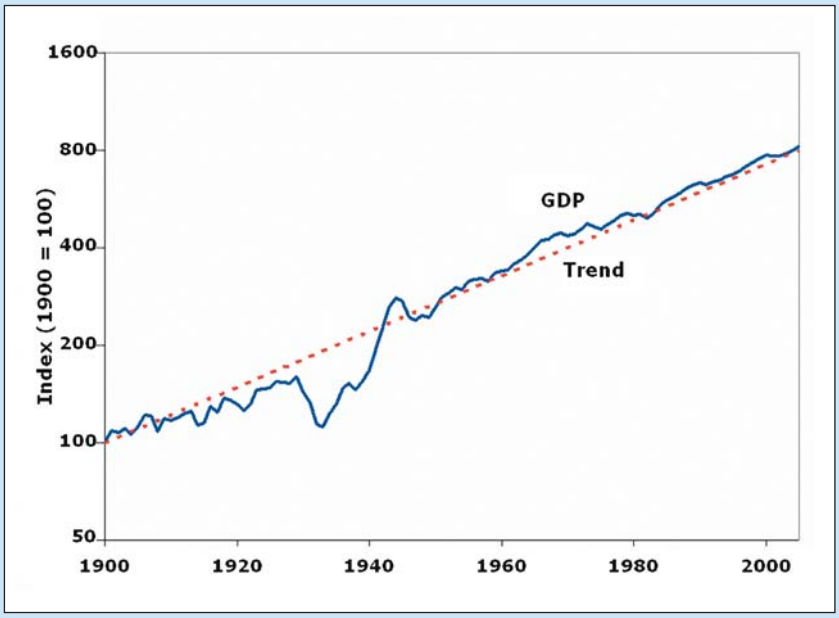
Типичным примером является латиноамериканский кризис 80-х годов и опыт по его преодолению такими странами, как Чили и Мексика. В 1981–1982 гг. обе страны испытали довольно сильный экономический шок: с одной стороны, из-за сжатия мировых кредитных рынков и роста процентных ставок, с другой — из-за падения цен на рынках сырьевых товаров, составляющих значительную долю экспорта данных стран — меди для Чили и нефти для Мексики. Эти шоки обнажили внутренние проблемы, заключавшиеся в слабости банковских систем, и спровоцировали тяжелый финансовый кризис. Как видно, начальные условия до боли напоминают проблемы российской экономики, особенно ярко проявившиеся во втором полугодии 2008 года.

В 1982 году в Чили банки, в которых находилось больше половины депозитов всей банковской системы, испытывали жесточайший кризис ликвидности. Реакцией правительства Чили стала национализация этих финансовых институтов. После этого в течение трех лет некредитоспособные институты среди данной группы банков были ликвидированы, в то время как здоровые финансовые институты прошли через процедуру приватизации и вновь стали частными. В этот период правительство установило новый процесс регулирования данных финансовых институтов с целью недопущения некачественного управления. Особенностью этих правил являлось то, что процентные ставки и процесс аллокации кредитных ресурсов в экономике должны были осуществляться исключительно на рыночных условиях, а не в соответствии с правительственными директивами. Краткосрочными последствиями этого кризиса и реформы финансового сектора стало резкое падение ВВП в 1982–1983 гг. Однако уже к 1984 году чилийская экономика возобновила рост, став впоследствии самой быстрорастущей экономикой своего региона.

В 1982 году в Мексике правительство также национализировало всю банковскую систему, но ее реприватизация произошла только в начале 90-х годов. На протяжении всех 80-х годов в попытке поддержать занятость и инвестиции государственные банки предоставляли кредитные ресурсы по ставкам ниже среднерыночных отдельным крупным компаниям и не предоставляли (или предоставляли по заградительным процентным ставкам) остальным. Даже приватизация банков в начале 90-х годов и реформы, последовавшие за кризисом 1995 года, не смогли обеспечить создание банковской системы, которая бы обеспечивала равноправный доступ к кредитным ресурсам по рыночным ставкам всем компаниям Мексики. Результатом такой политики стала экономическая катастрофа: между 1982 и 1995 годами в Мексике отсутствовал здоровый экономический рост.

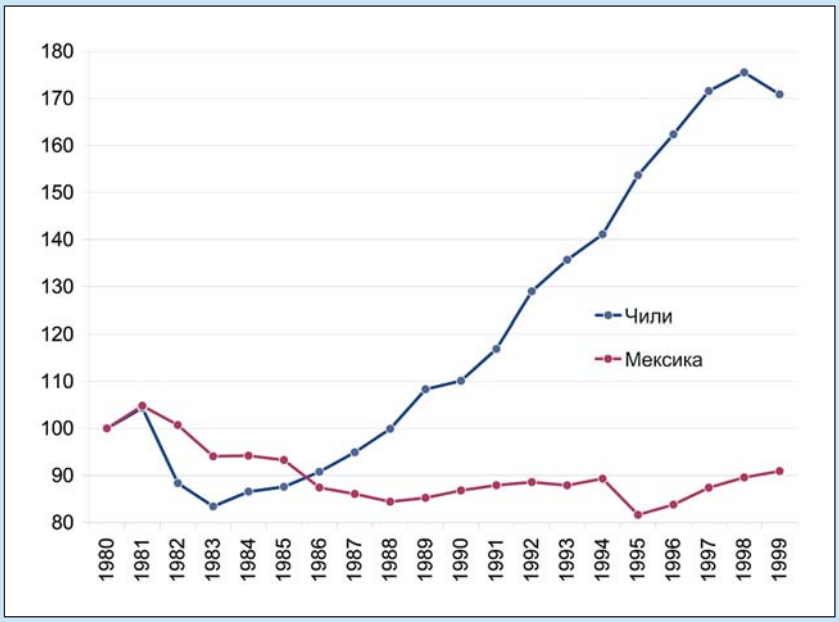
Главным различием в экономической динамике Чили и Мексики в 80-х годах стала не разница в занятости и инвестициях, а разница в производительности труда. В Чили результатом реформы финансового сектора

Производительность труда на человека трудоспособного возраста в США, 1900–2007 гг.



Источник: сайт Timothy Kehoe

Динамика ВВП на человека трудоспособного возраста (1980 год = 100)



Источник: МВФ, Мировой банк

стало банкротство неэффективных компаний (в том числе и за пределами финансового сектора), в то время как вновь созданные фирмы, обладавшие большей эффективностью, получали доступ как к кредитным, так и к трудовым ресурсам (которые высвобождались из обанкротившихся компаний), и в результате росли, увеличивая свою долю на рынках присутствия. В Мексике, в свою очередь, плохо выполняющий свои функции финансовый сектор не стимулировал обновление экономики и приводил к застою.

Конечно, определенный отпечаток накладывает тот факт, что масштабная и дорогостоящая реформа финансового сектора в Чили проводилась в условиях военной диктатуры, режима, который не требовал нахождения политического консенсуса в обществе. Несмотря на данный факт, выводы из рассмотренного примера очевидны.

Примеры японского и финского кризисов 90-х годов их только подтверждают. Реакция правительства Японии на финансовый кризис начала 90-х оказалась похожей на мексиканскую: обанкротившиеся банки были оставлены на плаву, кредитные ресурсы предоставлялись выборочным способом и доступ к ним не был равноправным для всех экономических агентов, а масштабные бюджетные расходы использовались для поддержания занятости и инвестиций. Результат данной политики известен — японское «потерянное десятилетие».

Финляндия вслед за развалом СССР также оказалась в глубоком экономическом кризисе, однако меры борьбы с ним оказались похожими на чилийские: болезненные реформы, направленные на сохранение рыночной аллокации кредитных ресурсов среди экономических агентов. Результатом такой политики стал долгосрочный экономический рост, структурная перестройка экономики и появление таких новых компаний, как Nokia.

Разные типы шоков могут служить началом финансовых кризисов. В ряде случаев эти шоки являются внешними. Для Чили и Мексики 80-х годов и России в настоящее время такими шоками стали ухудшение ситуации на мировых кредитных рынках и падение цен на сырьевые товары, составляющие основу экспорта. В ряде случаев шоки были внутренними. В случае с Японией 90-х годов таким шоком стало падение внутренних цен на коммерческую недвижимость, в случае с США настоящего времени — на жилую недвижимость. Факты из экономической истории доказывают, что не так важна причина, вызвавшая экономический и финансовый кризис, сколь важна реакция экономики на данный шок, и в частности — реакция регулирующих органов.

В настоящее время мировые правительства тратят огромные суммы бюджетных средств, чтобы спасти финансовые институты, деятельность которых не подвергалась серьезному регулированию в прошлые годы. Фундаментальный принцип эффективной аллокации риска: любая защита от риска должна сопровождаться регулированием. В большом количестве случаев в настоящее время данный принцип нарушается. Эта ситуация приводит к долгосрочным проблемам в экономике (даже не учитывая того факта, что потраченные деньги налогоплательщиков в настоящее время приведут к росту налогов в будущем). Рискованные инвестиции многих инвесторов принесут прибыль даже несмотря на реализовавшийся негативный сценарий, а это означает, что труд и капитал останутся занятыми в неэффективных экономических единицах, а стимулы для будущих инвестиций окажутся искажены проблемой морального риска. Как известно, причиной текущего экономического кризиса стала неверная оценка риска. Спасение всех компаний финансового сектора без разбора вознаградит многих из тех, кто принимал неверные решения в прошлом. В результате это еще более осложнит оценку рисков в будущем. Уже в настоящее время следствием спасения крупных финансовых компаний стали призывы к введению тотального регулирования всех финансовых институтов. Таким образом, прямым и косвенным путем масштабное спасение финансовой системы приводит к средне- и долгосрочной неэффективности и низкой производительности труда.

Для того чтобы преодолеть кризисные явления, как это сделали Чили и Финляндия, и не оказаться в ловушке стагнации, как это произошло в Японии и Мексике, правительственные антикризисные меры должны быть направлены на повышение эффективности и производительности и сохранение системы рыночной аллокации ресурсов в экономике. В условиях тяжелого состояния банков и финансовой системы в целом регулирующие органы должны сосредоточиться на предоставлении ликвидности таким образом, чтобы банки могли предоставлять кредитные ресурсы по рыночным ставкам и с использованием рыночных механизмов наиболее эффективным фирмам. В то же время неэффективные компании финансового и нефинансового сектора должны обанкротиться. Финансовые меры по поддержанию на плаву неэффективных фирм приводят к снижению производительности труда в экономике в целом, так как такие фирмы продолжают использовать труд и капитал, в то время как более эффективным фирмам, зачастую не имеющим государственной поддержки, данные ресурсы достаются по завышенным ценам.

В российской экономике поддержание бюджетных расходов на докризисном уровне и установление валютного коридора на фоне инфляции в 15% приводит к крайне неэффективной аллокации экономических ресурсов. Действительно, в настоящее время только ограниченный список компаний (причем в большинстве своем эти компании не отличаются ни высокой производительностью труда, ни даже наличием приемлемого уровня рентабельности) получает доступам к финансовым ресурсам по ставкам ниже среднерыночных. В то же самое время рыночные процентные ставки складываются на чрезвычайно высоком уровне, так как в условиях высоких инфляционных ожиданий (которые подогреваются в том числе и государственными чиновниками[1]) и де-факто фиксированного валютного курса (управляемый плавающий валютный курс в условиях валютного коридора в диапазоне 39–41 рубль за бивалютную корзину гораздо ближе к фиксированному курсу, чем к плавающему) Банк России вынужден абсорбировать из финансовой системы излишнюю рублевую ликвидность (главным источником

[1] *Показательно выступление Аркадия Дворковича на Красноярском экономическом форуме, где он заявил следующее: «13–14% — это прогноз Минэкономразвития. Это очень вероятная цифра, но есть риски, что может быть выше. 15% тоже может быть».*

которой является дефицит бюджета) для снижения давления на рубль на валютном рынке. Конструкция финансового рынка в текущий момент полностью дестимулирует эффективное распределение денежных ресурсов по экономике. Действительно, в настоящий момент главным условием доступа к денежным ресурсам для российских компаний является способность договориться с правительством о предоставлении денежной помощи или участие в бюджетных программах, а не хорошие финансовые показатели и здоровая бизнес-модель. Таким образом, инвестиции частного сектора, компаний, которые могли бы стать локомотивом новой волны экономического роста в России, вымываются из экономики. На финансовом рынке как зеркале всей экономики вложения делаются не на основе принципа эффективности их дальнейшего использования компаниями, а определяются наличием или отсутствием возможной государственной поддержки. Облигационный рынок, который обеспечивал рыночное ценообразование на долговые инструменты российских компаний, постепенно вырождается. Россия в настоящий момент полностью повторяет ошибки, допущенные Мексикой в 80-е и Японией в 90-е.

Что же нужно делать сейчас? Базовым принципом любых антикризисных мер должно стать обеспечение реаллокации занятых ресурсов труда и капитала из неэффективных компаний в их более производительных конкурентах. При этом государство должно всячески способствовать развитию институтов, обеспечивающих данный процесс, а также гарантировать долгосрочное сохранение макроэкономической стабильности и обеспечение равноправного доступа всей экономики к кредитным ресурсам.

В вопросах бюджетной политики правительство должно пойти на непопулярные меры по сокращению государственных расходов и поддержанию бюджетного дефицита на уровне не более 3–5% ВВП, который должен быть профинансирован за счет неэмиссионных источников. При этом правительство должно снизить свое влияние на ликвидность в финансовой системе через активные операции на рынке государственных ценных бумаг (размещение свободных остатков бюджетных средств на рынке государственных облигаций). Любые государственные расходы на инвестиции или инфраструктурные проекты должны быть оправданы с точки зрения экономической эффективности, в первую очередь, с точки зрения влияния на производительность труда. Здесь российскому правительству стоит взять на вооружение американский опыт создания специального поста COO (chief operating officer) правительства — лица, чьей главной обязанностью будет анализ экономической эффективности и необходимости бюджетных расходов. Средства резервного фонда, в свою очередь, должны быть направлены на субсидирование импорта средств производства и технологий, не имеющих российских аналогов. В случае присутствия в России аналогов субсидии должны в равной мере распространяться и на данную продукцию. Оказание поддержки социально незащищенным слоям населения, безработным должно осуществляться целевым образом. Поддержка некоторых социально значимых предприятий (в первую очередь, предприятий в моногородах) должна осуществляться только при принятии средне- и долгосрочных планов по реструктуризации и повышению эффективности и производительности труда.

Основной задачей Банка России должно стать обеспечение стабильной работы банковской системы, для чего потребуется развитие мер по поддержанию ликвидности банковской системы, многие из которых успешно работают в настоящее время. Для обеспечения эффективной работы кредитного рынка Банк России должен перейти к плавающему валютному курсу и политике инфляционного таргетирования. По нашему мнению, только такая политика позволит уже в среднесрочном периоде повысить доверие экономических агентов к действиям монетарных властей, тем самым заложив основы эффективного распределения ресурсов в экономике (снижение долгосрочных инфляционных ожиданий приведет к постепенному формированию «длинных» ресурсов в экономике, дефицит которых отмечается большинством аналитиков). Комбинация бюджетного дефицита, финансируемого за счет неэмиссионных источников, и снижающихся инфляционных ожиданий позволит Банку России осуществлять стимулирующую монетарную политику, которая в комбинации с высвободившейся в результате банкротства неэффективных компаний рабочей силой станет основой новой волны здорового экономического роста. Сам процесс банкротства (как и ряд других институтов) в России требует реформирования, которое, во-первых, должно позволить российским компаниям проходить через процесс реструктуризации, а не только ликвидации, а во-вторых, должно быть направлено на защиту интересов частных инвесторов, в том числе и кредиторов.

Преодолеть текущую кризисную ситуацию безболезненно невозможно: в любом случае будет существовать цена, которую придется заплатить. Но если Россия сможет воспользоваться текущим экономическим кризисом для проведения реформ и реаллокации экономических ресурсов в пользу наиболее эффективных экономических агентов, то в итоге она выйдет из кризиса более сильной страной. Сохранение же большинства применяемых в настоящее время мер может в итоге привести к долгосрочной консервации накопившихся проблем и появлению в учебниках истории главы об очередном «потерянном десятилетии», на этот раз в России.