

КРИЗИС НА НАЧАЛЬНОЙ СТАДИИ: ПРИЧИНЫ И ПРОБЛЕМЫ

Владимир МАУ

доктор экономических наук, профессор,
ректор Академии народного хозяйства
при Правительстве РФ

Оіковочіа • Політїка

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

Мы столкнулись с трудностями, которые до сих пор еще не встречались в нашей практике. У нас больше нет эйфории..., когда мы возмнили, что знаем ответы на все вопросы, касающиеся управления экономикой.

*Пол Волкер при вступлении
в должность президента ФРС.
Июль 1979 года*

Экономический кризис набирает обороты, и пока трудно сказать, как долго он продлится. Прогнозировать перспективы кризиса столь же бессмысленно, как и прогнозировать цены на нефть. Когда они были высоки, можно было с уверенностью сказать только одно — рано или поздно цены на нефть упадут (да и то появлялось все больше экспертов, которые утверждали, что цены «вышли на новое плато»). Аналогично сейчас можно быть уверенным, что кризис когда-нибудь завершится — однако ни сроки его завершения, ни масштаб ущерба, ни ландшафт послекризисной экономики никому не известен. Можно много спекулировать на эту тему, но серьезные и ответственные утверждения пока просто невозможны.

Российский кризис 1998 года был порожден внутренними причинами — слабостью власти, неспособной проводить ответственную макроэкономическую (прежде всего бюджетную) политику. Сейчас ситуация качественно иная. Россия впервые сталкивается с мировым кризисом в качестве неотъемлемой составляющей глобальной экономической

Автор благодарит Н. Сундстрому, С. Синельникову-Мурылеву, С. Дробышевского, П. Ашрафяна, К. Юдаеву, К. Рогова и О. Кочеткову за ценные замечания и рекомендации, предложенные в ходе работы над данной статьей.

и финансовой системы. Таким образом, Россия постепенно становится нормальной рыночной страной.

Однако налицо два важных обстоятельства, которые следует принимать во внимание. Во-первых, речь идет не просто об очередном циклическом кризисе, который случается раз в несколько лет. Сейчас на наших глазах происходят глубинные, тектонические сдвиги в мировой финансовой (а возможно, и в экономической) архитектуре. Вообще-то, о необходимости перестройки сложившейся во второй половине XX века глобальной финансовой модели говорили давно, однако никто решался на серьезные реформы до тех пор, пока модель функционировала и демонстрировала неплохие экономические показатели, — хотя системные риски нарастали у всех на глазах, что фиксировалось как политиками, так и экспертами. Уже очевидно, что посткризисный ландшафт существенно переменится: исчезнут не только конкретные финансовые организации, но целые типы финансовых институтов.

Во-вторых, несмотря на очень хорошую макроэкономическую ситуацию (двойной профицит), российский финансовый рынок оказался одним из наиболее пострадавших (наряду с китайским). По-видимому, это стало платой за успехи: бурный рост индексов привлекал слишком много спекулятивного капитала, который в условиях кризиса стал уходить так же стремительно, как ранее притекал в страну.

Анализ современного экономического кризиса может пока иметь исключительно предварительный характер. Никаких окончательных и категоричных оценок пока быть не может. Но тем не менее происходящее должно стать предметом постоянного анализа и обсуждения, поскольку только на основе этого может вырабатываться антикризисная политика. Особый интерес представляет анализ причин этого кризиса, механизмов взаимодействия финансового и экономического кризиса, первоочередных мер по предотвращению финансового и экономического коллапса, рисков, связанных с этими первоочередными мерами, а также долгосрочных проблем выхода из кризиса. Специальное внимание должно быть уделено странам с развивающимися рынками (*emerging markets*), поскольку их проблемы существенным образом отличаются от проблем развитых экономик.

Природа и механизмы великих экономических потрясений — а именно с таким явлением мы сегодня имеем дело — всегда загадочны и до конца непостижимы. Великие кризисы на десятилетия становятся предметом дискуссий экономистов, политиков и историков, им посвящаются сотни диссертаций и тысячи научных статей. Причем однозначных ответов подчас не удастся дать даже экономическим историкам будущего. Феномен Великой депрессии 1930-х годов до сих пор не нашел окончательного разрешения: по сей день продолжаются дискуссии и о причинах ее разворачивания, и о том, насколько адекватными были меры Ф. Д. Рузвельта по выходу из кризиса.

Более того, изучение опыта прошлого никак не гарантирует безоблачного будущего. Как генералы всегда готовятся к войнам прошлого, так и экономисты стараются не пропустить и не допустить прошедшего кризиса. Это обычно неплохо удается, однако новый масштабный кризис все равно поражает воображение. Мы хорошо изучили кризис 1998 года, неплохо подготовились к нему — но нынешний кризис оказался иным. Впрочем, так оно обычно и происходит.

Из сказанного следует, что предлагаемые вниманию читателя размышления носят предварительный характер и приведенные ниже выводы не могут претендовать на неизменность во времени.

1. Причины кризиса

Анализируя разворачивающийся на наших глазах кризис, имеет смысл рассматривать по отдельности три группы обуславливающих его причин: во-первых, специфические проблемы американской экономики; во-вторых, системные, фундаментальные проблемы современного экономического развития; в-третьих, специфические российские обстоятельства. Эти факторы действуют разнонаправленно, и борьба с кризисом должна строиться с учетом всех трех означенных групп.

При рассмотрении причин кризиса принято прежде всего критиковать администрацию США за неадекватную бюджетную и денежную политику. В первую очередь имеется в виду проведение проциклической политики после рецессии 2001 года, когда в условиях экономического роста страна продолжала идти по пути наращивания бюджетного дефицита вместо возвращения к клинтоновской политике профицитного бюджета. Это находило отражение, в частности, в политике процентных ставок, которые долго оставались низкими в условиях экономического подъема (рис. 1). Естественно, звучат сетования на недостатки надзора за состоянием финансовых рынков и соответственно их регулирования, что не позволило вовремя предпринять необходимые меры. В пользу последнего свидетельствует и заявление Алана Гринспена на слушаниях в Конгрессе США, где он говорил о своей чрезмерной уверенности в способности рынков к саморегулированию.

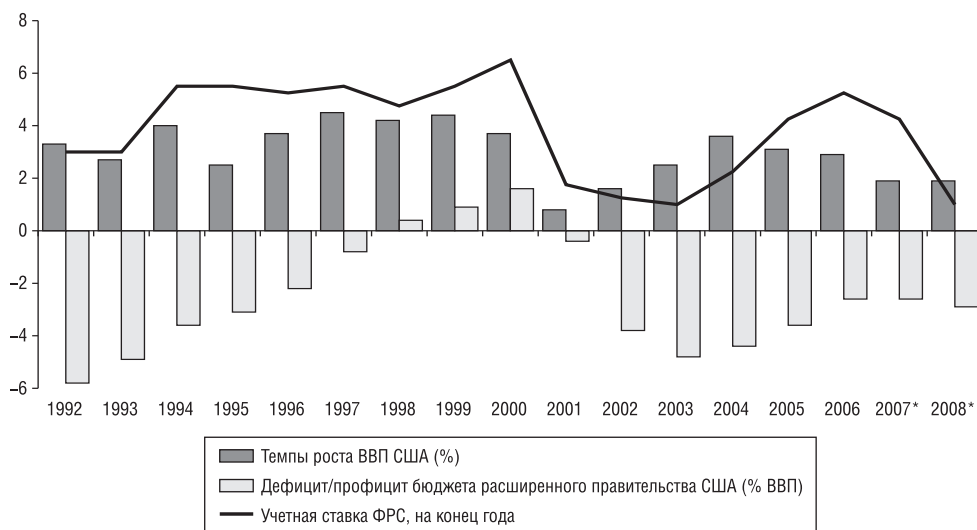


Рис. 1. Показатели экономического роста и бюджетной системы США

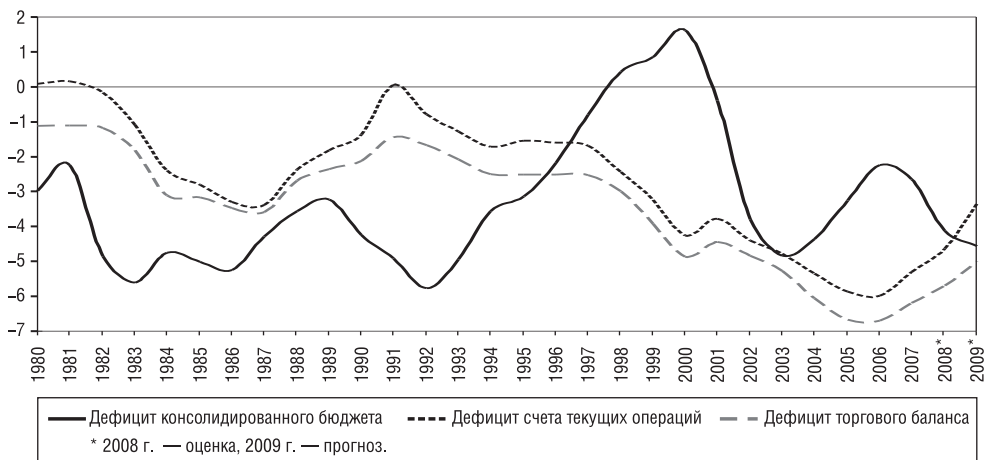
Это была политика искусственного подхлестывания роста, весьма модная в первом десятилетии XXI века. Наблюдая за двузначными цифрами экономического роста Китая, все ведущие мировые игроки не хотели отставать от будущей сверхдержавы, а потому правительствами многих стран предпринимались шаги по стимулированию роста, причем проблема перегрева экономики казалась уже старомодной: мы слишком далеко ушли от Великой депрессии и, как казалось, интеллектуально переросли ее. В этой же логике находится и поставленная российским руководством задача «удвоения ВВП» за десять лет — задача, также фиксировавшая внимание преимущественно на

достижении количественных, объемных показателей. Но если в российском варианте политика эта опиралась на наличие свободных мощностей, оставшихся после кризиса 1990-х годов, и на огромный приток нефтедолларов, то американская экономика должна была развиваться в условиях параллельного ведения двух войн (в Ираке и Афганистане), которые не могли финансироваться без бюджетного дефицита¹.

Однако были и более глубокие причины кризиса, связанные с общими характеристиками мировой экономики и не сводимые к ошибкам экономической политики.

Прежде всего необходимо указать на беспрецедентные темпы экономического роста, позволившие за пять лет на четверть увеличить мировой ВВП. Быстрый подъем неизбежно накапливает системные противоречия, невидимые за ростом благосостояния. А главное, даже при осознании этих противоречий очень трудно вмешаться и что-либо исправить: действительно, почему надо предпринимать какие-то ограничительные или корректирующие меры, когда все и так выглядит замечательно. Каждый раз, когда в подобных ситуациях бума кто-нибудь начинает высказывать предостережения или сомневаться в правильности курса, со всех сторон начинают звучать уверенные голоса, настаивающие на том, что «на этот раз все будет иначе» («*this time it's different*»)².

Сказанное относится и к дефицитам американской экономики — бюджетного, торгового и счета текущих операций (рис. 2). Всем было понятно,



Источник: БЭА.

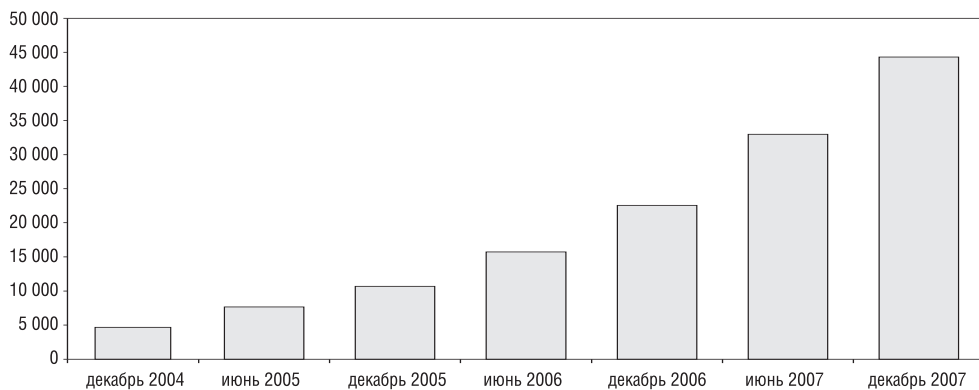
Рис. 2. Дисбалансы в экономике США (% ВВП)

¹ Строго говоря, война, введущая за пределами собственной территории, действительно может стать локомотивом экономического роста. Пример этого применительно к экономике США дает, например, корейская война. Однако макроэкономические представления первой половины 1950-х годов были несравненно более жесткими, нежели в начале нового столетия. Доходы и расходы бюджета тогда должны были быть хотя бы сопоставимы друг с другом. А. Гринспен не без иронии заметил по этому поводу: «В то время управление экономикой строилось по принципу планирования семейных финансов: „по доходу и расход“. Как-то раз президент Эйзенхауэр выступил перед американцами в буквальном смысле с извинениями за то, что в тот год дефицит государственного бюджета достиг 3 млрд долл.» (Гринспен А. Эпоха потрясений. М.: Альпина бизнес букс, 2008. С. 62. (Сер. «Сколково»).

² Кеннет Рогофф и Кармен Райнхарт обратили особое внимание на то, что ловушка для политиков «*this time it's different*» восходит к английскому дефолту XIV века (см.: Reinhart C. M., Rogoff K. S. *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises* / NBER WP No 13882. 2008).

что такая ситуация никак не свидетельствует об экономическом здоровье и может привести к плачевным результатам. Однако надежда, что *this time it's different*, все равно оставалась.

Естественно, эта надежда произрастала не на пустом месте, а на основании осмысления тех новых (инновационных) подходов, которые несет с собой глобализация. Мы много говорили в последние годы о важности инноваций и о переводе экономики на инновационный путь развития. И начавшийся кризис можно в полной мере считать инновационным. Ведь в основе его лежит появление и быстрое распространение финансовых инноваций — новых инструментов финансового рынка, которые, как некоторым тогда казалось, смогут создать условия для бесконечного роста и о которых, как выясняется теперь, гуру финансового мира имели весьма слабое представление. В результате объем CDS достиг порядка 60 трлн долларов, то есть четверо превысил ВВП Соединенных Штатов (рис. 3). Таким образом, кризис — это «бунт финансовых инноваций» против своих создателей: вещь неприятная, но не раз случавшаяся в истории. И, как теперь можно понять, ситуация с банком *Barings*, разоренным в 1995 году единичными действиями молодого трейдера из сингапурского отделения Ника Лисона, была предвестником кризиса, посланием финансовому миру. Однако послание это так и не было понято.



Источник: Банк международных расчетов.

Рис. 3. Объем мирового рынка CDS (млрд долл.)

Существует и другой аспект глобализации, который также (помимо новых инструментов) считался источником бесконечного финансового успеха и поступательного роста. Этот феномен был назван Н. Фергюсоном «Кимерикой» (*Chimerica*), что по-английски составлено из слов Китай (*China*) и Америка (*America*). Речь идет о формировании глобального дисбаланса, который на протяжении десятилетия считался источником сбалансированности и устойчивости мирового роста. В результате сформировался режим, противоположный модели глобализации рубежа XIX—XX веков: если сто лет назад капитал двигался из центра (развитых стран) на периферию (*emerging markets* того времени), то теперь развивающиеся рынки стали центрами сбережения, а США и другие развитые страны преимущественно потребляли.

«Добро пожаловать в удивительный мир Кимерики — Китай плюс Америка, — который занимает одну десятую поверхности земли, насчитывает четверть населения Земли, производит треть выпускаемой продукции и обеспе-

чивает половину глобального экономического роста за последние восемь лет. Иногда это напоминает брачный союз, свершившийся на небесах. Восточные кимериканцы сберегают. Западные кимериканцы тратят. Китайский импорт сдерживает американскую инфляцию. Китайские сбережения сдерживают американские процентные ставки. Китайская рабочая сила сдерживает рост заработной платы. В результате в США удивительно дешевый кредит и удивительно прибыльна деятельность корпораций. Благодаря Кимерике за последние пятнадцать лет глобальные реальные процентные ставки за вычетом инфляции снизились в среднем более чем на треть. Благодаря Кимерике прибыли американских корпораций в 2006 году выросли в той же пропорции, что и их доля в ВВП. Но именно здесь и крылась ловушка. Чем больше Китай хотел кредитовать США, тем больше американцы хотели заниматься. Кимерика, другими словами, стала основной причиной бума кредитования, расширения выпуска облигаций и новых производных контрактов, появившихся в 2000-е годы. Она стала основной причиной краха хедж-фондов. Она стала основной причиной того, что корпорации имели возможность занимать со всех сторон для закупок больших партий товара. И Кимерика — или азиатский «сберегательный проглот», как назвал ее Бен Бернанке — стала основной причиной того, что американский ипотечный рынок был „залит“ наличностью до краев и в результате любой мог получить ипотеку под 100% без дохода, без работы, без залога»³.

Наконец, у разворачивающегося кризиса имеется еще одна — фундаментальная, наиболее важная предпосылка. Речь идет о целевой функции развития бизнеса, которая, по нашему мнению, за последние полтора—два десятилетия претерпела серьезную трансформацию. Ключевым ориентиром развития корпораций стал рост капитализации. Именно этот показатель более всего интересовал акционеров и именно по нему оценивается в наши дни эффективность менеджмента. Между тем, стремление к максимальной капитализации вступает в противоречие с реальным основанием социально-экономического прогресса — с повышением производительности труда. Рост капитализации связан с производительностью труда, но лишь *в конечном счете*. Однако перед акционерами надо отчитываться ежегодно. А для получения красивых годовых отчетов, для обеспечения *текущего* роста капитализации требуется совсем не то же самое, что обеспечивает рост производительности. Для хороших отчетов надо проводить слияния и поглощения, поскольку объем активов способствует росту капитализации. И, разумеется, не следует закрывать отстающие предприятия, поскольку это ведет в текущем периоде к снижению капитализации. В результате в рамках многих крупных промышленных корпораций сохраняются старые, неэффективные производства и предприятия.

Подобная ситуация хорошо известна из советского опыта. Только тогда это называлось борьбой за план. Предприятия предпочитали выпускать устаревшую продукцию, а не переходить на выпуск новой — обновление привело бы к сокращению выпуска в штуках (килограммах, метрах, рублях) и тем самым не удалось бы обеспечить выполнение и перевыполнение

³ *Ferguson N.* The Ascent of Money: A Financial History of the World. N. Y.: Penguin Books, 2008. См., также комментарий Мартина Вульфа: «В XIX веке наиболее развитые страны мира характеризовались избытком сбережений (из национального дохода), который инвестировался в наиболее быстро развивающиеся страны (в основном на новых территориях). Теперь, напротив, наиболее развитые страны мира импортируют сбережения из слаборазвитых стран, используя их для общественного и частного потребления. Нетрудно заметить, что этот процесс в лучшем случае характеризуется глупостью, в худшем — неустойчивостью.

планового задания. Это был плановый фетишизм⁴. Теперь можно говорить о новой форме фетишизма — или о новой форме товарного фетишизма, проанализированного когда-то К. Марксом⁵.

Помимо общих факторов кризиса, существуют и специфические причины быстрого (исключительно быстро!) развертывания его в России. Внешне все выглядит парадоксально: кризис стремительно распространился в стране, отличавшейся особенно благоприятной макроэкономической ситуацией, в стране с двойным профицитом (бюджета и платежного баланса).

Прежде всего это явилось как раз оборотной стороной благоприятной среды. Двойной профицит становился фактором привлечения капитала, который активно притекал сюда, быстро расширяя плечо заимствований. Естественно, при начале кризиса эффект получился противоположный — произошло сжатие плеча, что немедленно привело к сжатию фондового рынка.

Параллельно выяснилось, что российский фондовый рынок, несмотря на огромный рост в 2004—2007 годах, по сути, пребывает еще в зачаточном состоянии. Он способен быстро сдуться до минимальных значений. Правда, значения эти имеют определенную внутреннюю логику. Как видно из рис. 4, в результате падения рынка фондовые индексы пришли примерно в ту точку, где они могли бы находиться при отсутствии скачка 2005 года. Представленная на графике фигура, напоминающая треугольник, является наглядным отображением пузыря финансового рынка, который стал результатом ведущего к наращиванию диспропорций бума.

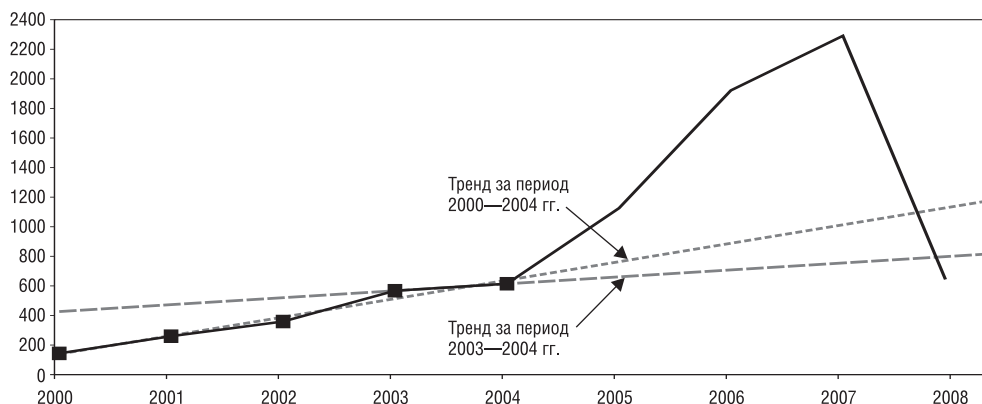


Рис. 4. Динамика фондового индекса РТС (на конец года, закрытие)

Дала о себе знать неэффективность отраслевой структуры экономики и экспорта. Доминирование сырьевых и инвестиционных товаров в экспорте ставит платежный баланс страны в более тяжелую зависимость от циклических колебаний, чем в экономике диверсифицированной. Замедление роста и спад инвестиционной активности в странах-импортерах способны при мультипликативном эффекте привести к резкому торможению такой экономики, запустить сценарий «жесткой посадки» (*hard landing*). Таков зеркальный эффект явления, с которым Россия столкнулась после кризиса 1998 года. Поскольку мировая экономика росла, это создавало спрос на про-

⁴ О плановом фетишизме см.: Мау В., Стародубровская И. Плановый фетишизм: необходима политико-экономическая оценка // Экономические науки. 1988. № 4.

⁵ Маркс К. Капитал; Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 23. С. 80—82.

дукты российского производства, что привело к буму тогда, когда начался рост цен на энергоносители. О необходимости структурной диверсификации, естественно, много говорили, но в условиях бума всерьез этим вопросом никто заниматься не собирался (рис. 5).



Рис. 5. Структура экспорта РФ, 2006 год

Серьезнейшей проблемой был рост корпоративных внешних заимствований. Камнем преткновения стало то, что большинство этих заимствований фактически были квазигосударственными. Многие предприятия-заемщики тесно связаны с государством и действуют в логике «приватизации прибылей и национализации убытков». Так они воспринимаются и на финансовом рынке, агенты которого понимают, что в случае кризиса крупнейшие российские частные заемщики смогут опереться на поддержку федерального бюджета. В результате возникает ситуация недобросовестного поведения (*moral hazard*), известная со времен азиатского кризиса 1997 года, — когда одни могут безответственно занимать деньги, а другие — давать их без достаточных оснований, понимая, что именно государству придется спасти должников в случае экономического кризиса. Можно говорить о нарастании тенденции «чеболизации» ряда ведущих российских фирм, если использовать пример южнокорейских чеболей — фирм, находящихся под фактическим государственным контролем и исповедующих принцип «приватизации прибылей и национализации убытков».

В 2007 году произошло важное изменение тенденции динамики внешней задолженности: если до сих пор совокупная долговая нагрузка (государственная и корпоративная) снижалась, то теперь она начала расти. Это существенно усилило зависимость экономического положения России от колебаний мировой финансовой конъюнктуры, а вскоре привело к разворачиванию полномасштабного кризиса (рис. 6). К сказанному следует добавить еще одну ошибку в деятельности отечественных заемщиков: они легко соглашались на залоговые схемы, хотя успехи российской экономики последних лет позволяли во многих случаях обходиться без залогов. В результате в условиях кризиса они столкнулись с быстрым падением стоимости своих залогов (механизм *margin calls*) и с реальной угрозой лишиться своих активов.

Сложившаяся ситуация оказала серьезное влияние на выработку бюджетной и курсовой политики. С одной стороны, наличие значительной задолженности влиятельных (в том числе околобюджетных) игроков, нередко обладающих стратегически важными активами, сдерживало возможность снижения валютного курса рубля, что привело бы к резкому удорожанию обслуживания их долга. С другой стороны, необходимо было использовать государственные ресурсы для оказания заемщикам финансовой помощи по покрытию или выкупу долга.

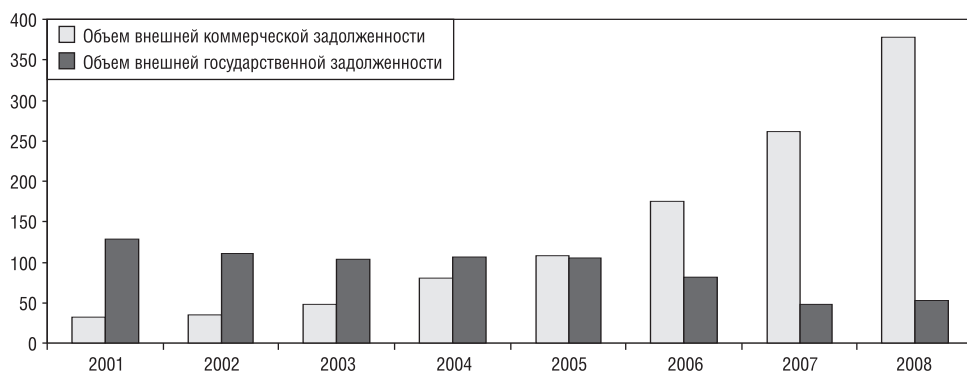


Рис. 6. Объем внешней задолженности РФ (млрд долл.)

Наконец, нельзя не отметить и неопытность политической и деловой элиты, которой пришлось столкнуться с первым в своей жизни полномасштабным циклическим кризисом (прежние кризисы были трансформационными). Подобный опыт, конечно, с годами появится, но для этого требуется значительно больше времени — и разнообразных экономических кризисов.

2. Борьба с кризисом

Кризис стал шоком для мировой экономической и политической элиты. Никто не ожидал ни подобной глубины кризиса, ни столь быстрого его развертывания⁶. Экономически развитые страны, опасаясь коллапса банковской системы и дефляционного шока, предприняли агрессивные меры по поддержке банков и стимулированию производственной активности. Среди важнейших мер — предоставление ликвидности, расширение гарантий по банковским вкладам физических лиц, выкуп части банков государством, снижение ставок рефинансирования, принятие «планов стимулирования» (бюджетных вливаний в реальном секторе). Одновременно правительства многих стран пошли на снижение курса национальных валют по отношению к американскому доллару (рис. 7), что должно способствовать сохранению международных резервов, а также должно стать дополнительным фактором стимулирования внутреннего производства. Анализ логики и эффективности принимаемых мер выходит за рамки настоящей статьи. Однако ключевая проблема состоит в том, что эти меры могут повлечь за собой серьезную макроэкономическую дестабилизацию.

Достаточно решительные меры по смягчению кризиса предложили и российские власти. Отчасти они повторяли шаги наиболее развитых стран, но в некоторых существенных пунктах расходились с ними.

С самого начала были предприняты усилия по предотвращению коллапса кредитной системы, что было естественным следствием уроков 1998 года. Банкам были предоставлены значительные финансовые ресурсы для преодоления кризиса ликвидности. С одной стороны, эти меры должны были способствовать поддержанию производственной активности. Именно доступность кредитных ресурсов, а вовсе не фондовый рынок является в России источником роста реального сектора. С другой стороны, устойчивость бан-

⁶ Экономическая и политическая элита о неожиданности кризиса см.: Giles C. The vision thing // Financial Times. 2008. Nov. 26.

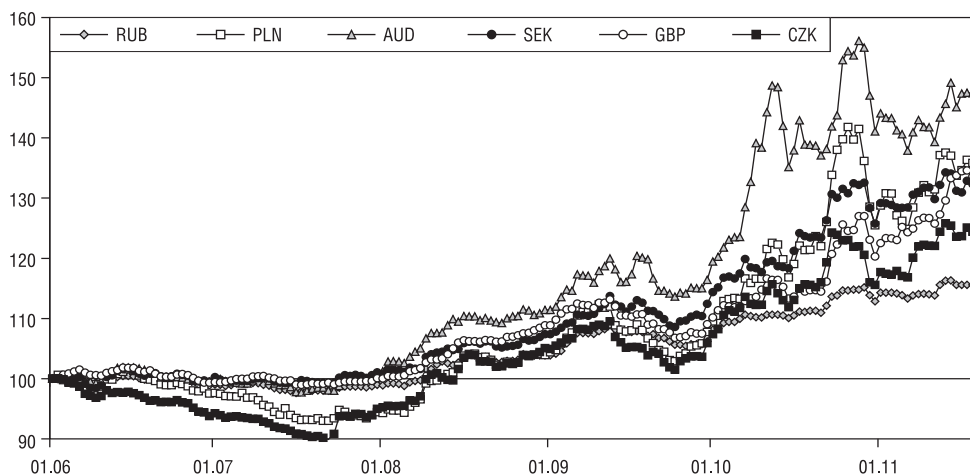


Рис. 7. Доллар США, межбанковский курс (% , 01.06.2008 = 100%)

ковской системы непосредственно связана с задачей обеспечения социально-политической стабильности в стране. Банковские потери граждан будут неизмеримо более болезненными и политически более опасными, чем потери от падения фондовых индексов.

Разумеется, не обошлось без сомнительных схем. Банки, которым государство предоставляло ликвидность, предпочитали по максимуму конвертировать ее в иностранную валюту, чтобы застраховаться от валютных рисков или использовать для снижения собственной задолженности перед иностранными кредиторами — поведение экономически вполне оправданное, но не соответствовавшее намерениям властей при предоставлении денежных средств. Кроме того, начали наблюдаться ситуации, когда перераспределение выделенных государством средств стало опосредоваться взятками, что неудивительно для распределения дефицитного ресурса по заниженной цене. (Предполагалось, что деньги от первичных получателей будут предоставляться заемщикам второго уровня не по рыночной, а по заниженной ставке, немного превышающей процент, по которому происходит первичное распределение денег.)

Государство в какой-то момент попыталось поддержать биржевые индексы, но быстро отказалась от этой затеи. Хотя динамика биржевых индексов смотрится очень эффектно и имеет высокий драматический накал, сегодня это не та область, на поддержании которой следует концентрировать ресурсы государства. Попытка поддержки биржи в этих условиях означала только одно: помощь бегущим из страны инвесторам выручить и вывезти большие суммы за продаваемые ими ценные бумаги. Конечно, падение стоимости акций неприятно для их держателей и создает проблему с залогами (*margin calls*), но решение последней проблемы лежит в другой плоскости.

Именно эта проблема была особенно болезненной. Задолженность российских компаний иностранным кредиторам создавала реальную угрозу ухода значительной части российских активов, причем в руки тех, кто сам находился в кризисе.

Быстрый экономический рост последних лет был в значительной мере связан с наличием на мировом рынке дешевых денежных ресурсов, которые охотно занимали отечественные компании. Однако дешевизна денег не способствует их эффективному инвестированию, особенно когда речь идет

о связанных с государством компаниях, которым дают деньги тем охотнее, чем лучше понимают: государство в случае чего не даст им погибнуть.

Теперь ситуация изменилась. Доступных кредитов нет, а заложенные в обеспечение кредитов бумаги быстро дешевеют. До конца 2008 года предстояло выплатить по этим долгам порядка 43 млрд долл. Государство выразило готовность предоставить через ВЭБ средства в размере 50 млрд долл. на «расшивку» ситуации. Однако остается открытым вопрос о механизме использования этих средств. Предоставление средств должникам для погашения своих долгов — не самый эффективный способ решения проблемы. Было бы лучше, если бы ВЭБ сам скупал долги. Подобные действия, помимо прочего, способствовали бы в будущем росту рыночной капитализации этих фирм, а также сокращению спрэдов по их долгам.

Неоднозначной оказалась и валютная политика. По-видимому, по политическим причинам власти не решались полностью отказаться от поддержки валютного курса рубля, что привело к быстрому сокращению золотовалютных резервов. Причины осторожности в этом вопросе понятны: треть за 20 лет обесценение рублевых сбережений вряд ли способствовало бы укреплению доверия к национальной валюте. Однако и противоположная ситуация выглядит не менее опасно — исчерпание резервов. Представляется, что для обеспечения устойчивости российской экономики недопущение существенного снижения резервов важнее стабильности национальной валюты. Более того, плавное снижение рубля стало бы дополнительным фактором поддержки внутреннего производства, защиты отечественного рынка от импорта иностранных товаров, а также создало бы дополнительные стимулы для притока в будущем иностранного капитала в форме прямых инвестиций.

Проведение такой политики должно наталкиваться на противодействие тех, кто имеет значительные долги в иностранной валюте и для кого ослабление рубля будет тождественно удорожанию долга. Это очень мощные силы, которые способны эффективно лоббировать свои интересы. Однако выделение средств на выкуп их задолженности должно было несколько смягчить их позицию. Словом, динамика валютного курса в ближайшие месяцы станет не только важным экономическим индикатором, но также показателем политическим, отражающим реальный баланс сил основных экономических игроков.

Наконец, правительство предложило широкий пакет стимулов, прежде всего налоговых, для поддержки развития реального производства. У нас существуют серьезные сомнения относительно эффективности такого пакета. Основные проблемы развития производства состоят не столько в нехватке денег, сколько в нарушении функционирования экономических механизмов, а в конечном счете — в неэффективности многих производственных секторов. Обильные финансовые вливания не решат проблему повышения эффективности, структурного обновления экономики, а без этого выход из кризиса будет только затягиваться. Хотя, нельзя не признать, текущие социальные проблемы могут ослабить такие меры.

3. Лозунги дня: социализм и популизм

Анализируя современный кризис в контексте долгосрочных исторических трендов, в ретроспективе последних 150 лет, нельзя не увидеть сегодня признаков усиления двух важнейших феноменов экономической истории XX века — *социализма и популизма*. Политический спрос на них всегда возрастал в условиях экономических кризисов и социальных катаклизмов. Нынешняя ситуация не является исключением.

Обе модели прошли практическую апробацию в минувшем столетии и, как известно, не оправдали возлагавшихся на них великих надежд. С социализмом экспериментировали в основном в Европе и в Азии. С популизмом — в Латинской Америке. Результаты известны: оба эксперимента закончились провалом. Социализм, ценой невероятных жертв решив задачи индустриализации, не нашел внутренних источников дальнейшего социально-экономического развития. Популизм же, начиная с Аргентины времен Хуана Перона, с завидным постоянством приводил процветающие страны к экономической и социальной катастрофе.

«In the UK everyone is a social democrat now» (В Великобритании теперь каждый — социал-демократ). Этот заголовок из газеты *Financial Times*⁷ явно перефразирует слова Р. Никсона, который, несмотря на приверженность правой идеологии, сказал в конце 1960-х годов: «Мы все теперь кейнсианцы». Идеи социализма легко продаются публике в условиях коллапса финансовой системы и опасений за собственные кошельки. Налицо фиаско рыночной идеологии и рыночных ценностей в сознании значительной части общества и элиты. Обыватели и правительства почти сразу (за редким исключением) оказались готовы «купить» социализм ради сохранения своего, хотя бы видимого, благополучия. Все согласилось, что предложенные меры являются «необходимыми и единственно возможными».

Власти, а не рынок начинают принимать *индивидуальные решения* — кого казнить, а кого миловать. Ситуация с *Lehman Brothers*, с одной стороны, и с *Bear Stearns*, *AIG* и *Citibank*, с другой, плохо поддается рыночной интерпретации. Просто в руководстве страны принимают решения разобраться с одним и помочь другому, как это и должно происходить в центрально-управляемой экономике. Конечно, все это упаковывается в правильные слова.

Гораздо более серьезной проблемой является переход к политике *обобществления (или национализации) рисков*. Спасая должников и наполняя банки капиталом (проводя рекапитализацию), резко увеличивая гарантии по частным вкладам в банках, государство берет на себя риски за решения всех основных участников хозяйственной жизни — и банкиров, и вкладчиков, и заемщиков (тем более что на практике это нередко одни и те же лица). Под сомнение поставлен фундаментальный принцип капитализма — личная ответственность за принимаемые решения. А применительно к российской ситуации можно утверждать, что политика национализации убытков делает на следующем шаге неизбежной национализацию рисков. Начинается этот процесс в банковском секторе, но через банки гарантии распространяются на все другие компании и сектора.

Глубокую трансформацию претерпевает святая святых любой социально-экономической системы — отношения собственности. Происходит фактическая национализация попавших в тяжелое положение компаний посредством предоставления им финансовой помощи. Национализация осуществляется по крайней мере по трем каналам: через выкуп долгов отдельных фирм, через рекапитализацию в обмен на акции, а также путем инфляции накопленных обязательств. Государства склонны взять на себя все пассивы (обязательства) финансовых учреждений — как путем гарантий, так и прямого вливания капитала. Естественно, что помощь финансовым институтам сопровождается формальным или фактическим размыванием пакетов, принадлежащих частным собственникам. Права частной собственности ставятся под сомнение — прежде всего в отношении финансовых институтов (на Западе), а также предпри-

⁷ Financial Times. 2008. October 7. P. 11.

ятий реального производства. Последнее уже налицо в России, что особенно заметно по отношению к тем, кого государство спасает от *margin calls*.

Следующим, вполне естественным шагом станет принятие правительственных решений относительно характера деятельности фактически национализированных институтов. Гарольд Браун заявил, что он будет побуждать попавшие под его контроль банки вкладывать больше средств в малый бизнес. Поддержка малого бизнеса — конечно, святое дело, «любимое» всеми современными правительствами. Однако последствия такого рода решений нетрудно спрогнозировать: если власти дают указания, куда вкладывать деньги, то они должны будут оказать поддержку своему банку в случае, когда эти политически заданные инвестиции окажутся неэффективными. Таким образом, и господдержка, и неэффективность вложений образуют замкнутый круг. Европейцы первыми объявили об этом комплексе мер в заявлении от 12 октября 2008 года, а американская администрация присоединилась к ним двумя днями позже.

Наконец, не следует забывать о том, что мощный поток денежных средств, который хлынет на рынок, может повлечь за собой рост инфляции при одновременном торможении производства. Россияне привыкли жить с высокой инфляцией, причем, как напоминает опыт 1990-х годов, она является не только феноменом денежной политики, но также имеет существенный перераспределительный эффект. Кстати, первым это заметил еще Э. Берк, увидевший в 1790 году в бумажных деньгах Французской революции злоеший признак отъема частной собственности.

Параллельно с социалистическими тенденциями нарастают риски популистской политики. Кризис переходит на производство. Самым опасным в этой ситуации было бы попытаться искусственно подхлестывать рост при помощи бюджетных вливаний. Охваченным кризисом странам и так придется потратить немалые средства на поддержание в экономике ликвидности, на сохранение устойчивости кредитной системы.

Уже сейчас и на Западе, и у нас раздаются призывы помочь товаропроизводителям. Довольно забавно читать в наши дни хорошо знакомые по российскому опыту 1990-х годов рекомендации в аналитических докладах крупных зарубежных банков. Например, такое: «Существенная бюджетная экспансия (вместе с адекватной денежной политикой) могла бы помочь поддержанию устойчивого совокупного спроса». Если бы с такими предложениями выступила еще недавно Россия или какая-либо другая страна с развивающимися рынками, аналитики того же самого банка отреагировали бы на это жесткой критикой — и были бы совершенно правы.

Раздача дешевых денег товаропроизводителям в сложившейся ситуации имела бы опасные последствия — даже привела к краткосрочному повышению темпов роста (да и то не обязательно), она не дала бы устойчивого результата, а ускорившаяся инфляция стала бы препятствием на пути инвестиций. Между тем, следует помнить, что мы уже завершили стадию восстановительного роста, для которого требуются не инвестиции, а спрос и политическая стабильность. Теперь инвестиции становятся главным источником роста, а популистская политика подорвала бы необходимые для них условия. Было бы непростительно одной рукой бороться с финансовым кризисом, а другой выстраивать барьеры на пути экономического роста.

«Левый поворот» в странах с укоренившейся капиталистической традицией, российскому наблюдателю отчасти напоминает резкий поворот от военного коммунизма к нэпу. Еще в марте 1921 года ничего не предвещало отказа от жесткой модели, в которой видели начало осуществления коммунистической мечты. И вдруг несколькими неделями позже происходит резкий поворот

Конечно, противопоставление этих двух моделей условно, и нынешний кризис вряд ли будет точно копировать одну из них. Однако здесь для нас важно осознание того, что рецепты лечения болезни зависят от ее природы и могут требовать не схожих, а подчас диаметрально противоположных лекарств.

Применительно к современной ситуации опыт обоих кризисов может оказаться вполне уместным. Строго говоря, развитые страны проводят сейчас политику, которую они считали недопустимой применительно к развивающимся рынкам (и, в частности, к посткоммунистическим странам) на протяжении 1980—1990-х годов⁸.

Мощные финансовые вливания, которые осуществляют США и Евросоюз, действительно могут предотвратить ухудшение экономической ситуации до политически нетерпимого уровня. Однако следует быть очень осторожным при попытке применения этих мер в развивающихся экономиках. Дело в том, что денежные власти США обладают двумя отличительными особенностями. Во-первых, в их руках находится печатный станок по производству мировой резервной валюты, и этот статус, хотя и несколько поколеблен нынешним финансовым кризисом, но все-таки никем всерьез сомнению не подвергается. Более того, большинство стран мира, хранящих резервы именно в долларах, заинтересовано в поддержании его относительной стабильности.

Во-вторых, именно в силу особого статуса доллара фирмы и домохозяйства США не имеют альтернативных инструментов для хеджирования валютных рисков — маловероятно, чтобы они бросились менять доллары на евро или иены даже в случае сомнения в правильности политики денежных властей. Вот почему, несмотря на бюджетно-денежный экспансионизм последних месяцев, скорость обращения денег в США не увеличивается, как это было бы в других странах, а замедляется.

Совершенно другой будет реакция на финансовую экспансию в большинстве развивающихся рынков, и прежде всего в России. Там, где не сформировалась длительной кредитной истории национальной валюты, а сама эта валюта, естественно, ни в коей мере не является резервной, ослабление бюджетной и денежной политики с высокой вероятностью обернется бегством от национальной валюты, ростом скорости обращения денег и инфляцией. А на фоне мировой рецессии такой вариант будет неизбежно означать стагфляцию.

Особенно опасной подобная политика была бы в странах с доминированием сырьевых отраслей в структуре экспорта. Зависимость таких экономик от мировой конъюнктуры исключительно высока, поскольку даже небольшое снижение спроса на внешних рынках оборачивается существенным падением производства в странах — экспортерах сырья. При сохранении низкой деловой активности в развитых странах и низкого спроса на экспортные товары развивающихся экономик депрессия в последних может сопровождаться бегством от национальной валюты. Бюджетная экспансия не сможет компенсировать падение внешнего спроса, что приведет к инфляции, не сопровождаемой ростом производственной активности⁹.

⁸ См.: *Ferguson N.* Geopolitical Consequences of the Credit Crunch // <http://www.niallferguson.com/site/FERG/Templates/ArticleItem.aspx?pageid=195>. September 2008; *Rogoff K.* America Goes From Teacher to Student // <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff39>. February 2008; *Rodrik D.* The Death of the Globalization Consensus // <http://www.policyinnovations.org/ideas/commentary/data/000072>. July 2008.

⁹ По этому поводу журнал *The Economist* писал в мае 2008 года: «Существуют тревожные аналогии между сегодняшними странами с развивающимися рынками и богатейшими странами в 1970-е годы, когда разразилась Великая инфляция (Inflation's back // *The Economist*. 2008. May 24. P. 17).

Таким образом, в условиях нынешнего кризиса вполне прогнозируема ситуация сочетания дефляции в одной части мира и стагфляции в другой. И именно последний риск является одним из самых серьезных для современной России.

Сказанное подводит нас к принципиально важному выводу относительно развертываемого кризиса и путей выхода из него. По сути, мир может столкнуться с двумя параллельно разворачивающимися моделями кризиса, требующими противоположных подходов для их преодоления. Борьба с дефляцией в западном мире будет выталкивать инфляцию во внешний для него мир, в развивающиеся экономики. А последние, повторяя западные подходы к борьбе с кризисом, быстро окажутся в ловушке стагфляции.

Это прежде всего касается стран с недиверсифицированным сырьевым экспортом: при сохранении низкой деловой активности и низкого спроса на их экспортные товары депрессия будет сопровождаться бегством от национальной валюты, что будет проявляться, в частности, в инфляции.

Весьма опасной является и фактическая национализация многих финансовых институтов и предприятий. В России воссоздается ситуация рубежа 1980—1990-х годов, ознаменовавшегося активной ролью так называемых красных директоров. Особенность этого типа менеджмента состояла вовсе не в их коммунистической индоктринированности и в ожидании ими возврата тотального планирования — позднесоветский менеджмент вообще был идеологически достаточно нейтрален. Отличие этой категории руководителей предприятий заключалось в том, что они получили широкие права по управлению предприятиями в условиях отсутствия собственников, перед которыми они должны были отчитываться. Государство к тому моменту уже не могло осуществлять контроль за экономическими агентами, а частный собственник еще не появился. Таким образом, важнейшей характеристикой «красных директоров» является наличие у них фактических прав собственника без мотивации собственника. Это, как показала практика, очень дорого обходится предприятию и всей экономике.

По сути, мы попадаем сейчас в ту же ловушку. Выкупая долги предприятий, государство устанавливает свой контроль над значительным числом фирм. У них появляется менеджмент, связанный с государством. Однако в силу асимметрии информации этот менеджер будет иметь очевидное преимущество перед поставившими его на должность чиновниками — пусть даже и очень высокого ранга. А это уже создает новый виток проблемы *moral hazard*, когда частные интересы менеджера начинают доминировать над интересами вверенного ему предприятия.

Уже хотя бы по одной этой причине необходимо иметь четкий план реприватизации фактически национализируемых фирм. Этот план должен быть широко известен политической и деловой элите, и прежде всего бывшим собственникам, если они будут сохранять интерес к данному бизнесу.

Наконец, было бы серьезной ошибкой рассматривать нынешний кризис как повод для переоценки соотношения роли государства и частнопредпринимательской деятельности. Этот кризис можно объяснить как недостаточностью государственного вмешательства, так и неспособностью государства обеспечить эффективное регулирование в условиях появления инновационных финансовых инструментов и технологий. Большинство, конечно, обвиняют сегодня свободный рынок и мало кто пытается защищать ценности свободного предпринимательства. Только единицы решаются говорить, что «не дерегулирование позволило разразиться этому кризису. Это была меша-

нина из регуляций и регуляторов, каждый из которых оказался слишком зашорен, чтобы окинуть взором все более интегрированные рынки»¹⁰.

Между тем, никуда не исчезнет постиндустриальный мир, основанный на гибких технологиях и на быстром обновлении всех сторон технологической и экономической жизни. Этот мир плохо приемлет централизованное регулирование и бюрократическое вмешательство в свою тонкую ткань интересов. Даже если признать необходимость более точного госрегулирования финансовых рынков, было бы большой ошибкой переносить регулятивные выводы (и соответственно регулятивную практику) в сферу производства.

У нас сейчас принято много говорить о крахе американской или вообще западной экономической модели, о крахе либерального капитализма. Наверное, с политической точки зрения эти заявления имеют смысл. Однако было бы глупо стать жертвой собственной пропаганды. Вся экономическая история свидетельствует: каким бы тяжелым ни был кризис, каким бы последним этапом разложения капитализма он ни назывался — из кризиса рыночные экономики всегда выходили окрепшими, более жесткими, более конкурентоспособными. Об этом нельзя забывать. Рано или поздно кризис завершится, и не стоит рассчитывать на то, что тогда нашими конкурентами окажутся слабые и «загнивающие» страны запада. Скорее всего, это будут экономики не только гораздо более сильные, но и гораздо более голодные — а потому и гораздо более агрессивные.

Это будет серьезный вызов для России, к которому следует готовиться уже сейчас. Кризис не только не отменяет необходимости всесторонней модернизации — экономической, политической, социальной, военной, но, напротив, требует осуществления модернизационного курса, изложенного в программных документах правительства, с гораздо большей настойчивостью и решительностью, чтобы тогда, когда ситуация стабилизируется, мы смогли предъявить нашим конкурентам нечто большее, чем государственные банки и государственные корпорации.

Заключение

Конечно, кризис — вещь неприятная. Никогда не знаешь, какую цену придется заплатить за выход из него. Однако у кризиса есть и положительная сторона: он может стать началом обновления, началом более здорового роста, очищенного от накипи предкризисного ажиотажа. То, насколько кризис окажется благотворным, зависит от эффективности и решительности действий власти, от ответственности и сплоченности национальной элиты.

Наконец, необходимо уделить специальное внимание мерам по укреплению доверия друг к другу участников рынка — и со стороны власти, и со стороны предпринимательского сообщества. Для этого их действия должны быть хорошо понятны друг другу. Необходимо информировать общественность о том, каким финансовым институтам и какие конкретно суммы выделяются, как они используются. Кризис очередной раз показал: рыночная экономика основывается прежде всего на доверии. На доверии, основанном на информационной прозрачности, а не на способности одной стороны подчинить себе другую.

¹⁰ Слова члена Конгресса США Тома Дэвиса (Financial Times. 2008. Oct. 24. P. 4).