

Очень нужен рост

РОСТ НЕОБХОДИМ ОТЕЧЕСТВЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ, НО КАК ЕГО ДОБИТЬСЯ? ПОЧЕМУ РОСТ ЗАТИХАЕТ ДАЖЕ ПРИ БЛАГОПРИЯТНОЙ ВНЕШНЕЙ СРЕДЕ? КАК РАЗГОНЯЕТСЯ? НУЖНО ЛИ ЕГО ТАРГЕТИРОВАТЬ?

В прошлом году рост экономики в России составил 1,3%. Успехи не поражают. Однако один сектор — финансовый — рос совсем другими темпами и увеличился на 12% в реальном выражении. Примерно то же самое наблюдалось в 2012 году. Чем объясняются такие парадоксальные результаты?

Для того чтобы разобраться с моделью роста отечественной экономики, участники круглого стола НАУФОР предполагали обсудить определенный круг вопросов.

— Возможна ли в принципе новая модель роста? За счет чего может расти российская экономика (за счет стимулирования потребительского спроса, за счет инвестиционной активности)? Каков может быть среднесрочный экономический курс РФ?

— Какой должна быть процентная политика для поддержания роста?

— Какие шаги в направлении институциональных реформ могут быть предприняты в экономической сфере (регулирование тарифов монополий, деофшоризация, налоги и так далее)?

— Какую конкретную роль может играть в моделях экономического роста финансовый рынок? Какой вклад он вносит в экономический рост сегодня?

Участники круглого стола: Александр Абрамов (НИУ ВШЭ); Ярослав Лисоволик («Дойче банк»); Евгений Гавриленков («Сбербанк-КИБ»). Модератор — Ирина Слюсарева.

Ирина Слюсарева. Хотела бы начать с простого вопроса: почему так важна проблема экономического роста?

Ярослав Лисоволик. И глобальный, и российский контекст свидетельствуют о замедлении роста, о так называемом состоянии *new normal*, о котором сейчас говорят очень многие. Есть ощущение, что экономический рост уже не тот, что раньше, и в этих условиях обостряется поиск новых моделей, новых путей стимулирования экономического роста или поиск новой модели роста. В том числе и в России. Я думаю, что российский контекст обостряется еще и тем, что у нас рост замедляется на фоне достаточно благоприятной внешней конъюнктуры, — то есть роль играют не столько внешние факторы, сколько внутренние. Это признает уже и наше высшее руководство.

И конечно, с точки зрения финансовых рынков экономический рост — сейчас абсолютно ключевой параметр, потому что все инвесторы охотятся именно за ним. Для них это главный макроэкономический фактор.

Если та или другая страна находит какие-то выходы на траекторию более высокого экономического роста, то дивиденды для нее — с точки зрения и рынков, и инвестиций — могут быть достаточно существенными.

Александр Абрамов. Я бы акцентировался на другом. Экономический рост, мне кажется, очень важен для того, чтобы осуществлять в России эффективную политику обновления основного капитала, потому что наш основной капитал морально устарел. И требуется, чтобы за счет экономического роста появлялись дополнительные ресурсы для воспроизводства основного капитала на некотором новом технологическом уровне. Страна не может долго развиваться при нулевом экономическом росте.

Второй главный фактор — это то, что экономический рост является оффертой на иностранные инвестиции, на участие в распределении технологических цепочек. Если такого роста нет, то страна уходит от мировой экономической цивилизации.

И третье, особенно важное для России. Одним из немногих достижений, которые мы в последнее время получили, является социальная стабильность. Ее поддержание тоже требует некоторого роста.

Ирина Слюсарева. То есть рост нужен: первое — для того чтоб расти, второе — чтобы привлекать инвестиции, третье — чтоб оставаться стабильными. Так?



Евгений Гавриленков. Я продолжу тему стабильности — в обществе в целом и в финансовой системе, в частности.

Во-первых, наверное, не очень правильно ориентироваться на предыдущее десятилетие, поскольку тогда темпы роста были в среднем между 6 и 7%. Во многом это был перегретый рост, особенно за пару лет до кризиса, когда имел место бурный приток капитала, чего мы прежде никогда не имели. Капитальный счет в тот период стал положительным, сопоставимым со счетом текущих операций — в связи с появлением огромного количества дешевых денег. Как следствие, появились многие дисбалансы, такие как избыточный импорт, избыточное потребление, в том числе избыточные инвестиции и избыточный долг.

Я бы не вполне согласился с тезисом, что мы ищем new normal. Скорее всего, мировая система (Россия в том числе) ищет какой-то «old new» normal, который не основывается на безоглядном печатании денег по всему миру. И, похоже, мы нащупываем траекторию примерно в диапазоне 3–4% глобального экономического роста, а не в наблюдавшейся раньше зоне 4–5%. Другое дело, как тут себя будет позиционировать Россия. Если Америка и Великобритания в этом году растут, по прогнозам, на 2–2,8%, а мы в РФ говорим о 0–1%-ном росте (без учета возможных санкций), то это вызывает некие вопросы. Почему рост такой низкий, если внешняя среда хорошая, а цены на нефть — 105–108 долларов за баррель?

Европа растет уже со второго полугодия прошлого года и предъявляет определенный спрос на российский экспорт, — не только на газ, но и на металлы, химию. Тем не менее наш рост тормозится.

И возвращаясь к тезису об устойчивости. Наш рост — это уже не только рост в Москве и двух-трех других крупных городах. Москва с областью как регион по доходам на душу населения и объему регионального ВВП уже сопоставима с какой-то среднего размера европейской страной;

по численности населения Москва плюс область тоже сопоставима, например, с Голландией. Поэтому здесь по определению не может быть 7–8–9%-ного роста. Рост идет там, где ниже издержки, дешевле рабочая сила. И рост будет в дальнейшем идти преимущественно из регионов. И он будет явно неравным. Но это то, что должно цементировать всю нашу систему.

То есть нам надо обеспечивать (по возможности) подтягивание других регионов к Москве по доходам и качественные изменения в структуре потребления, структуре экономического роста тех регионов, где доходы существенно выше. Следует пройти путь развития, который проходит весь мир, меняя структуру потребления, и не пытаться тиражировать ту же самую модель роста, которая имела место 10–15 лет назад.

Ирина Слюсарева. То есть имеет смысл пытаться получить хороший результат, не повторяя недавно сделанных собственных ошибок?

Евгений Гавриленков. Именно собственных. Проблема — в торможении нашего роста. Торможение, которое произошло за предыдущие полтора года, на 99% (даже на 100%!) объясняется нашими внутренними ошибками.

Причем ошибки эти сделаны в области макроэкономической политики.

Я не берусь сейчас обсуждать тему качества институтов, судебной системы. Но эти проблемы, скорее всего, не усугубились. Наоборот, в рейтинге Всемирного банка Ease of Doing Business мы поднялись по соответствующим показателям примерно на 25 ступеней вверх. В рейтинге привлекательности агентства Блумберг, опубликованном в январе, мы также существенно поднялись. А рост исчез!

Значит, речь надо вести не только о качестве институтов, а о том, что идет неправильно в макроэкономике. И в этом обсуждении нельзя кивать на внешний мир.

В прошлом году рост экономики в России составил всего лишь 1,3%. Несмотря на такой общий показатель,

один сектор вырос очень-очень хорошо — на 12% в реальном выражении. Это финансовый сектор. Если мы уберем из ВВП показатели финансового сектора, то получится, что вся остальная экономика выросла всего на 0,8%. Примерно то же самое наблюдалось в 2012 году, когда финансовый сектор вырос более чем на 18%, а экономика — на 3,4. То есть темпы роста в одном секторе на порядок выше, чем в других. И проблемы здесь не с институтами. Проблемы, скорее, связаны с неточными действиями в сфере макроэкономики.

Ирина Слюсарева. Каков может быть среднесрочный макроэкономический прогноз для российской экономики? В частности, можем ли мы расти и какими темпами? В подготовленном МЭР долгосрочном прогнозе развития страны до 2030 года наиболее вероятным был признан сценарий темпов роста ВВП 2,5%, но сейчас он выглядит нереальным.

Ярослав Лисоволик. Я думаю, что официальный прогноз Министерства экономического развития — это больше сигнал, или, если хотите, бенчмарк, индикатор того, что с нами происходит, если никаких существенных преобразований не производится. На самом деле мне кажется, что большинство среднесрочных и долгосрочных прогнозов были существенно пересмотрены вниз. И компонент, который в основном пересматривался, — это влияние структурного фактора, структурных преобразований на динамику ВВП. По моему мнению, пока не просматривается явных направлений выхода на новую модель роста, новых концепций экономического развития. И это приводит к тому пессимизму, который сейчас царит, в том числе, в экспертной среде.

Еще раз подчеркну, что со стороны МЭР такая цифра — это, скорее, индикатор того, что происходит, если стагнируют и инвестиционный фактор, и фактор производительности труда, фактор эффективности производства.

Мне кажется, что рост должен идти в основном за счет производительности

труда, за счет эффективности производства. Именно здесь [находится] большой потенциал. И первоочередные меры, на мой взгляд, связаны не только с макроэкономическими преобразованиями. Мне кажется очень важным обратить внимание на наши госкомпании, на необходимость трансформации корпоративного сектора, повышения корпоративной привлекательности. Необходимо добиваться не просто инвестиционной привлекательности, но транспарентности и понятности того, что там происходит; мониторинга большего количества качественных параметров, с которыми сопряжено функционирование государственных предприятий, в том числе необходимость серьезного отслеживания их издержек. Это не обязательно означает какой-то мобилизационный сценарий для нашей экономической модели. Это означает, что применительно к госсектору государство учится управлять собой.

Пока что госсектор разрастается, замещая какую-то часть частного сектора. А в условиях отсутствия транспарентности, мониторинга госсектора это сказывается на общей экономической динамике.

Александр Абрамов. Я думаю, что 2,5% — это, с одной стороны, инертный прогноз, а с другой — на сегодняшний день он кажется оптимистичным. Не берусь спорить, должен ли он быть выше или ниже.

Мне кажется, что складывается не совсем благополучная тенденция, когда официального прогноза темпов роста экономики на долгосрочную перспективу мы не имеем вообще. Есть ноябрьский прогноз МЭР, идут какие-то разговоры в прессе о том, что подготовлены новые прогнозы, но их общественность не видела. Потому ориентиры не очень понятны. И есть сомнения в способности монетарных властей, Минэкономразвития, Министерства промышленности как-то согласовывать свои действия в таргетировании роста. Центральный банк таргетирует инфляцию.

Вопрос — может, нам таргетировать экономический рост?

По определению за рост отвечает Министерство экономического развития, но, конечно же, его возможности ограничены. И мне кажется, что за экономический рост практически никто реально не отвечает. Каждый отвечает за свое. В результате получается, что пуговицы хороши, застёжки хороши, а пиджак в целом — неважный.

В стратегиях финансового развития тоже нет индикаторов инвестиций. Есть что угодно иное — ликвидность рынка, активы таких-то и таких-то фондов к ВВП. Но на инвестиционный рост эти индикаторы не заточены. И некого критиковать за это, поскольку нет единого центра.

Ирина Слюсарева. А каким образом этот механизм мог бы быть устроен иначе?

Александр Абрамов. На самом деле просто хотелось бы, чтобы на сайте Минэкономразвития всегда имелась актуальная версия прогноза. Важна даже не цифра, важно само понимание инструментов экономического роста.

Если мы возьмем старый прогноз, то основным инструментом экономического роста там выступает рост потребления, что уже устарело. Да и во всех выступлениях представителей Минэкономразвития подчеркивается, что они уже передумали использовать рост потребления как индикатор и будут напирать на инвестиции.

Ярослав Лисоволик. То есть министерство демонстрирует, скорее, реакцию на то, что уже происходит, нежели способность к опережающим прогнозам?

Александр Абрамов. Можно сказать и так. Надо, чтобы на каждый момент времени в стране было понимание ориентиров роста и инструментов его поддержания. И чтобы принципиальные решения по тем или иным экономическим вопросам принимались с учетом их воздействия на рост. Центральный банк ведь достаточно последовательно ведет себя в таргетировании инфляции.

А чем экономический рост хуже инфляции? Такая же твердость у государственных, у монетарных властей должна быть и в отношении определения политики экономического роста.

Наталья Калиниченко. А есть мировые аналоги такого прогнозирования роста?
Александр Абрамов. На Востоке Китай с пятилетними планами экономического и социального развития. На Западе — Федеральная резервная система, которая отвечает не только за инфляцию, она отвечает также за экономический рост и безработицу.

Евгений Гавриленков. За рост она напрямую не отвечает.

Ярослав Лисоволик. Федрезерв имеет так называемый двойной мандат. Предлагаю поговорить об этом, когда мы дойдем до вопроса о процентной политике.

Ирина Слюсарева. Названы две проблемы. Первая — все-таки какое ведомство должно, грубо говоря, отвечать за рост. Вторая — то, что рост надо таргетировать, а он констатируется по факту. Есть ли смысл это обсудить более детально?
Евгений Гавриленков. Позволю себе не согласиться с некоторыми прозвучавшими тезисами. Во-первых, о том, что ЦБ хорошо таргетирует инфляцию. Он ее абсолютно не таргетирует, и ничего у него пока не получается.

Ярослав Лисоволик. Но это постулируется.

Евгений Гавриленков. ЦБ уже как минимум лет 12 говорит о том, что будет таргетировать инфляцию. Пока этого не происходит. А если Центробанк ее даже и таргетирует, то абсолютно не на правильном уровне. Об этом предлагаю подробно поговорить чуть позже.

Другое дело, что, по-моему, таргетировать рост тоже было бы не совсем правильно. Государству было бы полезно, на мой взгляд, сосредоточиться на сфере своей ответственности и не брать-ся абсолютно за все. Никто не должен отвечать (в классическом понимании ответственности) за рост.



CNT389A0MD L2698-60004



Есть, например, у государства в руках производство самолетов «Сухой», — надо наладить хотя бы это. Или есть, например, «Автоваз» как совместное предприятие — надо наладить производство здесь. Сделать эти продукты глобально конкурентоспособными. То есть надо ограничить зоны ответственности, довести в них производство до совершенства, а не объяснить, почему у нас нет производства конкурентоспособных автомобилей, несмотря на инвестиции с привлечением иностранного опыта.

Не надо распылять зоны ответственности.

Браться абсолютно за все, в том числе за таргетирование агрегированных показателей, мне кажется, было бы очень неправильно, тем более что экономика и внешние условия меняются довольно существенно. И в этом смысле я бы не абсолютизировал цифры. Некоторое время назад Минэкономразвития дало прогноз 2,5% роста до 2030 года... Хотя годом ранее долгосрочная траектория, которую прогнозировало министерство, опиралась на 4–5% среднегодового роста. Чуть раньше ожидалось даже больше. Хочу вернуть нас всех в конец 2008 — начало 2009 года, когда мы получили серьезный внешний шок. Тогда взгляд Минэкономразвития на будущее был очень-очень пессимистичным. Если поднять отчеты и прогнозы того периода, то там среднесрочный рост (на 2009, 2010, 2012 годы) прогнозировался на уровне 1%. И вдруг внезапно получилось гораздо лучше. Примерно так же я призываю относиться и к нынешним цифрам. Внешние события меняются быстрее, чем Минэкономразвития успевает переписать свою многостраничную концепцию развития.

На самом деле логика всех прогнозов МЭР всегда была одинакова: это некая экстраполяция текущих проблем. Вот видели они в 2008–2009 году торможение и говорили, что есть три сценария. Если ничего делать не будем, то будет вялотекущая траектория. Если внешняя среда еще ухудшится, то будет совсем плохо.

А если страна чуть-чуть инновационно и модернизационно напряжется, то полпроцента в среднем прибавит. Потом реальность поменялась, в 2010 году рост экономики стал уже ощутимо значимым, — и в тех же самых средне- и долгосрочных прогнозах фигурировали уже другие цифры, а Минэкономразвития говорило уже о 5–6% роста. Сейчас мы говорим о 0–1% роста в этом году и 2,5% роста в перспективе, а ведь во внешней среде ничего не поменялось. Поменялся только статус-кво, то есть текущая экономическая динамика. И по-прежнему присутствует логика экстраполяции.

Я говорю это к тому, что не надо к подобным цифрам относиться серьезно. Пройдет год, они поменяются в одну или другую сторону, благо происходит очень много разных внешних событий.

Если американская экономика может расти темпами в 3%, то почему российская экономика не может расти быстрее?

Хочу напомнить также про 2012 год. В первом квартале рост был 4,9%, в первом полугодии 2012 года — 4,5%. И вдруг во втором полугодии резкое торможение — 2% и ниже. И с тех пор мы находились в коридоре 1–2% и даже ниже. Опять-таки не произошло чего-то особо нехорошего во внешней среде. Наоборот, внешняя среда улучшилась, а наша институциональная среда существенно не поменялась, во всяком случае, не ухудшилась.

А наш рост при этом упал. Значит, надо искать, что не так. Александр Абрамов. В 2011 году темпы роста кредитного портфеля бизнесу составили 24%, в 2012–2013 — 12–13%. Не повлияло ли на снижение роста то, что банки перестали кредитовать бизнес? Евгений Гавриленков. Я думаю, здесь другая тема, близкая к кредитованию.

На самом деле, высокий рост в 2011–2012 году поддерживался бурным ростом потребительского кредитования. В 2009 году потребительское кредитование сжалось как следствие кризиса, в 2010 году было очень медленное его

восстановление, в 2011–2012 году потребительское кредитование начало расти в бытовом выражении от 20 до 45%. Это стало мощной подпоркой для спроса, для всего экономического роста.

Но при этом не произошло снижения ставки по кредитам.

В среднем ставка по потребительским кредитам по-прежнему находится на уровне 22–25%. При том, что потребительские кредиты составляют всего 10 трлн рублей (в прошлом году около 15% по отношению к ВВП), тем не менее потребительское кредитование сейчас тормозит рост, потому что сочетание относительно небольшого объема по отношению к ВВП и высокой ставки приводит к тому, что все большая часть текущих доходов населения идет на обслуживание кредитов. Если мы примем за условную среднюю ставку 24% годовых, то это означает, что население должно заплатить 2,4 трлн от этих 10 трлн рублей потребительских кредитов только в качестве процентных платежей. Делим цифру на 12 и получаем 200 млрд рублей в месяц — это сумма процентов, которые население должно платить ежемесячно. Это как раз та сумма, на которую потребительский кредит ежемесячно прирастает.

То есть весь прирост кредитования идет обратно в банки.

Это объясняет, почему банки чувствуют себя относительно неплохо. Но эти кредиты уже не транслируются в экономический рост. То есть это проблема сугубо макроэкономическая, и это одна из главных проблем.

Александр Абрамов. Вы говорите, что в первом полугодии 2012 года был бурный рост, а потом резкое изменение тенденции. Но потребительское кредитование все равно инертно, и поведение населения инертно...

Евгений Гавриленков. Я только одно добавлю.

К сожалению, буквально сегодня мы снова услышали от министра финансов, что Минфин опять собирается покупать

валюту для пополнения резервного фонда. И моментально рубль поехал в обратном направлении, стал падать.

На самом деле первая ласточка, которая привела к ухудшению ожиданий, ухудшению макроэкономической среды и росту процентных ставок, — это небесспорная идея накопления резервного фонда в рамках бюджетного правила, которая родилась в 2012 году. Эта идея, наверно, имеет под собой определенные основания, но она настолько нелепо построена, настолько привязывает процедуру к цене нефти, что это стало тормозить экономический рост. В 2012 году профицитный бюджет существовал до декабря. Был нарастающий профицит, и шло изъятие рублевой ликвидности из системы. В этой ситуации ставки должны идти вверх. И они пошли вверх. Но на этом фоне Минфин, следуя логике пополнения Резервного фонда вне зависимости от исполнения бюджета, начал активно занимать на внутреннем рынке. Занимая на внутреннем рынке, он еще больше поднял ставку. Цена этого упражнения для экономики составила примерно 200 базисных пунктов — на столько ушла ставка на межбанковском рынке, и, соответственно, это транслировалось во все предыдущие ставки. То есть это была естественная реакция рынка на чистое изъятие ликвидности из системы.

И когда российский Минфин говорил, что будет занимать на рынке и платить за это 6–7%, как раньше (а сейчас 9–10%), а потом конвертировать полученные ресурсы в валюту, то чего требовать от нас, участников рынка? Мы хотим быть впереди Минфина.

Таков был первый импульс. И по итогам 2012 года, то есть в начале 2013 года все, что Минфин занял на внутреннем рынке, он поместил в Резервный фонд, поскольку бюджет в результате традиционного роста декабрьских расходов оказался более-менее сбалансированным. В итоге Минфин признал, что такое чистое изъятие ликвидности давит на ставки. И год назад было принято реше-

ние (озвученное министром финансов), что Минфин начнет покупать на валютном рынке все, что занято на внутреннем рынке для пополнения Резервного фонда, то есть возвращать ликвидность в систему, для того чтоб не давить на ставки. Дата не была определена, но как только министр это сказал, курс рубля улетел очень-очень далеко. Когда решение на следующий день дезавуировали, рубль немного отыграл.

Ярослав Лисоволик. И совершенно предсказуемым образом валютный курс идет то туда, то сюда.

Евгений Гавриленков. Да.

Следующее мощное заявление со стороны Минфина было сделано на Петербургском форуме в середине июня прошлого года. Было четко сказано, что с августа Министерство финансов начинает покупать валюту для пополнения Резервного фонда на ежедневной основе. Что интересно, это было сказано уже в тот период, когда ЦБ активно продавал валюту, поддерживая рубль. То есть было сказано, что ЦБ по поручению Минфина в качестве агента будет покупать валюту для Резервного фонда. Еще раз подчеркну — ЦБ в тот период уже активно продавал валюту для поддержки рубля.

Это было сделано для того, чтобы вернуть изъятую ликвидность, но следовать логике бюджетного права. И министр сказал, что это будет происходить с августа. И это явилось одним из факторов, которые усилили состояние нестабильности и совершенно искаженных ожиданий.

Сюда надо добавить еще некие инициативы Центрального банка. Если помните, в начале прошлого года власть увидела, что экономический рост затормозился. Последовали первые призывы стимулировать рост. На мой взгляд, это была абсолютно неправильная постановка задачи. Потому что на тот момент те же самые потребительские кредиты все еще росли темпами под 40%. Номинальная зарплата, доходы в целом росли темпами 12–15%. Когда таким

образом расширяется внутренний спрос, а экономика тормозится и не растет, то, наверно, проблема не в недостатке стимулирования, а в чем-то другом. Тем не менее, фактически ЦБ с середины прошлого года стимулировал экономику — но не путем снижения ставок, а путем предоставления банкам длинных денег (не кредитов овернайт под залог ценных бумаг, а годичных и квартальных денег) под залог нерыночных активов.

За второе полугодие прошлого года объем рефинансирования вырос примерно на 120%. Эти деньги естественным образом пошли на валютный рынок. У Центрального банка есть правило валютного коридора, которое говорит о том, что если идет движение от середины валютного рыночного курса, то надо проводить интервенции для поддержки курса. И ЦБ с июня прошлого года на регулярной основе стал продавать изначально по 200 миллионов долларов в день. При этом один департамент давал деньги, а другой тут же их регулярно изымал, потому что этим деньгам некуда деваться, кроме как на валютный рынок. Правила, по которым они продают, были абсолютно понятны всему рынку. То есть рынок понимал, что если, допустим, система занимает у ЦБ 300 или 500 миллиардов рублей на год или квартал, то каждый день он может двигать курс на определенное количество копеек и получать эти 200 миллионов долларов, предназначенные для поддержки курса.

Собственно говоря, никакая другая экономическая активность не имела такого же смысла, как эти операции по движению курса.

Отсюда у финансового сектора рост в прошлом году составил 12%, а у всей остальной экономики — 0,8%. То есть деньги, которые были закачаны Центральным банком, так и не покинули финансовый сегмент.

Следующая серьезная ошибка — стимулирование, когда стимулировать не надо. Это некое копирование политики серьезных западных центральных банков по количественному стимули-



рованию и смягчению, при том, что рубль — это не резервная валюта. Если нерезервной валюты появляется слишком много, то у очень многих людей появляется желание конвертировать ее в резервную. И грех не поучаствовать в этом процессе, зарабатывая 20–30–40% и больше годовых.

Александр Абрамов. К этому еще добавилось то, что у больших государственных банков депозитные рублевые ставки остались на прежнем, очень низком, уровне. По сути, население было искусственно простимулировано забирать деньги с банковских рублевых депозитов.

Евгений Гавриленков. Еще один момент, который был игнорирован. Центральные банки развитых стран начали осуществлять политику количественного смягчения, когда ставка была снижена до нуля. Когда нулевая ставка не помогла росту, в западную финансовую систему начали искусственно закачивать деньги, и это дало какой-то отклик.

В нашем случае ставка далеко не нулевая. Поэтому если банк брал деньги под 5,8% годовых под залог нерыночных активов, то эти 5,8 ему надо было отработать. А простейший способ отработать — подвинуть курс за 6–8 недель на те же самые 5–6%, получить прибыль, зафиксировать и начать новый цикл.

Это следующий фактор, который явным образом затормозил инвестиционную активность. Надо разделять слабеющий рубль и слабый рубль. Слабый рубль — это даже хорошо. Но слабеющий рубль именно тормозит инвестиционную активность.

Могу сослаться на личный опыт общения с представителями бизнеса в регионах, которым нужно закупать какое-нибудь импортное оборудование. Люди не понимают [что делать]. Одни аналитики пишут, что курс будет 33 [рубля за доллар], другие говорят, что рубль/доллар должен быть 50. Как построить бизнес-план на таких прогнозах?

Отсюда и явное торможение инвестиционной активности, по крайней мере,

среди растущей части мелкого и среднего бизнеса, который, в общем-то, именно является локомотивом роста.

И последний комментарий на эту тему. К сожалению, ЦБ не очень обратил внимание даже на результат мощного наращивания рефинансирования, гораздо большего, чем у ФРС (который в прошлом году увеличил свой баланс менее чем на 30% — с 3 до 4 трлн долларов, а в случае России мы говорим о 120% за полгода). Следствием политики ЦБ стал рост доходности по ОФЗ с 7% за прошлый год до 9% в начале этого года, и даже кратковременно до 10%. То есть случилось не снижение ставки по суверенным бумагам до нуля, как это произошло с US Treasuries, а рост. И даже видя это, никаких выводов не сделали. А ведь если даже суверенный заемщик занимает под 9–10%, то что говорить о корпоративном и беззалоговом необеспеченном кредитовании населения.

Отсюда мы возвращаемся к тому, о чем я уже говорил. Слишком высокий уровень процентных ставок давит на спрос, на растущие кредиты. Это сугубо макроэкономические вещи. Это никакая не судебная, правовая, коррупционная и прочая составляющие.

Ирина Слюсарева. Можно ли сказать более категорично, что это сугубо результат действий ЦБ?

Евгений Гавриленков. Не только ЦБ, но и Минфина. Минфин у нас тоже активный участник рынка. Когда у него появляется свободная ликвидность, он тоже предоставляет системе ликвидность через депозитные аукционы, то есть он тоже некий поставщик ликвидности. По сути, мы имеем хаотичное избыточное закачивание ликвидности в систему. И ее все равно не хватает, потому что она тут же утекает на валютный рынок, и отсюда мы имеем снижение золотовалютных резервов.

Но самое плохое — это даже не снижение резервов, а непонимание со стороны бизнеса. Надо представить себе среднего бизнесмена, которому надо закупать хороших коров для стада, оборуду-

дование или что-либо еще по импорту. А когда он читает, что рубль будет то ли 33, то ли 50, то не очень понятно, что же все-таки делать. Это явно тормозит инвестиционную активность. К этому надо добавить торможение потребительской составляющей спроса, которая перестала следовать за ростом кредитования из-за аномально высоких ставок. А ставки, еще раз подчеркну, высоки еще и по той причине, что суверенный заемщик занимает под 9–10%.

Александр Абрамов. По моему мнению, в 2012–2013 годы произошел сбой системы рефинансирования монетарными властями банковской системы. В 2012–2013 годы произошло резкое увеличение объема краткосрочного рефинансирования банков через механизм однодневного прямого репо, в конце 2013 — начале 2014 года через кредитование под залог нерыночных активов. В целом мотивы такой монетарной политики понятны: поддержать устойчивость банковской системы, потерявшей возможность рефинансироваться через carry trading, и поддержать рост рынка внутренних корпоративных облигаций, с помощью которого реальный сектор получает доступ к инвестициям. Однако в условиях перехода к более либеральной валютной политике и сохраняющихся неопределенностей в инвестиционном климате эффект от этих мер оказался несколько иным.

Приток ресурсной рублевой ликвидности банков ушел на валютный рынок, а прирост корпоративного долга корпораций не трансформировался в инвестиции.

За прошлый год бизнес разместил рублевых облигаций на 1 триллион 700 миллиардов рублей, а по статистике Росстата, прирост инвестиций в основные средства за счет выпуска облигаций составил только 8,6 миллиардов рублей.

Евгений Гавриленков. Наверно, идут более сложные процессы.

Я хотел бы вернуться вот к чему. Действительно объем залога в нашей

системе невелик. Тем не менее в своем отчете за первый квартал ЦБ написал, что на пике залоговое рефинансирование составляло 3,1 триллиона. Это довольно много, потому что к этому добавили еще 1,5 триллиона рефинансирования без рыночного залога. Полтора триллиона — это примерно столько же, на сколько сократились золотовалютные резервы.

То есть вся ликвидность, которая была предоставлена на длинной беззалоговой основе, просто возобновляемой каждые три месяца или месяц, ушла на валютный рынок.

Александр Абрамов. А почему эти деньги не шли на инвестиции?

Евгений Гавриленков. А потому, что на валютном рынке, когда есть инструмент валютных свопов, вы можете практически без риска получать в такой ситуации 4% за месяц, 5–6% за несколько недель.

Александр Абрамов. Тогда более принципиальный вопрос. Можно ли вообще стимулировать инвестиции через механизм рефинансирования Центральным банком?

Евгений Гавриленков. Тут многое зависит от ставки. Когда ставка по суверенным бумагам составляет 9–10%, как сейчас, то для корпоративных заемщиков это уже будет 15–16%, то есть слишком дорого. Это будет, скорее, ограничивать спрос на кредиты. Ставки естественным образом были бы ниже, если бы не было возможности зарабатывания денег на сугубо финансовых операциях.

Александр Абрамов. То есть нужно делать какую-то модель, близкую к Китаю, — искусственно обрезать возможности заработка на рынке госбумаг, на рынке валютных спекуляций. Тогда впрыскивание рефинансирования приведет к росту кредитования.

Евгений Гавриленков. Не искусственно, а естественно.

На самом деле в политике ЦБ есть две несовместимые цели. (Не говорю про инфляцию — это не цель, а декларация.)

Эти цели — коридор по ставке и коридор по валютному курсу.

Одна количественная цель — коридор для процентной ставки. Был, допустим, уровень ключевой процентной ставки 5,5%, сейчас — 7%. Значит, 150 базисных пунктов в обе стороны от ключевой процентной ставки — это тот коридор, который для одного департамента, условно говоря, Центрального банка, является своего рода целью политики данного конкретного департамента. И этот департамент будет закачивать столько денег, чтобы рыночная ставка овернайт не ушла за пределы этого коридора. Дальше эти деньги идут на валютный рынок. И чем больше их закачали в систему, тем больше они идут на валютный рынок. Затем появляется другая цель Центрального банка, для другого условного департамента, для которого таким же ориентиром является коридор по валюте. И если эти две цели несовместимы, то мы имеем то, что имеем.

Нельзя иметь такие несовместимые цели одновременно.

Ярослав Лисоволик. У центральных банков есть золотое правило: количество целей должно отвечать количеству инструментов.

В прошлом веке был такой голландский экономист Ян Тинберген. Одно из правил, которое он разработал для центральных банков, говорило о том, что если есть цель, то под нее должен быть заложен определенный инструмент. И количество целей должно каким-то образом корреспондировать с количеством инструментов.

Вы говорите о том, что нашему ЦБ надо увеличивать количество целей. Проблема упирается в недостаток инструментов. Только в последние несколько лет мы начали пытаться разрабатывать инструмент процентной ставки. И пока он очень далек от совершенства.

Видимо, обменный курс все-таки не должен быть целью. Наверно, он должен быть более гибким...

Евгений Гавриленков. Простите, Ярослав, я вас перебею. Обменный курс уже не был целью, потому что валютный коридор двигался ежедневно.

Ярослав Лисоволик. Да-да. Тем не менее есть валютный коридор. Тот факт, что сейчас серьезно усилились валютные интервенции, говорит о том, что де-факто обменный курс фигурирует в качестве ориентира.

Я абсолютно согласен с Евгением Евгеньевичем, что главным ориентиром должно быть снижение инфляции. И через более низкую инфляцию — достижение более низких процентных ставок, которые, в свою очередь, должны создать тот макрорезонанс, на основе которого работают и инвестиции, и другие факторы экономического роста.

Евгений Гавриленков. Последний, отчасти философский, комментарий.

Рассмотрим модель, в которой существуют две цели, — процентная ставка и валютный курс. Эту модель можно представить себе в виде системы двух дифференциальных уравнений — изменения ставки и изменения курса. У этой системы уравнений будет не одно решение, а семейство решений.

Получается как раз то, о чем я говорил. Если бы Центральный банк закачал в финансовую систему не 1,5 триллиона длинных денег для поддержания ставки, а например, четыре, то ему пришлось бы продать валюты на те же самые четыре триллиона. А можно ничего не закачать и вообще не продать валюту для поддержания курса, но ставка была бы на том же уровне. То есть все это абсолютно бессмысленно.

Александр Абрамов. Вы считаете, что сегодня Центральный банк не может воздействовать на банки таким образом, чтобы удлинить срок кредитования и снижать ставки?

Евгений Гавриленков. Частично может. Но не показывая той прозрачной траектории, по которой будет двигаться валютный курс.

Давайте еще раз пройдемся по цифрам. На регулярной основе (под фактически нерыночные активы) банки берут 300–500 миллиардов. Не будем анализировать панические события последних

недель. В прошлом году рынок знал, что если рыночный курс рубля сдвигается на определенную долю процента, то, значит, ЦБ продает 200 миллионов долларов. Это означает, что из системы изъято около семи миллиардов рублей. Но банки-то взяли не семь миллиардов, они взяли полтриллиона. Их хватит на то, чтобы сдвинуть курс в течение нескольких месяцев на величину в процентном отношении сопоставимую с годовой процентной ставкой, под которую ЦБ выдал кредиты. Этот арбитраж приводит к тому, что никакая другая экономическая активность не имеет такого смысла, не дает такой отдачи, как эти простые операции, в которых все поучаствовали и получили незабываемое удовольствие.

Александр Абрамов. Вся проблема в том, что удлинять ставки невозможно при волатильности валюты.

Евгений Гавриленков. Валюта была бы менее волатильна, если бы никто не вмешивался в механизм образования курса.

Александр Абрамов. То есть, если бы не было такого большого объема рефинансирования под залог нерыночных активов, под репо...

Евгений Гавриленков. ...то рынок был бы более стабильным.

Александр Абрамов. ...и кредитная часть в части кредитования бизнеса была бы более активной?

Евгений Гавриленков. Скорее всего, да.

Поскольку эта тема так оживленно обсуждается, хочу напомнить о некоей аналогии с концом 2008 — началом 2009 года, когда ЦБ (правда, тогда там было другое руководство) во время кризиса выдал три триллиона беззалоговых денег системным банкам, надеясь, что эти деньги распространятся по системе, все будут счастливы, и экономика будет расти. Но эти деньги, конечно, никуда не распространились, они точно так же пошли на валютный рынок. И ЦБ проводил абсолютную такую же политику, как и сейчас, когда с середины ноября 2008 года начал сдвигать курс по 1% в неделю.

И тогда люди вроде нас с вами моментально возвели 1,01 в 52-ю степень (по количеству недель в году) и поняли, что это дает примерно 67% годовых. Вы занимаете у ЦБ под 8–9–10–13% и получаете...

Александр Абрамов. Это называется управляемая девальвация.

Евгений Гавриленков. А потом, когда для поддержки курса за пару месяцев было потрачено 120 миллиардов, ЦБ ускорил процесс. В январе 2009 года двигать курс стали уже по 1%, а то и 2% в день. То есть удовольствие от участия в этом процессе стало еще больше.

Но как только ЦБ понял, что если он будет продолжать давать эти длинные беззалоговые деньги, поддерживая курс, то резервов у него останется на парутройку месяцев, он заявил, что больше денег не дает и курс не поддерживает.

Какой был эффект? Рубль укрепился при 40 долларах за баррель, и ставки на межбанке ушли вниз. Возможность для спекулятивных движений просто закончилась. Потому что все-таки это были кредиты, а не подарки к новому году. Кредиты надо возвращать. Соответственно, та валюта, которой поделился с банками Центральный банк в результате этого упражнения, постепенно начала возвращаться в систему. У ЦБ появилась возможность либо пойти на более сильное укрепление рубля, либо начать пополнять резервы, то есть печатать рубли и закачивать ликвидность в систему под нулевую ставку. Была выбрана некая комбинация двух названных способов, что привело к укреплению рубля при низкой цене нефти (изначально при 40 долларах за баррель) и снижению ставки на межбанке, а затем к возобновлению экономического роста с марта 2009 года в помесечном выражении.

Ярослав Лисоволик. И все это напрямую связано с вопросом по поводу роли финансовых рынков в экономическом росте. Если вы, как было сказано, убираете спекулятивную составляющую, то в реальный сектор попадает больше



ресурсов, и экономический рост становится более активным. Если ситуация становится более предсказуемой и работают сегменты размещения облигаций, сегменты IPO, SPO и так далее — то возникает возможность говорить об инвестиционных процессах.

Но пока, в нынешних условиях, можно сказать, что финансовый рынок — это скорее канал оттока капитала и площадка для спекулятивных операций, чем способ перераспределения ресурсов в реальный сектор экономики.

Поэтому необходимо изменить систему за счет корректировки монетарной и бюджетной политики, чтобы ресурсы шли в реальный сектор экономики. Пока это наблюдается в меньшей степени, чем хотелось бы.

Александр Абрамов. Про влияние финансового рынка на экономический рост хотел бы сказать вот что. В университетских исследованиях ВШЭ мы отмечаем, что на российском рынке облигаций нельзя построить модель, объясняющую спреды доходности, скажем, рублевых облигаций (государственных ли, корпоративных ли), исходя из фундаментальных свойств предприятий. То есть, казалось бы, на спреда должны влиять такие очевидные вещи, как кредитные рейтинги, ликвидность, финансовая стабильность. А они не влияют.

Такие же странные вещи происходят на рынке акций. Традиционные модели здесь работают очень плохо. Это свидетельствует о том, что фундаментальные качества компании очень слабо влияют на рыночные цены финансовых активов, если речь о российском рынке. То есть рынок в полной мере не перераспределяет финансовые ресурсы от тех, кто плохо работает, к тем, кто работает хорошо.

Отчасти это связано и с макроэкономической политикой, и с тем, что в России существует специфическое инвестирование портфельных инвесторов, которые воспринимают Россию как большую голубую фишку.

Как мне кажется, фондовый рынок должен возвращаться к во многом утраченной им в России роли барометра эффективности компаний и перераспределения инвестиций между ними.

Современная монетарная политика не всегда этому помогает. Доля рыночных сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже составляет 1,5% от объемов оборота. То есть рынок корпоративных облигаций — это сегодня денежный рынок, где преобладают сделки репо и немного переговорные сделки. И всего 1,5% — это рыночные сделки. На рынке акций — 15% рыночных сделок, там тоже большая доля репо. Но нужно понимать, что объективные (справедливые) цены финансовых активов формируют только рыночные сделки. Сведение их к нулю превращает биржу совсем в иной механизм.

Евгений Гавриленков. За шесть месяцев увеличить рефинансирование на 120% — это очень много. Если даже есть надежда на какой-то отклик на этот стимул со стороны предложения, то надо быть уверенным, что если мы ожидаем пропорционального ускорения экономического роста, то должно появиться вдвое больше рабочих, вдвое больше строительных материалов, или энтузиазм у этих рабочих должен вдвое увеличиться. Но этого в жизни не происходит. Поэтому я и говорю, что это избыточное увлечение рефинансированием.

Александр Абрамов. То есть все должно быть умеренным.

Ну хорошо, мы умерим рост. Но у меня возникает сомнение в банковской системе, не потеряла ли она свои компетенции? Банки превращаются в инвестиционные компании и кредитные фабрики, теряя компетенции индивидуальной работы с заемщиками, не используя те преимущества, которые дает классическое кредитование в воздействии за эффективность деятельности заемщиков.

Евгений Гавриленков. Банковская система, на мой взгляд, функционирует абсолютно естественно в существующих

условиях. Ведь активы банков — это деньги клиентов. А клиенты должны получать процент. А наиболее легкий способ зарабатывания для банков — это, как мы обсуждали, активное участие в процессе движения валюты по предложенной ЦБ траектории.

Александр Абрамов. А если этого не будет, вы считаете, что будут силы у банковской системы? Посмотрите на стратегии развития крупнейших банков, они превращаются в инвестиционные дома и кредитные фабрики. Не считаете ли вы, что это разрушает способность банков влиять на экономический рост?

Евгений Гавриленков. Во-первых, научиться плавать можно только когда вы уже в воде. Поэтому не пробуя, невозможно увидеть. Конечно, какие-то банки будут нежизнеспособны. Это происходит, и мы это видим. Но говорить о том, что вся наша банковская система не будет выполнять функцию передатчика ликвидности, я бы тоже не стал.

Александр Абрамов. Это хорошо. А то иногда создается впечатление, что объемное рефинансирование банковской системы развивает компетенции у казначеев, что не скажешь о кредитных менеджерах.

Евгений Гавриленков. Я всегда ставлю себя на место условного банкира, кого угодно. Если я понимаю, что сочетая заимствования под залог, без залога с валютными свопами, я могу заработать 6% за пару месяцев, то, скорее всего, я ничего другого просто делать не буду, никаких других сделок.

Александр Абрамов. А патриотизм?

Ярослав Лисоволик. Бизнес должен заботиться о стоимости для акционеров. Если вы глава банка, то для вас действительно важнее доходность. Патриотизм — это, конечно, важная вещь, но в таких случаях бизнес есть бизнес.

Александр Абрамов. С мая прошлого года президент Путин стал регулярно собирать группы специалистов по тематике экономического роста, в мае 2013 года

одну из первых таких встреч показали по ТВ. Там были представители силовых структур, эксперты, представители экономического блока правительства, и не было ни одного представителя крупных государственных банков, банков развития, которые на самом деле получают основной объем рефинансирования.

Не кажется ли вам, что у них жизнь состоялась, так что прямой связи между благополучием банка и экономическим ростом нет? А хоть какая-то связь должна быть.

Евгений Гавриленков. Валюта, валюта. То, что течет, тут же вытекает.

Александр Абрамов. Не поэтому ли у нас появляются предложения от некоторых фракций революционно (как в Аргентине) решать, какой будет курс.

Евгений Гавриленков. Если забыть на время про госкомпании, которые живут в своем космосе, а заодно про патриотизм, то можно вспомнить, что есть другой пласт людей, которые представляют основную часть экономики, которые живут в регионах и чем-то занимаются. Для каждого из этих бизнесов «желаемый» валютный курс будет различным. Поэтому лучше рынка никто его не определит.

Александр Абрамов. Как вы относитесь к промышленной политике?

Евгений Гавриленков. То, о чем я говорил, это как раз некое необходимое условие промышленной политики.

Если промышленная политика четко не определена, то есть что конкретно имеется в виду, то просто как некий тезис ее нельзя обсуждать. Что такое промышленная политика? Это может быть вытеснение неэффективными структурами более эффективных. Такая промышленная политика, думаю, не нужна. Если промышленная политика концентрируется на бизнесах, которыми управляет государство (допустим, задумали делать новый самолет), то следует бросить на это все силы и не распыляться. Или, например, судостроение. Достойная задача. В 2006 году создали

госкорпорации. Прошло почти десять лет. На сегодняшний день произведено несколько десятков самолетов «Сухой» [Superjet]. Я не говорю, что это плохо, это гораздо лучше, чем то, что было в 1990-е годы, но пока масштабы не впечатляют. Промышленная политика должна быть явно ограниченной.

Я не против промышленной политики, но нужно ее делать точечной, ограниченной и приводящей к конкретным результатам.

Ярослав Лисоволик. Я думаю, действительно в тех областях, где присутствует государство, оно должно ориентироваться на то, чтобы продвигать вперед компании, которые показывают наилучшие результаты с точки зрения эффективности, с точки зрения тех критериев, которые государство задает. В принципе промышленная политика имеет успешные примеры в зарубежной практике. Другое дело, что многие экономисты до сих пор не уверены, насколько этот успех был достигнут благодаря непосредственно промышленной политике, а не каким-то другим факторам, в том числе внешним условиям.

Применительно к России у нас был эпизод реализации промышленной политики в 2006–2007 годах, когда создавались объединенные корпорации. Но отчасти потому, что повлиял финансовый кризис, мы не можем оценить это опыт, а вернее, можем оценить его скорее негативно, потому что степень неэффективности в государственном секторе с тех пор не уменьшилась. Необходимо ориентироваться не столько на хаотичное продвижение каких-то новых экзотических секторов, речь должна идти о другом. Мне кажется, речь должна идти о том, что в настоящих условиях существующие компании, в том числе корпорации, которые живут в своем мире, надо каким-то образом обуздать. Им надо задать определенные критерии эффективности и сделать все необходимое для того, чтобы какие-то качественные параметры, в том числе издержки этих

компаний, регулярно мониторились. И чтобы эти издержки были управляемы и снижались. Вот это для меня ключевой приоритет, который намного важнее, чем любая промышленная политика и закидывание денежными средствами того или иного сектора экономики.

Евгений Гавриленков. Я бы добавил, что на самом деле все инструменты промышленной политики у нас есть. Есть даже АО «Российская финансовая корпорация», созданная лет 20 назад. Существует ВЭБ, существуют многочисленные корпорации.

Другое дело, что инструменты есть, а политика как таковая действительно отсутствует, потому что она расплылась. Ее нужно концентрировать, на мой взгляд, не просто, как говорит Ярослав, через вбрасывание денег. Это структурная задача. Есть проблема кадров. Пару лет назад у нас постоянно одна за другой падали ракеты или спутники. Надо разбираться почему. Я где-то читал, что якобы был какой-то юный специалист, который приворачивал датчик не той стороной. В результате несколько ракет упало. Я, конечно, карикатурно упрощаю ситуацию, но не исключено, что она была примерно такая. Существует большой разрыв между поколениями профессионалов. Есть люди, которые давно работают в этих отраслях и находятся в пенсионном возрасте, а за ними пустота, потому что 20 лет не было регулярного пополнения рабочего и инженерного состава. То есть нужна кадровая политика. А кадровая политика — это еще и образование. То есть возникает большой комплекс не просто денежных проблем. И так в каждой отрасли, где присутствует государство. Нужно ограничить эту сферу и добиться в ней результатов.

Ярослав Лисоволик. Если ограничить, то легче понять, что там происходит. А когда ты распыляешься на 20–30 различных областей и не понимаешь, что там происходит и в чем проблема, у тебя не хватает ресурсов даже разобраться.



Александр Абрамов. По-моему, те вещи, которые мы обсудили в части макроэкономической стабильности, промышленной политики, не решаются в очень коротком горизонте времени.

Евгений Гавриленков. Макроэкономические решаются в очень коротком горизонте. Буквально от 6 до 12 месяцев.

Ярослав Лисоволик. Микроэкономические проблемы, в том числе кадровые, — это действительно годы. А макроэкономические, согласен, решаются быстро. Другое дело, что тренда пока мы не видим.

Ирина Слюсарева. Если мы говорим о макроэкономических задачах, которые решаются быстро. Можем ли мы их сформулировать в форме рекомендаций?
Евгений Гавриленков. Можно.

Надо давать меньше денег — тогда их будет больше.

Александр Абрамов. Банкам это не понравится.

Евгений Гавриленков. Я бы хотел обратить внимание еще на один факт. В 2012 году у банковского сектора был рост более чем на 18%, у экономики — 3,4%. В прошлом году соответствующие цифры: почти 12% против 1,3%. Это не может продолжаться вечно. Если банкам не прижать этот канал, то произойдет что-то очень-очень нехорошее. На самом деле у банков очень большой запас прочности. В 2009 году экономика сократилась на 7,8%. Было очень много опасений по поводу второй волны кризиса. Очень уважаемые люди говорили, что плохие долги достигнут 30%. А вот если мы посмотрим макроэкономическую статистику, то банковский сектор в 2009 году вырос на 1,5% при спаде экономике почти на 8.

Ярослав Лисоволик. Разнонаправленные тренды. Кто-то ускоряется, кто-то замедляется.

Александр Абрамов. Вся экономика не получила столько денег [сколько банки]. Так вот она не получила именно потому, что у банков была возможность поиграть с валютой, и все они с удовольствием этим занимались.

Ирина Слюсарева. Таким образом, выводы получаются почти что оптимистическими. Все-таки рост возможен. И даже понятно, что нужно делать в сфере макроэкономики.

Может быть, мы тогда попробуем смоделировать ситуацию роста. Какие могут быть драйверы роста и сценарий развития?

Евгений Гавриленков. Я не думаю, что должен быть какой-то один драйвер. Наверно, быстрее всего могут отыграть инвестиции. Мы говорили про сугубо финансовый сектор, про нормализацию процентных ставок именно в финансовом сегменте. И это можно сделать быстро.

Перекредитование домашних хозяйств займет большее время. Потребительские кредиты как минимум год еще не будут давать позитивного вклада в расширение спроса. Пока не произойдет движение всей системы ставок вниз. Нужно добиться того, чтобы рост кредитов устойчиво превышал процент, который за них платится, (конечно, с учетом возврата этих кредитов). Поэтому здесь более длинная перспектива, в то время как инвестиции могут отреагировать гораздо быстрее, — как только стабилизируется ситуация со ставками и валютным курсом. Инвестиции быстрее снижаются, но и быстрее восстанавливаются.

Поэтому первый отскок я бы видел на инвестиционном фронте.

А далее не надо ничего искусственно стимулировать, просто оставить в покое, — и все будет расти.

Александр Абрамов. Я согласен с тем, что сейчас наиболее вероятный потенциальный ускоритель роста — это инвестиции.

Но мне кажется, что, возможно, какие-то изменения в политике рефинансирования со стороны Центрального банка нужно предпринимать. Я все-таки признал бы позитивными их попытки рефинансирования кредитов, которые банки выдают бизнесу. Во всяком случае,

надо стараться этот процесс мониторить и не останавливать.

Основной упор в области инвестиций — это, конечно, перераспределение в инвестиции части централизованных резервов через госкорпорации в инвестиции. Удастся этот трансфер или не удастся? Мне кажется, что у правительства нет другого, более легкого канала стимулирования инвестиционного спроса. Конечно, в идеале инвестициями должен заниматься, прежде всего, частный бизнес из финансового сектора и реальной экономики, но, боюсь, мы все дальше уходим от этой дороги.

Плюс к этому я бы не забывал о теме долгосрочных денег со стороны пенсионных фондов и других институциональных инвесторов. На эту тему говорится много, но делается все очень медленно. Пока такой игрок на рынке не появится, все источники внутренних денег будут очень краткосрочными.

Конечно, это долгая дорога, но этим надо заниматься. На самом деле я чудес не жду. Как мне кажется, единственным реально работающим каналом сейчас будут госкорпорации (хоть я и не сторонник этого), а также золотовалютные резервы или какие-то бюджетные деньги.

Евгений Гавриленков. Что вы имеете в виду под золотовалютными резервами?

Александр Абрамов. Все говорят, что нужно, чтобы ставка накопления и сбережения уравновесили друг друга. Не может быть, чтобы сбережения были высокими, а накопления низкими. Разница между нормой сбережения и накопления сегодня в России — это, грубо говоря, прирост золотовалютных резервов и скупка населением валюты.

Евгений Гавриленков. А прироста уже нет. Наоборот, идет сокращение.

Александр Абрамов. Значит, это конвертация денег в валюту домашними хозяйствами.

Сейчас многие говорят, что один из резервов повышения инвестиционной активности — это то, что мы сберегаем много...

Евгений Гавриленков. Наоборот.

Александр Абрамов. Ну как же. 25% — ставка сбережений, а ставка валовых накоплений низкая. На пять процентных пунктов между ними всегда существует разница.

Евгений Гавриленков. Валовые инвестиции как раз составляют порядка 23–25%.
Александр Абрамов. Значит, мы экспортируем капитал. Тот капитал, который мы экспортируем, можно посредством госкорпораций...

Ярослав Лисоволик. ...более эффективно использовать, вы имеете в виду?

Александр Абрамов. Да-да. На внутреннем рынке.

Евгений Гавриленков. Золотовалютные резервы были накоплены на фоне печатания рублей, которые уже здесь есть. То есть второй раз использовать их уже невозможно.

Ярослав Лисоволик. Я так понимаю, имеется в виду, что те инвестиции, которые идут за рубеж, непродуктивны, и надо меньше этим заниматься, в большей степени использовать эти средства внутри страны.

Александр Абрамов. Да. В том числе часть золотовалютных резервов из валютных активов перевести в рубли и использовать их для инвестирования на внутреннем рынке.

Евгений Гавриленков. Нет, это нельзя делать. У нас есть Бюджетный кодекс, есть соответствующие правила...

Ирина Слюсарева. ...прописывающие, во что можно инвестировать средства фонда?

Александр Абрамов. Но во время кризиса 2008 года ВЭБ получил деньги из Фонда национального благосостояния, и до сих пор они у него на балансе.

Евгений Гавриленков. Результата большого нет, а вы предлагаете еще.

Александр Абрамов. Я не предлагаю. Я просто понимаю, что такой подход будет реализован.

Ярослав Лисоволик. Мы хотим одного, а получится другое.

Ирина Слюсарева. Имеется в виду, что начальство очень любит повышать

инвестиционную активность через госсектор?

Александр Абрамов. Да.

Евгений Гавриленков. Со стороны частного сектора идет пропорциональный отток капитала, потому что очень часто получается так, что идет вытеснение одного сектора другим.

Александр Абрамов. С этим власть будет бороться рестрикциями. Борьба с офшорами и так далее.

Ярослав Лисоволик. Вот, кстати, мы не поговорили о деофшоризации. Насколько она будет способствовать экономическому росту.

Александр Абрамов. Я понимаю, что сегодня в руках у государства больше административных рычагов, и, скорее всего, оно ими воспользуется. Ждать, когда создадутся экономические условия или когда успокоится валютный курс, в свете нынешних событий, наверно, не очень реалистично. Инвестиционную активность хочется получить сейчас и сразу.

Конечно, было бы хорошо, если бы институты появились, если бы пенсионные деньги работали, пришли иностранные инвестиции, а еще лучше, если бы банки стали выдавать кредиты...

Евгений Гавриленков. У меня есть любимый проект для этого, о котором я иногда вспоминаю. Надо построить окружную дорогу вокруг России. И можно еще трубопровод какой-нибудь окружной.

Ярослав Лисоволик. Чтобы смотреть, но со стороны.

Александр Абрамов. Есть еще старая идея Лужкова возобновить проект переброски северных рек в Среднюю Азию, чтобы был большой рост.

Ирина Слюсарева. Нам кажется, что дискурс не имеет никакого влияния на события, а на самом деле какое-то влияние он оказывает. Поэтому хочу повторно сформулировать.

Наше руководство любит брать большие, понятные ему рычаги — взять много денег, влить их в госкорпорацию. Насколько я понимаю, Евгений Евгеньевич говорит, что неплохо бы

научиться еще и другими инструментами пользоваться. Давайте еще раз повторим, что эти инструменты есть, что пользоваться ими можно, и это может принести эффект.

Ярослав Лисоволик. Старина Тинберген был прав, когда говорил, что чем больше инструментов, тем лучше.

Евгений Гавриленков. Пока не забыл, еще один момент. *(Обращается к Александру Абрамову.)* Вы говорили про кредиты, которые ЦБ берет в качестве залога. Одним из побочных эффектов этого стало то, что сейчас ЦБ уже хочет иметь место в советах директоров этих компаний.

Ярослав Лисоволик. Это серьезно?

Евгений Гавриленков. Мы уже видим мегауровень регулирования...

Александр Абрамов. На сайте Сбербанка я прочитал выступление директора по рискам. Смысл ее был в следующем. Мы сделали у себя хорошую систему управления рисками, и теперь такую же систему будем внедрять у наших клиентов. То есть сделаем на промышленных предприятиях что-то вроде квазипруденциального надзора. Почему бы тогда не заняться домохозяйствами, чтобы они тоже у себя создавали системы управления системными рисками. Это, конечно, шутка, но она показывает, что и в экспансии систем управления рисками и пруденциального надзора надо где-то вовремя остановиться.

Евгений Гавриленков. В советы директоров.

Александр Абрамов. А ведь неизвестно, где пруденциальный надзор остановится.

Ярослав Лисоволик. В своей завершающей тираде я бы сказал, что абсолютно согласен со спикерами в том, что потенциал России велик и может превышать и 4, и 5%, если реализуются меры, направленные на развитие инвестиционного сегмента и на рост производительности труда.

Я думаю, мы абсолютно не умеем мобилизоваться. Но мобилизоваться не

в том смысле, что использовать государство как инструмент и все решать за счет этого, а дисциплинировать госсектор, чтобы он мог должным образом контролировать свои издержки. Для меня это абсолютно ключевой фактор.

Макрофакторы, которые мы обсудили, мне кажется, тоже важны. Но я бы сказал, что они в какой-то степени вторичны по сравнению с теми микро-реформами, которые не проводились последнее десятилетие. На микроуровне предприятий у нас действительно вообще ничего не изменилось. На макроуровне хоть что-то меняется, пусть не всегда в лучшую сторону, но хоть существует риторика о том, как двигаться в правильном направлении. А микросектор — это не поднятая целина, особенно наши госкомпании. И здесь что-то надо делать. Я считаю, что такие вещи, как обусловленность, KPI — конкретные, которые все видят, понимают, отслеживают — очень-очень важны. Тогда будет ответственность, пойдет развитие человеческого капитала, станут возможны кадровые изменения, которые будут двигать этот сегмент вперед.

Но еще раз повторю, что я верю в нашу российскую экономику, и считаю, что если в среднесрочной и долгосрочной перспективе мы будем делать правильные вещи, то достигнем темпов роста больше 4–5%.

Ирина Слюсарева. Наша задача теперь — положить текст нашей дискуссии лично Путину на стол, и дальше все будет замечательно. □