

Не только сберегать

Достижение значения инфляции 4% в 2017 году выглядит вполне реальным, но для такого результата нужна последовательная макроэкономическая политика

В НАУФОР прошел круглый стол с участием экономистов. Обсуждалась текущая макроэкономическая ситуация, сложившаяся в России и в мире; участники обсуждали, в частности, параметры бюджета на 2017-2019 годы, перспективы роста, а также ключевые внутренние и внешние риски.

Участникам круглого стола были предложены вопросы:

- Как можно прокомментировать параметры, заложенные в проект бюджета на 2017-2019 (курс рубль/доллар 67,5 – 68,7 – 71,1 руб/доллар; инфляция – 4% уже в 2017 году; рост ВВП – 0,4– 1,6 – 2,0)?
- Есть ли основания прогнозировать такое снижение (71,1) курса рубль/доллар? Достижимы ли целевые показатели по инфляции?
- Будет ли уменьшаться отток капитала?
- Как в целом будет выглядеть экономика страны при следовании этому сценарию?
- Как вы оцениваете текущую денежно-кредитную политику? Удастся ли ЦБ регулировать реальный уровень ставок в долгосрочном периоде? Что будет происходить с ключевой ставкой до конца 2016 года и в начале 2017 года?
- Согласно проекту, вплоть до 2019 года включительно бюджет будет дефицитным. Какие риски и какие последствия это влечет?

— Существуют ли сейчас в экономике РФ точки роста? Какими факторами вообще будет определяться динамика развития экономики?

— Будут ли уменьшаться госрасходы? Будет ли (и должна ли) меняться структура госрасходов?

— Какие инфраструктурные проекты (и вообще крупные проекты) следовало бы реализовать в кратко- и среднесрочной перспективе для роста и развития национальной экономики?

— Какими вы видите параметры правильной приватизационной программы?

— Как вы оцениваете текущее состояние банковской системы? Фондового рынка?

— Какие ключевые внешние риски сейчас актуальны и могут оказать значительное влияние на российскую экономику?

Участники: Евгений Гавриленков (Matrix Capital), Ярослав Лисоволик (ЕАБР), Егор Сусин (Газпромбанк);

Модератор: Ирина Слюсарева.

Ирина Слюсарева. Коллеги, очень рада снова видеть вас в НАУФОР. Вопросы, подготовленные к обсуждению, все видели. Собственно, они составлялись при вашем участии. Поэтому предлагаю пойти, что называется, по списку. И вначале высказаться, по заведенному порядку, по часовой стрелке. А дальше — как сложится.

Евгений Гавриленков. Если начать разговор с вопроса о проекте бюджета, то в принципе приведенные в нем цифры не вызывают отторжения. Довольно пропорционально выглядит предположение о цене нефти 40 долларов за баррель на протяжении всего трехлетнего периода, потому что никто не знает, какова будет реальная цена и гадание на бочке нефти большого смысла не имеет. Десять лет назад существовали определенные механизмы ценообразования, сейчас они трансформируются в связи со сланцевыми проектами, поэтому рынок энергоресурсов нащупывает новые диапазоны, в которых будет колебаться цена углеводородов. Словом, и в долгосрочном, и среднесрочном периоде предположение о цене 40 долларов за баррель не вызывает отторжения.

Что касается курса рубль/доллар, то цифры, приведенные в проекте, тоже не вызывают негативных эмоций. Все это может быть. Особенно с учетом того, что, наверное, наша внутренняя инфляция будет (даже с учетом поставленной цели 4%) выше, чем инфляция долларова, и при прочих





равных условиях курс рубля должен немного понижаться. Мы уже сейчас видим, каков при нынешнем курсе рубля счет текущих операций. Уже вышла статистика за восемь месяцев 2016 года и видно (особенно по данным за август), что объем импорта существенно вырос. Это будет давить дальше на курс.

Хотя я бы хотел сказать, что, помимо отслеживания динамики цены нефти (которая в значительной степени определяет счет текущих операций), надо, конечно, также наблюдать за внутренней финансовой политикой, за динамикой денежной эмиссии. И тут, на мой взгляд, есть повод ставить знак вопроса. Минфин определил, как он видит динамику доходов/расходов, но мы пока не знаем, как будет действовать Центральный банк. Мы дальше поговорим о денежно-кредитной политике более подробно. Сейчас же хочу подчеркнуть, что бюджет, проект которого мы сейчас видим, дает надежду на то, что денежная политика будет более рациональной, чем до сих пор. Минфин на этот год планировал очень небольшой объем заимствований. Объем внутренних заимствований (в бюджете этого года, утвержденном в конце 2015 года) был обозначен цифрой 300 млрд рублей, речь идет о чистых заимствованиях на внутреннем рынке. Соответственно, резервный фонд тратится на финансирование дефицита бюджета, который на порядок превышает упомянутый объем чистых внутренних заимствований. То есть, по сути, идет эмиссионное финансирование дефицита бюджета, поскольку идет продажа средств резервного фонда центральному банку. Центральный банк дает рубли, и эти деньги входят в систему. При разработке бюджета на 2017 и последующий двухлетний период были внесены некоторые поправки и к бюджету этого года. В частности, объемы внутренних заим-

ствований немножко увеличиваются (до 500 млрд рублей). А на 2017–2019 годы чистые заимствования определяются в объеме свыше 1 трлн рублей. И это хорошо, на мой взгляд. Хорошо, но при условии, что поставлена цель снижения инфляции и что она будет выполнена.

Я думаю, это выполнимая задача. Но вот что должно быть первым? Инфляция ли должна снизиться быстрее — или ЦБ должен активнее работать со ставкой? С тем, чтобы побуждать Минфин в большей степени выпускать долговые бумаги и в меньшей степени тратить на финансирование дефицита бюджета резервные фонды. Поскольку надо понимать, что финансирование дефицита бюджета через продажу средств резервного фонда представляет собой эмиссионное финансирование, которое (при определенных условиях) может сформировать повышенное давление на рубль и на инфляцию; особенно с учетом некоторой неравномерности расходования бюджета. И за этим надо наблюдать. Это такая вот загадка, не очень ясно, как именно будут развиваться события. Тот факт, что Минфин сделал первый шаг, заявил, что будет выпускать больше гособлигаций и финансировать дефицит бюджета на более рыночной основе — это закладывает больше возможностей для снижения инфляции до 4 процентов. Такие уровни инфляции уже имели место, например, в мае 2012 (год к году). Были и другие эпизоды, когда уровень инфляции, приведенный к годовому уровню, на протяжении нескольких кварталов (например, в 2009 году — со второго по четвертый кварталы) был близок к уровням около 4%. Поэтому достижение 4 процентов по инфляции — это вполне реально, но для этого нужна последовательная политика. Последовательная, не меняющаяся макроэкономическая политика. Разбалансировка, которую мы наблю-

дали в предыдущие годы, во многом была обусловлена тем, что начинались эксперименты, например, с бюджетом. В частности, когда Минфин в условиях резко профицитного бюджета в первые десять-одиннадцать месяцев 2012 года активно занимал на внутреннем рынке (это был один из побочных эффектов обсуждавшегося тогда бюджетного правила), толкая ставки на денежном рынке вверх на фоне нехватки ликвидности в системе. Были и эксперименты со стороны Центрального банка, который со второго полугодия 2013 года вышел с инициативой масштабного увеличения рефинансирования банков под залог нерыночных активов — с целью как-то решить проблемы ликвидности.

Проект бюджета сейчас выглядит более складно и ставит достижимые цели — при условии проведения более согласованной политики регуляторами. **Ирина Слюсарева.** В логике круглого стола вопрос о том, как будет жить страна с таким бюджетом, предлагаю обсуждать немного позже, в следующем раунде. А сейчас предлагаю высказаться по уже затронутым вопросам Ярославу и Егору.

Ярослав Лисоволик. По отношению к проекту бюджета я тоже считаю, что он достаточно реалистичен. Это тот случай, когда относительный консерватизм минфина может совпасть с картиной реального мира. И, в принципе, правильно, что министерство финансов подходит к таким среднесрочным проектам с должной долей консерватизма. Потому что иначе ситуация будет развиваться по сценарию последних нескольких лет, когда имела место разбалансировка политики и необходимость адаптировать инструменты к сложившейся ситуации в слишком сжатые сроки. Считаю, что даже исполнение представленного бюджетного сценария будет сильно зависеть от внешних условий, от благоприятности внешнего фона. А

ведь мы видели, что ситуация может быть значительно хуже. Поэтому достаточно важно оставлять в бюджете некоторой резерв.

Если говорить об инфляции: думаю, что показатель 4% действительно достижим. Это соответствует прогнозам ЕАБР на 2018–2019 годы. Но мы считаем, что такой уровень инфляции — это для ЦБ цель, которую недостаточно просто достичь. Цель в том, что нужно его удерживать. Вот это — реальная сверхзадача для регулятора! Именно отсюда следует тот консерватизм в денежно-кредитной и в процентной политике, который мы наблюдаем в действиях Центрального банка. Те соображения относительно глобальных рисков, которые он артикулирует, действительно во многом разумны.

Ведь, переходя к вопросу про внешние риски: как раз они-то, внешние риски, доминантны. Они играют ключевую роль и для внутренней российской экономической ситуации и, если мы посмотрим на мировую экономику, то эти внешние риски фактически присутствуют также и во всех центрах мировой экономики. Надо отметить также геополитические риски как фактор роста неопределенности на мировых финансовых рынках. На ежегодных встречах в Вашингтоне представители крупнейших инвестиционных банков отмечали, что они могут оценить любые факторы риска, но геополитический фактор намного сложнее оценить и с ним сложнее совладать, так как он фундаментально отличается от того риска, который был во время холодной войны. Другим системным фактором неопределенности становится дефляционная угроза, отрицательные процентные ставки и тяжелое положение некогда ведущих западных банков. На фоне усиления «системной неопределенности» на мировых финансовых рынках уязвимость российской экономики по отношению





к внешним шокам продолжает оставаться значительной.

В рамках этой усложняющейся картины мира проект нового бюджета содержит обоснованно консервативный сценарий, — впрочем, имеющий проблемы с наличием ориентиров. Любой бюджет, помимо задачи обеспечения макроэкономической стабильности, должен также реализовывать приоритеты развития. Решить задачи развития вполне можно за счет рационализации государственных расходов. При этом в качестве ключевых ориентиров должны фигурировать развитие «человеческого капитала» и поддержка нетопливного экспорта, которая должна носить адресный и обусловленный характер. Ну и конечно, очень важна проблема взаимодействия кредитной и бюджетной политики. Важна их координация, при этом консервативная бюджетная политика может предоставить Центральному банку больше возможностей маневра для нормализации ставок.

Что касается роста, то нам представлен не бюджет роста, а бюджет стабилизации. Но все-таки я ожидаю, что инвестиции в ближайшие годы станут играть более важную роль в процессе экономического роста; и что важен станет экспорт. Поскольку нет примеров стран, устойчиво растущих в средне- и долгосрочной перспективе без экспорта. Если говорить о возможных проектах роста, то я бы отметил важность транспортного сектора и развитие инфраструктуры. Данный сектор создает возможности интеграционного роста, позволяет динамичным регионам расширить доступ на рынки сбыта. Наш банк в качестве приоритетного вида работы выделяет интеграционные проекты, которые позволяют российским регионам реализовать свой экспортный и инвестиционный потенциал.

Ну и, наконец, по поводу приватизации. Важно использовать этот ме-

ханизм для стабилизации бюджетной ситуации, но в приватизационном процессе есть и другая составляющая — корпоративное управление. Его важность тоже надо учитывать. Потому что ситуация в стране на микроуровне отстает от макроситуации с точки зрения экономических реформ. Я думаю, что процесс приватизации должен идти широко, включая в себя, в том числе, банковский сектор: что в нем должны участвовать иностранные инвесторы, чтобы процесс приватизации увеличил приток иностранных инвестиций.

Слюсарева. Нам все равно, откуда придут инвестиции — или же мы будем торить путь за ними исключительно на восток?

Лисоволик. Не надо себя ограничивать в источниках роста, не надо заикливаться на востоке. Следует сохранять максимальное количество опций. Участие западных инвесторов достаточно важно (это только что продемонстрировало размещение компании «Алроса»). Для России сейчас важно пытаться совмещать возможности как азиатских инвестиций, так и технологическую составляющую западного капитала, причем продвижение России в Азию может стимулировать интерес со стороны Европы по активизации экономического взаимодействия. Надо всегда учитывать использование всех возможных опций в активизации роста инвестиций, при этом (помимо географической составляющей инвестиционных процессов) важен также отраслевой фактор и здесь должен сыграть важную роль банковский сектор. Пока что он не выполняет должным образом своих функций: его доля в инвестициях остается достаточно низкой.

Роль финансовых рынков в привлечении инвестиций тоже должна возрастать, по мере их восстановления.

Кстати, проблема снижения роли банковского сектора как двигателя

роста экономики характерна не только для России — многие развитые страны начинают испытывать схожие проблемы в условиях ужесточения регулирования, а также низких ставок. В этих условиях поиски источников экономического роста указывают на возможности более активной роли институтов развития в поддержке инвестиционных процессов. А также на повышение отдачи от более эффективной политики региональной экономической интеграции (ЕАЭС, ряд стран АСЕАН), которая в большей степени должна ориентироваться на встраивание российских компаний в региональные и глобальные цепочки добавленной стоимости.

Егор Сусин. В части обсуждения параметров бюджета я отчасти соглашусь и с Ярославом, и с Евгением. Однако «Газпромбанк» смотрит на ситуацию более оптимистично: свои базовые прогнозы мы формируем в более позитивной динамике. Это происходит из наших ожиданий, а также анализа рыночной ситуации. Мы видим, что спрос продолжает успешно расти, при том, что ожидаем его замедления. Замедление будет значительным, но и предложение уже сильно исчерпано при тех ценах на нефть, которые сложились в текущем году. Мы более позитивны, поскольку ожидаем цены в 50–60 долларов за баррель в краткосрочной перспективе и 50–70 долларов в перспективе до 2020 года.

Но, безусловно, текущий бюджет должен оставаться на очень консервативных позициях: цена 40 долларов за баррель выглядит целесообразной. Мы не должны повторять ошибок прошлого, когда расходы бюджета росли вместе с ценой на нефть. Сейчас нужно перейти к более стабильной модели роста; поэтому представленный бюджет в текущей ситуации вполне целесообразен.

Единственное, что вызывает определенные вопросы в проекте бюджета, так это соображение, что предполага-

емое значение роста вряд ли можно реализоваться при заложенной цене углеводородов на уровне 40 долларов за баррель. С нашей точки зрения. То есть, «Газпромбанк» ориентируется на восстановление роста. Но мы видим возможность реализации значительно более положительной повестки — по причине иной динамики цен на нефть. Поэтому здесь определенные вопросы есть, но последние корректировки бюджета, сделанные МЭР, названный момент уже учитывают.

Относительно курса рубля особых возражений нет. Рост курса доллара случится, если нефть будет фиксироваться на уровне 40 долларов за баррель.

Относительно инфляции я по большей части соглашусь с Ярославом. Достичь названного уровня можно, но большой вопрос, удастся ли ее на данных уровнях удерживать. При отсутствии значительного роста продуктовых цен и тарифов естественных монополий достижение 4-процентной инфляции вполне реально, но другой вопрос, как ее удерживать. Ведь многие факторы, которые сейчас играют дефляционную роль, будут уходить. И тут сыграет большую роль то, насколько умело ЦБ будет управлять инфляционными ожиданиями, насколько это управление будет в целом синхронизировано с той бюджетной и экономической политикой, которая сейчас проводится. Этот момент пока остается под некоторым вопросом.

Сама политика ЦБ, с моей точки зрения, сейчас абсолютно понятна: в чем-то она сходна с политикой Федерального резерва 1970/80-х. Тогда ФРС держала реальные положительные ставки на протяжении длительного времени: более 5 лет ставка составляла около 5 процентов в реальном выражении. На данный момент заставить рынок поверить в то, что российский ЦБ сможет достичь своих целей по инфляции можно только проведением

достаточно жесткой политики. Остается вопрос, насколько можно доверять самим заявленным целям, насколько они будут/не будут трансформироваться. Но позиция, которую сейчас занимает ЦБ, адекватна ситуации. Жесткая политика — единственный инструмент, который позволит сформировать доверие к действиям Центрального банка. Других инструментов и механизмов, наверное, нет.

Одновременно возникает вопрос, насколько эта жесткость будет влиять на экономику. На мой взгляд, не нужно особенно смешивать эти две вещи. ЦБ обладает рядом инструментов, которые он может использовать — и должен использовать для достижения базовых целей. В то же время и минфин, и минэкономразвития должны быть больше нацелены на экономический рост. Это не значит, что Центробанк, с одной стороны, и минфин/минэк, с другой, не должны взаимодействовать вообще. Но нужна очень четкая, понятная и прозрачная синхронизация политики: чтобы не было моментов, когда действия фискальных органов вносят значительный диссонанс в область денежно-кредитной политики.

В этом году в отечественной экономике происходит огромная разбалансировка: значительная часть дефицита бюджета будет финансироваться из резервного фонда и относительно небольшая — через заимствования на рынках. Наверное, сбалансировать эти два источника можно более качественно. Так, чтобы действия минфина не усложняли повестку ЦБ; а с другой стороны, чтобы имелась возможность устойчиво финансировать дефицит бюджета, не формируя ожиданий, что уже завтра средства резервных фондов закончатся, а цены на нефть при этом будут еще ниже. Рваного режима использования резервов и заимствований не должно быть. Лучше этого не допускать, поскольку это формирует

предпосылки роста волатильности в более долгосрочной перспективе. Лучше, когда при хорошей рыночной конъюнктуре минфин больше занимается, а при худшей — чуть больше расходует резервный фонд. Это позволяет проходить сложные времена более ровно. Кстати сказать, занимаясь внешней экономикой достаточно активно, я не являюсь большим оптимистом в ожиданиях того, что будет происходить на внешних рынках. Ситуация достаточно сложная. Фактически все ключевые страны ищут модель, которая позволит обеспечить приемлемый темп экономического роста.

И ни одна страна такую модель в настоящий момент не сформировала: это касается и США, и ЕС, и Китая. Китайская повестка более понятна. Он пытается перейти от инвестиционной модели к потребительской, получается это не очень хорошо, но Китай обладает резервами, которые обеспечивают такой переход. Фактически там принято решение наращивать долг для того, чтобы обеспечить более равномерное замедление экономического роста. Замедление будет, но оно не будет происходить скачкообразно. У такой политики есть определенные риски, поскольку на горизонте 3–5 лет объем долга существенно вырастет, а темпы роста доходов будут снижаться. Но эти риски пока остаются сдержанными на горизонте ближайших двух лет.

А вот остальные регионы в текущей ситуации не выглядят позитивно. Неустойчивая экономическая ситуация в Европе. Неустойчива она и в Америке, хотя там я сейчас больше слежу за политической ситуацией...

Лисоволик. Сейчас все следят главным образом за политической ситуацией в США. *(Общий смех).*

Сусин. Политическая ситуация в США сейчас не очень типична, поддержка обеих партий избирателями минимальна с 1939 года (при том, что пре-

жде никаких исследований на эту тему не проводилось в принципе). Причем сторонники республиканцев кардинально не воспринимают программу демократов, и то же самое происходит со стороны демократов. Такая сильная дивергенция позиций необычна для США, именно поэтому мы наблюдаем таких нетипичных кандидатов в президенты (*общий смех*). Эта тенденция продолжается уже довольно долго — и, безусловно, все эти явления связаны с тем, что общество не удовлетворяет темпы роста национальной экономики, имевшие место в последние полтора десятилетия.

Налицо экономическая стагнация...
Лисоволик. ...и при этом рост неравенства.

Сусин. Да, рост неравенства, концентрация доходов, стагнация доходов среднего класса — все это создает сложную политическую среду. Это может приводить к сложным геополитическим процессам.

Лисоволик. ...и к замедлению глобального роста.

Сусин. ...а также к росту протекционизма, хотя все его отрицают. Я думаю, что стагнация в мировой экономике продлится, как минимум, 5–10 лет.

Но в России накоплен такой объем внутренней неэффективности, который позволяет компенсировать внешние сложности за счет повышения внутренней эффективности. В ближайший год конъюнктура будет сложной, во многом из-за задач, которые стоят перед Федеральным резервом. Пока мы видим, что ФРС пытается сохранить баланс, отодвигая повышение ставок. Но положение будет меняться. Много будет решаться буквально в ближайшие полгода. Думаю, что повышение ставок произойдет в декабре.

Лисоволик. На самом деле можно отметить ряд позитивных тенденций в российской экономике, но проблема в том, что этот позитив крайне уязвим

по отношению к глобальным рискам. Среди основных тенденций последних нескольких месяцев можно отметить стабилизацию обменного курса, замедление инфляции и улучшение опережающих индикаторов. К числу слабых мест следует отнести состояние бюджетной сферы. Процесс адаптации бюджета к новым условиям низких цен на сырьё потребует ещё несколько лет, что, в свою очередь, будет ограничивать роль бюджетной политики в стимулировании экономического роста. В этом отношении большую роль в стимулировании экономики в кратко- и среднесрочной перспективе будет играть денежно-кредитная политика, которая сохраняет резерв для снижения ставок благодаря заметному замедлению инфляции и стабилизации обменного курса.

Помимо монетарного стимула, в качестве одного из позитивных факторов для инвестиционного роста следует отметить замедление оттока капитала, что отчасти основывается на стабилизации обменного курса рубля. В России по официальным данным в августе-сентябре два месяца подряд фиксировался чистый приток капитала частного сектора. Проблема заключается в том, что эти драйверы, связанные с замедлением оттока капитала и снижением курса, в значительной степени подвержены глобальным рискам, которые по ряду направлений увеличиваются. Прежде всего, следует отметить риск повышения ставки ФРС как ключевой риск для российских рынков на протяжении следующих нескольких месяцев — на данный момент повышение ставки ФРС в декабре становится базовым сценарием для мировых финансовых рынков.

В этих условиях последний квартал текущего года может продемонстрировать рост волатильности на финансовых рынках и давление на курс рубля, по аналогии с соответствующим периодом 2014–2015 годов. Тем

не менее есть ряд факторов, которые могут способствовать более благополучному протеканию конца года для финансовых рынков. Прежде всего можно отметить ситуацию на нефтяном рынке и снижение вероятности массированного снижения цен на нефть в условиях большей предрасположенности ведущих производителей поддержать цены и скоординировать свои действия. Снижение оттока капитала, стабилизация обменного курса национальных валют, некоторая степень адаптации бюджета к более низким ценам на нефть — всё это дополнительные факторы, которые говорят в пользу более умеренной волатильности на финансовых рынках в конце года.

Гавриленков. Я бы добавил немного про инфляцию. Мы говорили о 4 процентах, уже было сказано, что уровень этот достижим и вопрос заключается, главным образом, в том, удастся ли такое значение удержать. Я думаю, что не только достижение этих 4%, но и удержание инфляции на этом уровне — цель неамбициозная. Нам нужна более низкая инфляция. Потому что инфляция 4% достижима, но сочетание такой инфляции с низкими темпами экономического роста — это та среда, в которой постоянно будут возникать дисбалансы.

Надо добиваться того, чтобы инфляция была ниже темпов экономического роста — или, по крайней мере, сопоставима с ними.

Не буду сейчас развивать эту тему во всех деталях. Но вот та цель, которую традиционно ставят перед собой центральные банки развитых стран, а именно, 2 % — это именно то, что нужно и нам, особенно в условиях, когда высоких темпов роста нашей экономики не ожидается. Повторяю, главное, чтобы инфляция существенно не опережала темпы роста, поскольку это порождает множество дисбалансов в экономике. Думаю, что

по достижении 4-х процентной инфляции повестка все же изменится, и экономические власти будут ставить более амбициозные цели. Тогда мы, вполне возможно, и увидим более высокие темпы роста.

Я не стал бы говорить, что политика ЦБ абсолютно прозрачна. Не очень понятно, что они будут делать дальше. Я уже говорил, что полностью поддерживаю идею внутренних заимствований свыше 1 трлн рублей с лишним каждый год. В этой перспективе, на мой взгляд, ЦБ должен более агрессивно снижать ставку. Потому что, не понижая процентную ставку, он побуждает Минфин больше расходовать резервный фонд и занимать на внутреннем рынке меньше заявленных объемов. В этом году ЦБ самоустрашился от предоставления ликвидности банкам. Деньги поступают в систему от Минфина, имеет место просто монетизация бюджетного дефицита под нулевую ставку.

Отсюда мы имеем достаточно простую ситуацию в экономике. На фоне указанной эмиссии деньги подешевели, но не очень сильно, потому что все ограничено масштабами дефицита бюджета. И в связи с этим макроэкономическая политика неустойчива. Неустойчива потому, что уже есть некоторые дисбалансы, и могут возникнуть новые риски. Например, ситуацию, когда доходность многих выпусков ОФЗ ниже ключевой ставки, вряд ли можно назвать устойчивой. Кроме того, как предполагает проект бюджета, фонд национального благосостояния будет тоже задействован для закрытия дефицита бюджета, поскольку при сохранении текущего уровня цен на нефть, по всем оценкам, резервный фонд должен исчезнуть уже где-то в начале следующего года. То есть, для финансирования расходов бюджета следующего года будет использован еще один источник – но и фонд национального благосостояния тоже конечен.





Поэтому напрашивается вопрос. А что будет, если резервные фонды закончатся, а дефицит бюджета останется? Как будет рефинансироваться банковская система в условиях, когда объем качественного залога в системе невелик (это мы наглядно видели в 2013-2014 годах, когда Центральный банк активно экспериментировал с предоставлением рефинансирования банкам под залог нерыночных активов)? И если выпуска бумаг Минфином опять будет недостаточно для рефинансирования банков, то возникает вопрос: что будет делать ЦБ? Будет ли он опять предоставлять ликвидность на вне рыночной основе — и это создаст риски, подобные тем, что мы видели в 2013-2014 годах? Или же опять будет расширяться ломбардный список?

Здесь развилок много. И на развилках возникают такие риски, за которыми надо внимательно наблюдать.

Другой момент — необходимость создания устойчивого работающего механизма рефинансирования. Сейчас эта тема регуляторам не кажется актуальной, поскольку пока банкам просто не требуется рефинансирование, поскольку дешевых денег в систему поступает достаточно на фоне монетизации дефицита бюджета. Но если действительно подойти к сценарию, в котором цена нефти будет не 40 долларов/баррель, а 60-70, то вполне возможно, что дефицит бюджета исчезнет. Тут, правда, надо иметь в виду, что при нынешних ценовых уровнях бюджет стал менее зависим от внешних ценовых условий, в том числе, и от цены нефти. Ведь раньше ситуация была такая, что нефтегазовые доходы составляли 50–52% доходов бюджета, а уже в прошлом году это было порядка 43%. В этом году я ожидаю, что нефтегазовые доходы составят около 36% доходной части. То есть, чуть больше трети доходной части федерального бюджета составят нефтегазовые до-

ходы и почти две трети — ненефтегазовые доходы. Если уровень цен сохраняется на 40 долларах за баррель, то в следующем году продажа углеводородов даст бюджету около 26-28% бюджета. То есть, ненефтегазовые доходы растут достаточно устойчиво, и их доля в общих доходах бюджета повышается. Это я говорю к тому, что меньшая зависимость бюджета от цены нефти при повышении этой цены и даже при некотором укреплении курса рубля может привести бюджет либо к маленькому дефициту, либо к профициту, либо к балансу — в зависимости от конкретных цифр (предполагая, что, как и запланировано в бюджете, расходная часть будет заморожена в номинальном выражении в ближайшие три года). И тогда опять возникает вопрос: а как будет чувствовать себя экономика? а как будут рефинансироваться банки, если источник дешевой ликвидности, то есть эмиссионное финансирование, исчезнет. Это те риски, которые я вижу.

На мой взгляд, экономика может расти при любой цене нефти. Что для экономики плохо — это изменения цены нефти, особенно вниз. Когда мы имели изменения цены нефти в рамках 20–25%, экономика всегда избегала рецессии. Но было три эпизода, когда цена падала сильнее — и в эти моменты экономика сокращалась. Так что мне кажется, что чем ниже цена нефти, тем лучше. Пусть она стабилизируется на любом уровне. Важна ее относительная стабильность. Меня бы даже сильнее беспокоила ситуация, если бы цена нефти в самом деле начала расти, приближаться к 60–70 долларам за баррель, а потом снова упала.

Теперь добавлю несколько слов относительно влияния внешних условий. Если верить сообщениям прессы, то на улицах мегаполисов появились так называемые злые клоуны, в шутку пугающие прохожих, и нельзя исключать, что у какого-либо прохожего

с повышенной чувствительностью нервной системы при эмоциональном контакте с таким клоуном может случиться сердечный приступ прямо на улице. Клоуны в политике опасны еще больше, и сейчас они появились в мире повсеместно. Не буду дальше развивать эту мысль. Но это повышает риски дестабилизации чего угодно. Поэтому представляется, что геополитические риски сейчас очень высоки, их надо учитывать как при анализе тенденций на рынке нефти, так и при анализе возможных изменений в макроэкономической политике ряда стран.

Думаю, что в макроэкономике есть как минимум одна нерешенная фундаментальная проблема: смешение процентной и количественной политики, которое порождает многие дисбалансы. На мой взгляд, когда раздута баланс и Федерального резерва, и Европейского центрального банка, сложно было ожидать, что Федер резерв мог повышать ставку агрессивно, чего многие ожидали уже года два назад. Этого так и не произошло, пока ставка была повышена чисто символически. Может быть, эта осторожность была вызвана, в том числе, боязнью смешения количественной и процентной политики. На месте Федер резерва я бы начал шупать рынок количественным ужесточением, прежде чем двигать ставку.

Сусин. Они так делают, тестируют, хотя, конечно, не через продажу бумаг, а через разные другие инструменты. Объемы абсорбирования ликвидности сейчас достигают примерно 800 млрд долларов.

Гавриленков. Но активы в целом не снижаются, я про это и говорю. Хотя это отдельная тема.

В силу чего еще ФРС действует так нерешительно? Потому что существуют внешние факторы, и представители ФРС об этом публично начали говорить год назад, хотя прежде никогда

на внешние факторы в своих комментариях не ссылались. На самом деле, это мощнейший ограничитель для той же процентной политики ФРС. Поскольку Федер резерв уже не полностью контролирует свою финансовую систему в условиях, когда страны, которые ранее были профицитными (производители нефти, Китай), в условиях изменения ценовых параметров стали продавать свои валютные резервы. С середины 2014 года Саудовская Аравия продала из резервов примерно 190 миллиардов долларов, к примеру. И ей придется продать еще больше. Китай тоже осуществляет мощные продажи, объемами в сотни миллиардов долларов, которые существенно превышают продажи резервов Саудовской Аравией. Эти операции влияют на глобальные макроэкономические процессы, на курсы резервных валют. По этим причинам, кстати, мы не увидели того, что ожидали многие аналитики, а именно, паритета евро/доллар, — тоже в силу влияния внешних факторов. Идет вот такая компенсация — несмотря на продолжение количественного смягчения в Еврозоне, которое должно было бы сильно ослабить евро, этого не произошло, поскольку шли упомянутые выше продажи долларовых активов.

Другой фактор осторожного поведения ФРС — Китай, у которого накопились проблемы на фоне выросшего внутреннего долга. В принципе, проблема решаемая, причем, пока что это чисто внутренняя проблема, остроту которой можно постепенно снижать путем ослабления китайской валюты (фактор недостаточный, но необходимый), снижая тем самым, давление на юань. Для США же удешевление юаня означает соответствующее удешевление китайского импорта. Насколько и как долго будет продолжаться девальвация юаня, для денежных властей США неочевидно.

На самом деле факторов больше, я назвал лишь два. Но тезис прост: не-

предсказуемых факторов очень много, в том числе тех, которые находятся вне сферы макроэкономики. И перед западными регуляторами действительно стоит непростая задача. Реальные ставки в развитых странах низкие и по многим инструментам находятся в зоне отрицательных значений. В этих условиях у многих экономических агентов склонность к заимствованиям не могла не вырасти. Рост ставки будет означать определенное «наказание» тех, кто «поддался на провокации» низкой ставкой и раздул свои балансы дешевыми кредитами, но если регуляторы не будут ничего делать, сохраняя мягкую денежную политику, то будут наказаны те, кто пытается сбергать: пенсионные фонды, страховые компании. Словом, консервативные инвесторы. Непростая задача. Не знаю, как она будет решаться, но думаю, что надо наблюдать за странами - эмитентами резервных валют, включая теперь уже и Китай.

Агрегированный государственный долг стран «семерки» по отношению к ВВП составляет примерно 120%. Наличие этого долга означает очень большую чувствительность экономик этих стран к процентным ставкам. При таком объеме долга — это ограничитель роста, это ограничитель расширения внутреннего спроса.

И у России, и у внешнего мира есть одна и та же проблема. С одной стороны, потребители уже набрали долгов, с другой стороны, на фоне значительного имущественного расслоения существует группа потенциальных инвесторов, которые в принципе могут инвестировать. Но не инвестируют, поскольку не очень понятно, куда же надо инвестировать в условиях вялого спроса. В российской ситуации есть при этом существенная особенность: хотя заемщики уже набрали около 10,5 трлн рублей

потребительских кредитов, но это примерно 13% ВВП, то есть, ничто по сравнению с развитыми странами. Но у нас — совершенно аномальные ставки. По потребительским кредитам (если мы исключим субсидированную ипотеку) значение ставки — 21–22%. Сочетание низкого долга и высоких ставок создает давление на покупательную способность той части населения, которое этот долг вынуждено обслуживать, что придавливает спрос. В этой ситуации инвесторы инвестируют неохотно. Тем более что российская экономика в определенном смысле переинвестирована: раньше это была экономика объемом в 2,2–2,3 с лишним триллиона долларов, с объемом внутреннего потребительского рынка свыше триллиона, и внешние инвесторы рассчитывали, что он будет расти. Но это было при цене нефти примерно в 100 долларов за баррель, при курсе рубля — около 30 за доллар. А потом цена нефти скорректировалась, не заставил себя ждать и курс, и теперь отечественный ВВП составляет 1,2–1,3 триллиона долларов. Автомобильные заводы (равно как и другие) построены, но особого спроса на автомобили (и другие товары) нет. И понятно, что продолжать строить новые заводы пока смысла нет. Надо подождать и понять, что же строить. Это, конечно, упрощенная модель, но основные проблемы она демонстрирует.

Производственные мощности построены в расчете на другую экономику, поэтому нынешняя инвестиционная пауза представляется совершенно естественной. Я уверен, что уже в следующем году мы увидим рост инвестиций. Двухлетняя пауза достаточна, бизнес скоро начнет принимать решения об инвестициях.

В этой ситуации Центральному банку имело бы смысл проводить более

активную политику: снижать ставку и, как это ни парадоксально — тем самым быстрее снижать инфляцию. Иными словами, побуждать Минфин меньше тратить средств из резервного фонда на финансирование дефицита бюджета и выпускать больше долговых бумаг, ограничивая тем самым эмиссию. При этом будет расширяться облигационный рынок и создаваться предпосылки для становления устойчивого механизма рефинансирования банков на рыночной основе.

Сусин. Это очевидная проблема курицы и яйца. Кто виноват в описанной ситуации: Центральный банк, который не снижает ставки, или министерство финансов, которое не занимает? Потому что ЦБ кивает на минфин и говорит, что они, по сути, финансируют дефицит через резервный фонд; это приводит к росту ликвидности на внутреннем рынке и поэтому Центральный банк не будет снижать ставки. А минфин говорит, что ЦБ ставки не понижает — и поэтому министерство финансов не хочет занимать.

Гавриленков. Мы как раз и говорили о необходимости координации действий ЦБ и Минфина. Минфин, похоже, отказался от догм и поменял свои предпочтения, он хочет занимать.

Сусин. Стремление министерства финансов занимать на рынке государственного долга — действительно хороший сигнал. Весь год мы не видели особой скоординированности в действиях двух регуляторов, а вот сейчас в повестке сформировался более сбалансированный подход. Проект бюджета, в частности, демонстрирует такое равновесие.

Это очень позитивно с точки зрения среднесрочных рисков. Такой подход может обеспечить и более плавное расходование средств резервного фонда, и формирование залоговой

базы. Сейчас у банков нет проблем с залогами, потому что ликвидность у ЦБ они практически не привлекают. В чистом виде имеет место как раз профицит ликвидности, который связан с активным использованием резервного фонда. Но если говорить о рисках, то я считаю, что цены на нефть сейчас близки к балансу — с некоторой равной вероятностью либо некоторого роста, либо некоторого падения. В такой конъюнктуре не следует расходовать весь Резервный фонд, поскольку нельзя наращивать постоянные расходы за счет непостоянных доходов, которыми являются нефтегазовые доходы.

В этой ситуации рост и залоговой базы, и объема финансовых инструментов позволит в будущем не допускать ситуации 2013 года. Когда в условиях огромного дефицита залогов Центральный банк готов был кредитовать банки второго уровня под залог непонятных активов. Безусловно, если минфин будет больше занимать, то на рынке будет формироваться больший пул залогов. И при сохранении жесткой монетарной и бюджетной политики описанный риск не будет возникать, даже если цены на нефть вырастут.

С другой стороны, нам требуется развитие финансовой системы в целом, развитие ее глубины и емкости. В том числе, нужно повышение доступности этой системы, в первую очередь, для внутреннего инвестора. Но и внешнего тоже. В этом плане рост госдолга является риском для минфина, но также и положительным моментом для финансовой системы в целом. Если/когда финансовая система будет более емкой, если в ней будет выпускаться больше инструментов, это также будет означать большую ликвидность и возможность привлечения инвесторов.

Так что ситуация сейчас выглядит достаточно позитивно в плане и фискальной, и денежно-кредитной политики. С одной стороны, формируется достаточно жесткий бюджет, а с другой стороны, жесткая политика ЦБ формирует уверенность относительно инфляции, по крайней мере, участников финансового рынка. Теперь вопрос заключается в том, как распространить это доверие на всех игроков, как дать им уверенность в том, что ЦБ сможет достигать своих целей и продолжить прежнюю устойчивую политику.

Это политика достаточно правильная, достаточно сбалансированная, однако есть в ней и определенные разбалансировки. В ней все-таки не хватает одного момента: использование резервного фонда могло бы быть более гибким — именно в части его инвестирования. С одной стороны, резервы предполагают сберегательную функцию: если цена нефти будет расти, то все избыточные ресурсы пойдут в первую очередь в резервный фонд (а не на финансирование текущих расходов). С другой стороны, сам по себе резервный фонд представляет, условно говоря, депозитную структуру. Грубо говоря, это депозит в иностранном банке, куда складываются все доходы, это позволяет страховать краткосрочные шоки, но не формирует долгосрочных факторов развития. Потому что есть инвестиции, а есть сбережения. И у нас имеет место слишком большая концентрация именно на сбережении. Резервный фонд — это чистые сбережения, причем с неочевидной доходностью, то есть, это исключительно инструмент хеджирования риска.

Поэтому, с моей точки зрения, в использование российских резервных ресурсов непременно должна присутствовать инвестиционная составляющая, формирующая долгосрочную

устойчивость. Инвестировать надо, а не только сберегать. □