

# Из 2017-го — в будущее

## Для экономического роста следовало бы сосредоточиться на ключевых технологиях и включении в производственные цепочки

В НАУФОР прошел круглый стол с участием известных российских экономистов. На нем обсуждались экономические и финансовые итоги ушедшего года, возможные сценарии-2018, а также основные риски для России в кратко- и среднесрочной перспективе.

Участники: Евгений Гавриленков (Matrix Capital), Александр Лосев (Спутник — Управление капиталом), Валерий Миронов (Центр развития НИУ ВШЭ), Егор Сусин (Центр разработки стратегий Газпромбанка).

Модератор — Ирина Слюсарева.

**Ирина Слюсарева.** Добрый день, уважаемые участники, дорогие макроэкономисты. Рада видеть вас снова. К сожалению, в последний момент выяснилось, что в нашем круглом столе не сможет принять участие Ярослав Лисоволик: он должен присутствовать на важном внутреннем совещании. Таким образом, наш традиционный состав сегодня несколько неполон.

Предлагаю вести беседу по уже сложившемуся формату: сначала проговаривать темы поочередно, по кругу, а потом уже перейти к полемике. Итак, каковы, с вашей точки зрения, наиболее важные итоги ушедшего года для российской экономики?

Можно вписать это в более широкий (мировой) фон, можно не вписывать. Прошу вас, Валерий Викторович, начать, а дальше мы пойдем по кругу. **Валерий Миронов.** К наиболее важным итогам, на мой взгляд, можно отнести, во-первых, впечатляющие успехи Центрального банка в реализации программы снижения инфляции и перехода к режиму ее таргетирования: рост цен удалось снизить даже более, чем хотелось. Хотя, на мой взгляд, таргетирование потребительской инфляции в ресурсно-ориентированной экономике имеет слишком проциклический характер, то есть регулятор начинает повышать процентную ставку в тот момент, когда падают цены, например, на нефть, от которых ресурсно-ориентированная экономика зависит. Падение цен на нефть само по себе является шоком для реального сектора (в силу шока спроса). И в это же время регулятор начинает повышать процентную ставку, потому что в силу «голландской болезни» и большой доли импорта в потребительской корзине при падении



цен на сырье, как правило, начинают расти потребительские цены. Далее повышается инфляция, далее начинает проводиться антиинфляционная политика, — и наносится двойной удар по реальному сектору — и со стороны цен на сырье, и со стороны ключевой ставки, которая растет, тормозя и инвестиции, и кредитование оборота.

То же самое, то есть процикличность ДКП, но с зеркальным отображением, может при прямолинейном использовании таргетирования индекса потребительских цен в сырьевой экономике происходить при росте цен на нефть, способствуя уже перегреву экономики. Пока никому не удалось убедить Центральный банк, что

в сырьевой экономике, видимо, должна проводиться особого рода политика таргетирования инфляции: очевидно, имеет смысл таргетировать если не номинальный ВВП, который включает в себя и ценовую составляющую, и реальную составляющую (в силу того, что данные о номинальном ВВП поступают с большим запозданием в конечной оценке), но хотя бы подумать о таргетировании не потребительских цен, а цен производителей, которые не включают в себя импортную компоненту в том объеме, как потребительские цены. Но для таргетирования цен производителей нужно, естественно, перестраивать деятельность Росстата, чтобы данные о ценах производителей

поступали более быстро — например, еженедельно (как о потребительских ценах), а не раз в месяц, как сейчас.

Но хорошо, что Центральный банк перешел к таргетированию потребительских цен. Это все-таки тоже огромный шаг вперед в макроэкономической политике по сравнению с тем, что было ранее. И один из важнейших позитивных трендов прошлого года. Теперь можно будет уже говорить о совершенствовании этого процесса. Но в принципе команда Центрального банка показала свой профессионализм, креативность и дееспособность. И, надеюсь, она еще не раз продемонстрирует их. Но если вернуться к 2017 году, то вторым его важным ито-

гом можно признать то (скорее негативное) событие, что рассеялись иллюзии относительно того, что в России возобновился естественный экономический рост темпами 1,5–2%. Такого рода оценки делались на основе расчета так называемого потенциального роста. Однако такого рода расчеты в условиях России основаны на весьма несовершенной пока (в силу объективных причин) статистике и заметно разнятся у разных авторов (составляя от 0,5 до 3,5% в год).

На мой взгляд, все-таки имел место просто восстановительный рост, и устойчивости процесс роста пока не приобрел. Вообще, на мой взгляд, для транзитной развивающейся экономики сырьевого типа говорить о некоем потенциальном устойчивом уровне росте можно лишь гипотетически, так как такая экономика и факторы, на нее влияющие (в частности, реальный валютный курс), очень волатильны. Нужна постоянная интерактивная диагностика роста и соответствующая тонкая подстройка экономической политики. В плане волатильности особенно показателен третий и четвертый кварталы 2017 года, когда рост неожиданно для почти всех сменился технической рецессией в промышленности и стагнацией в экономике в целом. Последние данные говорят о том, что новой устойчивой модели роста пока не сложилось, и что замедление промышленного производства в ноябре (точнее, падение) связано не только с искусственно высокой базой, то есть, с ноябрьскими данными 2016 года. На самом деле никакой искусственно созданной высокой базы ноября 2016 года нет. Росстат в 2016 году задним числом переоценил лишь данные за январь–ноябрь 2016 года, но не за ноябрь отдельно. Поэтому данные ноября 2017 года очень тревожны.

Я не склонен считать, что российская экономика вступила в стадию перехода к новой рецессии, потому что наши опережающие циклические индикаторы не подтверждают это. Вернее, не только наши индикаторы, но и фронтальное

улучшение опросов Росстата. Хотя эти опросы, честно говоря, исторически имеют весьма слабую связь с текущей конъюнктурой, но все-таки для оценки среднесрочной перспективы они имеют значение. Если смотреть в целом, — учитывая и опросы, и сводный опережающий индекс нашего института «Центр развития» НИУ ВШЭ (СОИ), куда входят специально отобранные краткосрочные индикаторы, и сводный опережающий индекс ОЭСР по России, и наш индекс региональной экономической активности (индекс РЭА), — то мы понимаем, что сейчас рецессии не будет и, скорее всего, в следующем году будет рост на уровне 0,5–1% примерно.

Это наш базовый прогноз, базовый сценарий, базовая оценка следующего года. Но не 1,5%, не 2%, как большинство экспертов сейчас прогнозируют. Одним из важных конкретных индикаторов, позволяющих оценивать перспективы роста, являются те же самые опросы, но не в плане динамики оценки текущей конъюнктуры (спроса, выпуска) а в сфере выявления факторов, ограничивающих экономический рост. Ограничителей по добыче, по обработке и по инфраструктурным секторам.

В январе 2017 года все заговорили, что резко снизилась неопределенность, что улучшилась ситуация в экономике. Но при этом в этот же период изменилась опрашиваемая панель предприятий. И если это (то есть изменение панели) учесть, скорректировать, если убрать, для примера, данные января, а продолжать учитывать данные с февраля и так далее, а потом сопоставить, каковы, допустим, в ноябре 2017 года были факторы, ограничивающие рост, по сравнению с ноябрем 2016 года, то мы увидим, что в ключевых секторах произошло фронтальное ухудшение. Кроме фактора неопределенности и фактора спроса (негативное воздействие которых несколько снизилось), фронтальное ухудшение произошло по восьми индикаторам в

обрабатывающей при улучшении лишь в добывающей промышленности.

Но, поскольку обработка — это все-таки большая часть промышленности, и она определяющим образом влияет и будет влиять в условиях снижения спроса на энергоносители и на весь ВВП (с точки зрения роста физических объемов), то это говорит о том, что никакого восстановления и создания условий для устойчивого и естественного роста пока нет.

Вот это — второе событие 2017 года.

Таким образом, имеем одно хорошее событие и одно не очень хорошее. С одной стороны, снижение инфляции и переход к снижению и закориванию инфляционных ожиданий; с другой стороны — все-таки понимание того факта, что нужно способствовать возникновению новой модели роста, которая должна ориентироваться не просто на абстрактный мировой опыт, а на конкретные особенности конкретного момента конкретной экономики в конкретных секторах. Ну, вот такая ситуация.

**Александр Лосев.** Буду краток.

Поскольку мировая экономика по данным ОЭСР выросла в 2017 году на 3,6%, а отечественная лишь на 1,5%, то Россия еще больше отстала от всего мира. Поэтому, что можно сказать про прошлый год? Только вспомнить Булгакова: «Был год обилен летом солнцем, а зимою снегом, и особенно высоко в небе стояли две звезды: звезда пастушеская — вечерняя Венера и красный, дрожащий Марс». Марс — это Сирия. Да, там мы победили — вот, наверное, главный итог. Пастушеская Венера — это успехи агропрома. Но это все!

А что финансовый сектор? В нем — снижающаяся инфляция, очень странные процессы в российской банковской системе и никакие результаты фондового рынка. Индекс MSCI emerging markets вырос за прошлый год на 37%, индекс РТС упал на 0,3%, а индекс ММВБ — на 7,5%. Результат говорит сам за себя.

Егор Сусин. Если говорить об итогах года, — то, в первую очередь, это, конечно же, комфортная внешняя конъюнктура. Все-таки экономическая ситуация улучшилась именно с точки зрения внешней конъюнктуры. Это, безусловно, создало определенный позитивный фон в целом для российской финансовой системы. Этот момент мы не должны забывать.

Да, внешняя конъюнктура была не очень хорошей для рынка акций. Но она была очень хорошей для рынка облигаций: там прошли рекордные размещения, были очень хорошие ставки, очень сильная конкуренция. В этом секторе имел место очень хороший приток капитала.

Вот это первый фактор, который стоит отметить.

Во многом прогнозы конца позапрошлого года были более скептическими, чем ситуация в реальности. Это создало определенный позитивный фон и для финансовой системы, и для экономики в целом. Но все-таки не создало условий для устойчивого роста. Потому что в целом, если смотреть на структуру экономики, то у нас, конечно, с факторами роста плохо.

На прошлом «круглом столе» НАУФОР мы, помню, обсуждали, что фактором роста как таковым в экономике могут быть только инвестиции, потому что бюджет — это достаточно жесткая фискальная политика, достаточно жесткая монетарная политика, достаточно сложная ситуация с динамикой доходов населения. В общем-то, так все и происходит.

С инвестициями, наверное, все пока не так хорошо, как хотелось бы. И это определяет достаточно скептический взгляд на перспективы роста, потому что пока мы не видим здесь каких-то сильных драйверов. И текущий год, по моему, вряд ли покажет какое-то существенное улучшение по сравнению с тем, что мы видели в прошлом году.

Второй момент — конечно же, монетарная политика, фискальная политика,





которая реализовывалась в прошлом году. И здесь, с моей точки зрения, важно даже не то, что экономика вышла на низкие темпы роста цен, то есть на достаточно низкую инфляцию, сколько та тенденция, которая начала складываться в плане инфляционных ожиданий. Потому что Центральный банк ведь не управляет инфляцией как таковой, — он управляет инфляционными ожиданиями. То есть, формирует некое доверие к монетарной политике. И в прошлом году это доверие было достаточно высоким. Мы видим достаточно низкую инфляцию, существенно ниже 4%. Тут сказались и укрепление курса рубля, и достаточно слабая конъюнктура на товарных рынках (особенно продуктовых), и хороший урожай.

Складывались все факторы. В том числе, низкая потребительская способность населения в условиях достаточно жесткой бюджетной политики. Все эти факторы определили достаточно сильное падение инфляции. Но нужно понимать, что, по-хорошему, задача Центрального банка состоит ведь не в инфляции, а в снижении инфляционных ожиданий. И, если смотреть на опыт других стран, на то, как там происходил переход к инфляционному таргетированию, то там имел место достаточно длительный период жесткой монетарной политики, которая заставила всех поверить в то, что Центральный банк действительно будет стараться удерживать инфляцию у целевых отметок. Мы сейчас существуем в условиях сырьевой экономики, когда таргетировать инфляцию — это очень просто. Это подразумевает определенные инструменты и возможности. Возможности таргетирования инфляции у нашего Центрального банка (учитывая структуру отечественной экономики), не такие широкие, как у регуляторов более диверсифицированных экономик.

Насколько здесь нужно соблюдать баланс и нужно ли ставить жесткую цель по инфляции? Обсуждать это

можно, но для начала нужно получить некий лимит доверия. Чтобы заработать этот лимит доверия, Центральный банк должен достаточно строго и жестко придерживаться текущей позиции, и деться от этого некуда. И по-хорошему, когда возникает вопрос о стимулировании экономического роста, о перераспределении ресурсов, то для начала нужно сформировать некий лимит доверия к финансовой системе, к денежной политике. Которого, к сожалению, в России за последнюю четверть века не сформировалось в силу и объективных, и субъективных причин.

**Ирина Слюсарева.** Егор, вы сказали, что Центральный банк на каком-то временном периоде должен придерживаться какой-то жесткой цели по инфляции. А если в цифрах? На каком примерно периоде, примерно на каких уровнях? **Егор Сусин.** Есть опыт того же Федерального резерва, который в 70-х годах гасил инфляцию достаточно жестко (в США после нефтяных кризисов была высокая инфляция). Они в течение 5-6 лет держали реальную процентную ставку выше инфляции примерно на пять процентных пунктов.

Безусловно, в России тоже нельзя за год сформировать приемлемый уровень доверия. Есть еще огромное количество структурных моментов, связанных со структурой российской экономики, с перспективами ее развития, которые также выступают ограничителями в этой ситуации. Поэтому Центральный банк на самом деле находится в достаточно правильной позиции.

Хотелось бы, наверное, лучшей коммуникации с рынком, потому что, с моей точки зрения, в монетарной политике все-таки сильное влияние имели краткосрочные факторы, когда решения принимались не плавно. Скажем, в какой-то момент времени сложилась плохая нефтяная конъюнктура — перестали понижать ставки. Потом конъюнктура улучшилась, ставки сразу резко понизили. По-хорошему, здесь нужна большая

плавность решений. Конечно, также должна быть намного более интенсивной коммуникация Центрального банка и с рынком, и с экономикой. И, наверное, нужно объяснять свою политику и свои идеи на более простом языке. Потому что до сих пор у нас так и не сформирована позиция, что инфляция, в общем-то, определяет ценность валюты и изменение этой ценности. Все-таки у нас имеет место очень большая привязка к курсовым историям. Это все нужно объяснять, нужно коммуницировать. Вот этого, мне кажется, в прошлом году и не хватило. **Ирина Слюсарева.** Евгений?

**Евгений Гавриленков.** Соглашусь, что российское отставание от мирового роста, вот эти наши 1,5% или 1,6% по итогам года, — оно действительно внушительное.

Но это касается не только в 2017 года. Если мы посмотрим, скажем, на 10-летний промежуток времени, включая 2017 и имея 2008-й год как стартовую точку, то средний годовой рост российской экономики составлял всего лишь 1% в год. И это говорит о многом. Влияют не только текущие проблемы. Есть какие-то более фундаментальные факторы, которые мешали и мешают экономике расти даже при идеальной внешней среде, т.е. когда и цены на нефть были высокие, и санкций не было и так далее, и так далее. Поэтому, не удивительно, что, когда создались более сложные условия, российская экономика также отстает по темпам роста от других стран.

Я поддерживаю тезис, который выдвинул Валерий Миронов: в этом году вряд ли можно ожидать какого-то ускорения. Судя по той внутригодовой динамике, которую мы видели в 2017-м году, в этом году будет явное торможение, экономический рост наверняка составит меньше 1%. Не берусь пока более точно судить в цифрах, потому что статистические данные поменяются, как это обычно бывает. Каждые 2-3 месяца Росстат что-то пересматривает, поэтому тут есть проблема точности измерения, которая автома-

тически влияет на прогнозные цифры. Но на качественном уровне имеет место явное торможение роста после всплеска во втором квартале, которое, судя по всему, распространится и на 2018 год.

Это первый тезис: что отставание России от большинства других стран на самом деле очень большое, и оно увеличивается. В 2018-м мировая экономика, наверное, не будет ускоряться, но сохранит примерно тот же самый темп, который будет зарегистрирован по итогам 2017 года — по крайней мере, такое прогноз можно сделать на основании данных, которые имеются по трем кварталам.

Что касается уже сугубо внутренних российских проблем, то полезно было бы уточнить то, о чем уже говорилось ранее. Не только улучшившаяся внешняя конъюнктура, но и крайне жесткая политика российского Центрального банка способствовала притоку капитала, особенно на облигационный рынок. Влияла именно процентная политика.

Если вообще посмотреть на Россию в глобальном контексте (исключая какие-то карикатурные в макроэкономическом плане страны типа Венесуэлы, Зимбабве и некоторые другие), то номинальная процентная ставка среди развивающихся рынков в России была одной из самых высоких. Я говорю о ставке регуляторов. А реальная процентная ставка в прошлом году в России была второй среди этой группы стран, после Ирана. И понятно, что более ликвидные рынки, и в первую очередь здесь надо отметить отсутствие проблем с вывозом и ввозом капитала, в отличие от Ирана, сделало Россию одним из наиболее привлекательных для облигационных инвесторов рынком. И еще раз подчеркну, что в первую очередь — это, конечно, крайне жесткая политика Центрального банка в условиях, когда глобальной ликвидности более чем достаточно. Когда в условиях избытка ликвидности инвесторы готовы пойти на повышенные риски и инвестировать незначительную часть средств не только в российские активы, но и в биткоин

и другие криптовалюты, которые тоже показали достаточно интересные результаты. Это показывает, что деньги девать некуда, грубо говоря. Поэтому российские облигации как, в общем-то, гораздо более надежный, более предсказуемый инструмент пользовались спросом.

Другой момент, который я хотел бы подчеркнуть по поводу 2017 года — это, наверное, окончательное развеивание иллюзии о том, что санкции могут быть отменены. Эта тема витала постоянно: вот-вот придет к власти другой лидер в той или иной стране, санкции отменят, все будет хорошо. Но, по-моему, сейчас уже этих иллюзий нет.

Когда я еще работал в большом банке, то в начале 2014 года, когда обозначились всяческого рода проблемы, я ввел для клиентов некую полусхематичную аббревиатуру РИСК (в добавление к БРИКС). Страны, которые туда входят — это Россия, Иран, Сирия и Корея (естественно, Северная).

Как мы видели, в прошлом году американское правительство ввело закон, где три из этих стран перечислило как очень нехорошие в долгосрочном плане. Сирия туда не вошла, из-за надежд на то, что режим там рано или поздно поменяется. Давление на Иран, Корею и Россию будет продолжаться, наверное, десятилетие. Так что надежд по поводу отмены санкций уже ни у кого не осталось. Это та реальность, с которой мы сейчас имеем дело.

Что касается экономического роста, то, да, действительно, отсутствие драйверов — это фактор, не позволяющий судить о том, что Россия нашла свою долгосрочную траекторию развития. И отчасти это тоже результат крайне жесткой денежной политики. На протяжении последних нескольких лет было два абсолютно экстремальных случая. Первый — это крайне мягкая политика второй половины 2013-го и всего 2014 года, когда реальная ставка ЦБ была на крайне низком уровне до того момента, когда в самом конце 2014 года ее пришлось резко

поднимать. Плюс к этому добавилась российская версия «количественного смягчения», когда Центральный банк начал выдавать практически в неограниченных объемах кредиты под залог неликвидных активов, что за полтора года в пять раз увеличило объем рефинансирования. И результат мы увидели — пришлось резко поднимать ставку.

После этого политика резко ужесточилась, и мы пришли к тому, о чем я говорил. Сейчас, если исключить Иран, в России реализуется самая жесткая денежно-кредитная политика из круга развивающихся государств, которыми интересуются инвесторы.

Причем, когда Центральный банк говорит о том, что он постепенно медленно смягчает денежно-кредитную политику, я бы назвал это скорее относительным ужесточением. Потому что, скажем, в осенние месяцы реальная ставка была на уровне ближе к 6%, а инфляция уже опускалась до 2,4% в отдельные недели. Получается, что в условиях, когда инфляция находится на относительно низком уровне, реальная ставка (скажем, 5–6%) более болезненна для вяло растущей экономики, чем в условиях, если бы инфляция была гораздо более высокой. Если мы допустим, что инфляция была бы 100%, а ключевая ставка 105–106%, то смею утверждать, что влияние на экономику примерно такого же уровня реальной процентной ставки при высокой инфляции было бы совершенно другой, чем при низкой инфляции, близкой к значениям, которые типичны для развитого мира.

Кстати, получается, что Центральный банк России практически подошел к тому, чтобы достичь цели, поставленной Европейским Центральным банком, поставленной, однако, для другой экономики. ЕЦБ же достичь цели пока не может — правда, он движется к ней с другой стороны.

То, что инфляция снизилась до 2,5% — это на самом деле очень хорошо. Хотя я не очень понимаю, почему



целевым уровнем инфляции для России является именно 4%? Внятного объяснения я нигде не слышал, нигде не читал. Но, если уж инфляция снижена до гораздо более низкого уровня, то, конечно, надо менять цель. И Банку России надо было бы придерживаться в своих комментариях, в словесных интервенциях утверждений о том, что мы действительно хотим иметь по инфляции цель, сопоставимую со значениями инфляции в развитых странах. И более того, мы этого уже добились.

Кстати, похожая ситуация ранее наблюдалась во многих восточноевропейских странах (таких, как Сербия, Польша, Болгария, Румыния), где инфляция в отдельные периоды была ближе к 10%. Но потом она резко, на протяжении 1,5-2-летнего периода, снизилась и вышла на вполне приличные уровни в несколько процентов. Но там центральные банки начали сужать спрэд между инфляцией и ставкой регулятора (это, естественно не относится к странам, входящим в Еврозону, или к тем, у которых курс национальной валюты был жестко привязан к евро), начали снижать реальную процентную ставку, приближая ее к более типичным, более комфортным для экономики уровням, когда инфляция достигает низких уровней. И мы видим, что, в общем-то, эти государства — те же Румыния, Польша, Болгария — показывали в предыдущие 2-3 года весьма высокие темпы экономического роста среди стран Евросоюза.

В России получилось так, что инфляцию снизили, но экономического роста нет. Результат, на мой взгляд, неустойчив, потому что ситуация долговременного экономического роста вряд ли может быть устойчивой для такой большой страны, как Россия. Скорее всего, рано или поздно последуют какие-то изменения.

А еще прошедший год запомнился тем, что ожидания очень резко менялись. Если мы вспомним начало года, середину года и его окончание, то увидим, цена

нефти пошла вниз, опустилась ниже \$50 за баррель, достигала \$45-46 за баррель в летние месяцы. Пошли разговоры о том, что она может снижаться и дальше. А в итоге год закончился практически уже в диапазоне цены 65-70 долларов за баррель.

Эти довольно существенные изменения в динамике цены нефти, похоже, действительно подтверждают тот факт, что рост сланцевой добычи во многом был достигнут на не очень эффективной финансовой основе, потому что у компаний рос долг, на этом фоне бурились скважины, а потом выяснилось, что при пониженных ценах на нефть у этих компаний возникают финансовые проблемы. А когда выяснилось, что среди этого сегмента компаний долг достиг определенного уровня, то такого уж быстрого наращивания добычи, на который все рассчитывали, не происходит.

Тему сланцевой нефти я сейчас не буду подробно покрывать, потому что тут есть еще много неизвестного. Но факт остается фактом: цена нефти уже находится на том уровне, который в середине года никому (по крайней мере, из того круга людей, с кем я общался) вообще и не виделся как реальный, возможный. К чему это привело? Это привело к тому, что российский бюджет практически на протяжении 11 месяцев был практически бездефицитным. Т.е. дефицит был минимальным. Лишь в декабре возник традиционный дефицит в силу традиционного всплеска расходов. В целом же дефицит федерального бюджета по итогам 2017 года должен оказаться существенно меньше того, на который ориентировалось правительство не только в самом начале года, но и в его середине, когда готовились поправки к бюджету и расходы были несколько повышены.

В течение практически всего года дефицит колебался где-то в диапазоне от 200 до 400 млрд рублей. Он составлял 400 с небольшим миллиардов по первому полугодью, потом, когда цена на нефть пошла вверх, он снизился до 200 с чем-то

миллиардов (по итогам января-сентября). Вот на этих уровнях мы практически прошли 11 месяцев (в ноябре дефицит начал немного увеличиваться). Это означает, что, в общем-то, большую часть года денежной эмиссии фактически не было. Объемы рефинансирования банков при таком уровне ставки упали практически до нуля. Это далеко не те 7,5 трлн, которые имели место в конце 2014 года.

И это тоже один из факторов снижения инфляции — отсутствие денежной эмиссии, маленький дефицит бюджета в течение большей части года. Вот за чем надо будет наблюдать в 2018 году, помимо политики Центрального банка, — за тем, как будет исполняться бюджет. На этом я, наверное, пока остановлюсь.

**Ирина Слюсарева.** Возникла развилка. Нужно ли нам сразу перейти к обсуждению возможных драйверов роста? Или прежде обсудим парочку более мелких вопросов? Например, каковы перспективы рынка бондов, насколько рынок бондов может поддержать общую ситуацию на фондовом рынке. И также насколько нужна, и полезна, и возможна амнистия капиталов. Или сразу перейдем на драйверы роста?

**Александр Лосев.** Если говорить о перспективах фондового рынка. Смотрите, все, что говорили коллеги, означает, что у нас нет внутреннего инвестиционного кредита. Он не создан. Потому что любое импортозамещение надо было начинать не с воронежского пармезана или белгородского хамона, а с внутреннего инвестиционного кредита. Потому что у нас вся банковская система работает на поддержание текущей деятельности компаний, на инвестиции идут только 3% от объема всех банковских кредитов. Все остальные инвестиции делают сами компании — либо за счет акционеров, либо за счет прибыли.

Наш Центральный банк делает то же самое, что делал Пол Волкер в 70-х годах в Америке. Для того чтобы начался рост, нужно было, чтобы пришел Рейган, всех разогнал и запустил рейганомикку. Если

в России не будет запущена своя рейганомикка, мы так и будем долго стагнировать... Дальше у нас будет развилка: мы пойдем либо по северокорейскому пути, либо по южнокорейскому.

**Егор Сусин.** Подождите, но Пол Волкер при этом не один год проводил политику снижения инфляции.

**Александр Лосев.** Да, он снизил инфляцию, а толку-то. Но сколько потом критики было, что он, по сути, убил американскую экономику. Ну, зажал он деньги, но ведь это все. Потом потребовался Рейган, потребовалась рейганомикка, потом потребовались инвестиции, потом потребовалась другая политика амортизации, другая денежно-кредитная политика для того, чтобы все это запустить.

**Егор Сусин.** Но для этого нужно было создать базу, какой-то фундамент, который, собственно, и создавал Волкер. Нужно было вернуть доверие, когда инфляция в США была 20%.

**Александр Лосев.** Вопрос возникает: когда мы будем на этом фундаменте хоть что-то строить?

**Егор Сусин.** Мы хотим все, как мне кажется, делать слишком быстро.

**Александр Лосев.** А четверть века прошла. Четверть века, а в правительстве одни и те же люди, в экспертной среде — одни и те же экономисты. Были бы реальные экономисты — была бы экономика. Си Цзиньпин на трибуне ООН говорил: «Там, где не поможет невидимая рука рынка, поможет видимая рука государства». И где у нас эта видимая рука государства?

**Егор Сусин.** В Китае закрытая экономика, там произошла девальвация юаня в 1994-м (насколько я помню) году с 1 до 8 юаней за доллар, там налицо фиксация курса в условиях закрытых рынков, закрытой экономики. Можно пойти по такому пути. Но, мне кажется, мы уже чуть-чуть ушли с этого пути. Потому что это путь внутреннего благосостояния на намного более низких уровнях, чем те, на которых мы находимся сейчас.

**Александр Лосев.** Средняя зарплата ниже в России, чем в Китае уже.



**Егор Сусин.** Чем сейчас в Китае, ударе-ние на слове «сейчас». Но тогда средняя зарплата в Китае была на порядок ниже. И собственно за счет этого — закрыто-сти экономики и монетарной накачки — да, Китай создал определенные условия. **Александр Лосев.** Вот сейчас нас заклю-ют санкциями, мы тоже будем закрытой экономикой...

**Егор Сусин.** Многие говорят, что нас закроют, но приток капитала в этом году говорит о том, что...

**Александр Лосев.** Это приток спекуля-тивного капитала. У нас бум на рынке бондов, потому что высокие положи-тельные реальные процентные ставки. Центральный банк отказывается тарге-тировать реальную процентную ставку, но при этом у нас нет роста экономики. Значит, куда пошли эти деньги?

Посмотрим дальше. Если сейчас санк-ции пойдут по более жесткому иранскому сценарию, весь этот кэри-трейд начнет сворачиваться. А если еще, не дай бог, ФРС начнет повышать ставку, если сработает налоговая реформа Трампа, если амери-канская экономика покажет больший рост, то начнется повышение ставки, и все эти деньги уйдут. И что мы увидим? Отток капитала в 100–200 млрд долларов?

**Егор Сусин.** Мне кажется, сейчас мы говорим о каком-то сферическом коне в вакууме. Инвесторы, заходя в наш рынок, особенно в бондовый рынок, понимая его ликвидность, понимают, что они не смогут из него быстро уйти. Это естественно. Даже в 2014 году с нашего рынка ОФЗ инвесторы вывели 100 млрд рублей. Больше не смогли. И не могут. Инвесторы прекрасно понимают ликвидность нашего рынка. Если они заводят сюда деньги, они понимают эти риски. Сейчас же нет оттока с рынка бондов.

**Александр Лосев.** Может быть все, что угодно, но рынок бондов пока ничего российской экономике не принес. Он принес прибыль иностранным инвесто-рам, он принес прибыль нашим инве-сторам, и он дал возможность крупным

компаниям рефинансировать свои долги, но ничего больше.

**Егор Сусин.** Я структурно вижу эту ситуацию совершенно иначе. В этом году действительно был очень интерес-ный структурный момент, когда бонды с точки зрения привлечения средств активно замещали банковские кредиты. Объем новых облигационных размеще-ний и прирост рынка — это значительно больший объем, чем прирост банковско-го кредита, чего прежде в нашей исто-рии на самом деле, по-моему, даже не происходило.

Это год уникальный, поскольку бон-ды, вследствие сложившейся конъюнк-туры, существенно обогнали банков-ский кредит и даже замещают банки. **Александр Лосев.** Потому что банки не справляются со своей задачей.

**Егор Сусин.** Банки занимают коротко, а размещают длинно. Так вот сейчас была такая конъюнктура, такая кривая обли-гационного рынка, когда длинные заим-ствования были дешевле, чем короткие деньги, и это, безусловно, спровоцирова-ло массовый выход компаний на рынок облигаций. Плюс ряд инфраструктур-ных действий — те же программы бир-жевых облигаций, выход компаний на денежный рынок. Это все очень сильно повышает конкуренцию.

**Валерий Миронов.** На мой взгляд, ры-нок облигаций действительно сыграл в прошлом году весьма позитивную роль, резко увеличились вложения населения и в ОФЗ, и в корпоративные облигации (темпы прироста в два раза выше, чем в предыдущем году).

При этом, несмотря на замедление инвестиционной активности в третьем квартале, очень высокие темпы были в первом и втором квартале. Ну, и в целом за год темпы роста инвестиций, судя по косвенным данным, позволяющим оценить четвертый квартал, были при-личные — около 4–5%, несмотря на то, что такой источник финансирования инвестиций, как балансовая прибыль экономики, снижалась (объемы балансо-

вой прибыли снизились по данным за 10 месяцев примерно на 8–10%). Несмотря на это, инвестиционная активность на-чала умирать только в третьем квартале (по данным со снятой сезонностью). А по размерам прироста год к году она находи-лась на хороших уровнях в течение всего года. При этом четвертый квартал, види-мо, был уже неплох. И серьезную роль в финансировании инвестиций (не только по моим оценкам, но и многих других экспертов) сыграл рынок облигаций.

Российская банковская система на определенное время превращается в вещь в себе. Ее реструктурируют и санируют, и видимо, этот процесс продлится еще год-два. В этих условиях финансовый рынок, очевидно, должен становиться важным драйвером развития в новой модели экономического роста, которая должна способствовать диверсификации отрасле-вого портфеля российской экономики.

По идее, после такой значимой де-вальвации национальной валюты, какая была недавно у нас, как показывает опыт многих девальваций последнего периода, уже должно было бы быть все очень хо-рошо с точки зрения ускоренного роста торгуемых секторов и диверсификации отраслевого портфеля. Но этого в долж-ной мере нет. По сравнению с докризис-ным 2014 годом выросла добыча на 5% и сельское хозяйство на 10%. Остальные сектора, которые на фоне девальвации должны были бы расти, в реальности растут недостаточно быстро, а половина падает — и, прежде всего, в обработке.

Здесь важно понимать, что диверси-фикация, которой нам не хватает, должна быть не насильственной, а идти постепен-но, на рыночных принципах при косвен-ной поддержке государства. При этом, как показывает и опыт, и научные иссле-дования, финансовый рынок в сырьевых экономиках, переходящих к состоянию развитых, на время отсутствия нужного уровня диверсификации реального секто-ра позволяет хеджировать риски бюджета и экономики в целом за счет ускоренного развития именно финансовых механизмов

и создания новых финансовых институтов и инструментов. В наших условиях можно подумать и о создании специализированных инвестиционных банков нового типа (т.н. *narrows banks* в рамках финансовых конгломератов), как это неоднократно предлагалось ранее в других странах, например, в 2014 году, когда экономика США была близка к стагнации и говорили о ее долговременном характере. Это такая модель финансового рынка, в которой инвестиционные банки работают не на основе депозитов населения (так как депозитная деятельность отделяется от инвестиционной в рамках финансовых конгломератов), а действуют как акционерные инвестиционные банки. Доля государства в их капитале составляет не 100%, как в ВЭБе, а только небольшую часть. Эти банки имеют высокие, конечно, риски, поскольку они работают в инвестиционной сфере. Но они, зато, имеют высокую доходность, что позволяет привлечь ориентирующийся на риски иностранный капитал. Он пришел бы даже в условиях санкций. При этом депозитные банки работают по принципу 100%-го резервирования, вкладываясь в облигации (прежде всего государственные), что способствует ускоренному развитию и этого рынка.

Это просто один из примеров того, насколько большое значение может иметь для нас сейчас финансовый рынок. Поэтому я считаю, что ускоренное развитие рынка облигаций в прошлом году — показатель того, что экономика, если ей не мешать, сама указывает будущие драйверы экономического роста. И что структурная политика в условиях сырьевой экономики, в условиях не очень развитого рыночного менталитета должна быть нестандартной, умной и целенаправленной. И ориентирующейся на слабые сигналы, которые дает сам рынок.

Именно такая парадигма действий (а не старая дирижистская) предлагается регулятору в рамках концепции новой структурной экономики.

Именно здесь, на мой взгляд, Россия должна искать тот путь новой эконо-

мической политики, который позволит создать новую эффективную модель сильного и устойчивого экономического роста. Потому что обычная модель экономического роста, которая наблюдается в странах, где произошла девальвация, у нас сейчас не работает — в силу санкций и геополитических трений.

Мы изучили несколько десятков девальваций, которые произошли за последние 20 лет. Как правило, после девальвации происходит значительный приток прямых иностранных инвестиций, доноры которых при создании новых производств в девальвировавшей свою валюту стране используют образующийся выигрш в валютных издержках для работы на экспортных рынках.

У нас же, как мы знаем, прямые иностранные инвестиции сильно упали в 2015 году, в 2016 году чуть-чуть начали восстанавливаться, в этом году еще немного восстановились, но они гораздо ниже того объема в \$69 млрд, который был перед кризисом, по-моему, в 2013 году. Так что модель, обычная для постдевальвационного роста, в России не работает.

**Александр Лосев.** Все прямые иностранные инвестиции в России были сделаны только в несколько секторов — это ТЭК и нефтегаз, торговля и финансы. Технологии нам никто не даст.

Вы анализируете девальвации во всяких мелких странах, но у этих стран нет суверенитета, эти страны никто и звать их никак. Да, им дадут денег, потому что они никто, потому что их правительства будут управляться теми, кто даст деньги. Но нам денег не дадут, нам нужно развивать свои технологии. Без технологического развития мы не сможем изменить модель.

**Егор Сусин.** На самом деле сейчас все страны находятся в поиске своей модели роста, — крупные, по крайней мере. Это и Китай, который дошел до предела своего инвестиционного роста и на данный момент поддерживает существующие темпы роста, но с определенными последствиями в будущем...

**Валерий Миронов.** Есть пример, когда появление в стране проектов с высоким риском и высокой доходностью позволяет преодолеть и санкционное давление. Причем давление-то на Россию сейчас идет только со стороны Запада, а инвесторов много и на Востоке, да и колеблющихся на Западе полно. Нужны высокодоходные и высокорискованные проекты, и тогда санкции не помеха. Вот новые возможные санкции, санкции 2018 года — это вопрос.

**Евгений Гавриленков.** В этом цикле дискуссии я вернусь к рынку бондов, напомнив о неких фундаментальных параметрах. На мой взгляд, этот рынок будет продолжать развиваться, причем ускоренно, и причина этого — не только процентная политика, о которой я говорил чуть ранее, но и сам факт того, что российская банковская система крайне мала по сравнению со, скажем так, стандартами более развитых стран.

Когда мы имеем, с одной стороны, относительно небольшую банковскую систему (неважно, как мы ее меряем — по доле банковских активов в ВВП или по отношению M2 к ВВП) и, с другой стороны, достаточно масштабный корпоративный сектор, начиная от гигантов типа «Газпрома», «Роснефти» и металлургических компаний, с гораздо более масштабными агрегированными балансами, то совершенно понятно, что банковский сектор не сможет удовлетворять их потребности, при существующих ограничениях рисков на одного заемщика. И так было в российской новейшей истории (с 1992 года) всегда.

Сейчас ситуация чуть-чуть улучшилась, а 10–15 лет назад она была гораздо хуже, но тем не менее, все равно активов в банковском секторе мало. Этот процесс улучшения не может быть кратковременным, накопление капитала — это длительный процесс эволюции всей системы.

Хочу напомнить, что 20 лет назад, даже еще 15, практически никаких корпоративных бондов на российском рынке практически не было. Но именно развитие этого

рынка позволило экономике начать замещать недостающие финансовые ресурсы, плюс к этому надо добавить возможность кредитования во внешних юрисдикциях. Потому что крупным компаниям для крупных проектов внутренних ресурсов российской финансовой системы не хватало и нужно было внешнее финансирование.

Сейчас внешнее финансирование так или иначе ограничивается. В этих условиях российский облигационный рынок будет продолжать становиться все более и более востребованным. А дальше все будет зависеть от той процентной политики, о которой я говорил.

Есть и другие интересные рынки — Бразилия, азиатские страны. России, конечно, придется конкурировать с этими рынками, но так или иначе нам есть что предложить. И я думаю, что российский рынок облигаций останется одним из самых востребованных в стране.

**Егор Сусин.** Я хотел бы добавить по облигационному рынку. Российская экономика в следующем году переходит к иному бюджетному правилу. Это означает, что фундаментально курс будет несколько недооценен, что для иностранного инвестора так или иначе создает определенный запас возможностей, некую привлекательность для притока капитала. В следующем году, учитывая новые бюджетное правило, интервенции министерства финансов на валютном рынке будут достаточно большими, и при прочих равных условиях это смещает, по нашим оценкам, курс вверх.

Для иностранного инвестора это создает возможности для входа в облигационные инструменты.

**Евгений Гавриленков.** У меня нет ощущения, что курс рубля очень уж сильно недооценен. Если брать за ориентир курс 30 рублей за доллар, к которому мы привыкли много лет назад (потом в конце 2014–начале 2015 годов он скакнул гораздо выше нынешнего уровня), то надо вспомнить, что до недавнего времени российская инфляция была хронически высокой и накопленная за это время инфляция примерно компен-

сирует движение курса с 30 рублей за доллар до нынешнего уровня. Многое зависит от того, на какой курс рубля мы смотрим — к доллару, к евро или эффективный курс, поскольку валюты других стран тоже двигались. Но, так или иначе, я бы не сказал, что рубль уж очень существенно недооценен, и это, возможно, будет ограничивать аппетит иностранных инвесторов.

И я думаю, что у ряда инвесторов есть опасения, что рубль здесь может не устоять при другом, более низком, уровне цены на нефть.

**Егор Сусин.** Я чуть-чуть о другом говорил. Да, текущий курс, в принципе, мне кажется, сбалансирован. Мало того, 2017 год отличался тем, что курс вообще практически не колебался, он находился в очень узком диапазоне, несмотря на то, что цены на нефть и падали до 45, долларов за барель и росли до 65. Но при новом бюджетном правиле примерно на каждое изменение цены на нефть на 1 доллар министерство финансов будет покупать 2,4 млрд на рынке. Это означает, что фактически курс все-таки будет смещен вверх, то есть рубль будет немного слабее, с одной стороны. Вторая сторона бюджетного правила заключается в том, что министерство финансов, в зависимости от значения курса, будет, в общем-то, регулировать объем заимствований. Фактически это будет несколько выравнивать кривую ставок, особенно дальний конец кривой ставок. То есть ставки будут менее волатильны, а курс будет достаточно слабо волатилен по отношению к цене нефти при таких покупках, просто потому что большая часть нефтяной выручки будет выкупаться министерством финансов.

По нашим оценкам, примерно на каждый рост цены нефти на 1 доллар по платежному балансу приходит в чистом виде примерно 3,5 млрд. И из них примерно 2,4 будет выкупать министерство финансов. То есть, приток валюты в страну будет очень сильно сглаживаться. А если цена на нефть падает, то, соответ-

ственно, министерство финансов будет сокращать эти покупки.

**Александр Лосев.** Мы не знаем, как будет работать закон о санкциях, который на самом деле носит название «закон о противодействии врагам Америки посредством санкций».

**Ирина Слюсарева.** Когда появится текст закона, мы второй «круглый стол» соберем и обсудим.

**Александр Лосев.** Может, Минфин и будет покупать валюту. Но поймите, что объем кэрри-трейда в мире 10 трлн долларов. Мы не знаем точно, как много здесь средств валютных спекулянтов и какие у нас будут риски уже через месяц.

**Евгений Гавриленков.** Я хочу напомнить, что на самом деле разные версии бюджетных правил, которые вводились в предыдущие годы и которые сейчас будут введены, в принципе неработоспособны в долгосрочном плане. Они могут работать на протяжении определенного промежутка времени, но в длительной перспективе они неработоспособны, потому что это относительно простые формулы, и они в принципе не способны предсказать все...

**Егор Сусин.** Они создают структурные риски, вот здесь я согласен.

**Евгений Гавриленков.** ...да, я сейчас договариваюсь. Поэтому даже если мы говорим о покупках валюты, которые обещал Минфин, то у Минфина должны быть какие-то рубли. Если у Минфина нет профицита, уже возникает вопрос, откуда он будет брать деньги. Значит, он должен занимать на внутреннем рынке. С тем, чтобы на эти деньги купить валюту и вывести ее из системы. То есть получается масштабное искажение всего финансового рынка. Поэтому ситуация, на мой взгляд, не столь понятна, тут очень много неопределенных параметров. Я бы пока...

**Александр Лосев.** То же самое я говорил год назад: когда у Минфина дефицит, это значит, что те рубли, которые он потратит на покупку долларов, он должен занять. Значит, будет просто новая

эмиссия ОФЗ. Если ОФЗ будет слишком много, значит, будут расти ставки.

**Ирина Слюсарева.** Я предлагаю плавно перейти к последнему намеченному для обсуждения вопросу. Какие меры вы считали бы первостепенно важными для попыток запустить экономический рост, его ускорить? И какие основные риски могут реализоваться в наступившем 2018 году?

**Валерий Миронов.** Если говорить о мерах, которые должны быть предприняты для оживления экономического роста, то тут нужно хорошо понимать, что их можно разделить на две категории. Есть меры, которые поддерживают рост, и есть меры, которые его инициируют или, так сказать, зажигают.

Меры, которые поддерживают рост, как правило, более-менее одинаковы для всех экономик — это улучшение институтов, вложения в человеческий капитал, вложения в образование. Человеческий капитал, инфраструктура, образование — это крайне важные меры, но они дают отдачу часто далеко не сразу, а со значительным зачастую лагом.

А меры, которые инициируют рост прямо сейчас, — они в каждой конкретной ситуации очень разные. И в каждой стране они тоже могут быть разными. Здесь нужна интерактивная система диагностики роста, комплексная система, которая позволяет выдавать своего рода диагноз и план лечения (или поддержания здоровья) экономики каждый квартал или даже каждый месяц, по мере обновления экономической информации. Такого рода системы «growth diagnostics» имеются в других странах. Используя научно-обоснованную признанную методологию, ее целесообразно создать и в России. Такая система, модельно-теоретически и эмпирически привязанная к особенностям места и времени, при желании может быть создана весьма оперативно, мы хотим в этом году получить финансирование на ее создание, но пока оно задерживается в силу секвестра бюджета.



Но, тем не менее, если даже работать без этой системы, а просто ориентироваться, например, на те же самые опросы Росстата и смотреть на те факторы, которые ограничивают рост более сильно в этом году по сравнению с предыдущим годом, то можно уже идентифицировать определенные направления поддержки роста. Это, прежде всего, для обрабатывающей промышленности недостаток квалифицированных кадров. Значит, должна быть запущена система переобучения кадров, система переезда работников из одного региона в другой вместе с семьями, создание рынка съемного жилья, переквалификация членов семей. Плюс, при идентификации ограничений для роста должна учитываться выросшая стоимость кредитных денег, о чем говорят те же опросы. Вот опять же здесь говорилось, что вроде бы ЦБ снижает процентную ставку, но в реальном выражении предприятия этого не ощущают в силу того, что в реальном выражении ставка может и не снижаться.

Правда, я не совсем согласен, когда мы сопоставляем процентную ставку, допустим, с инфляцией, потому что все-таки реальную процентную ставку можно по-разному считать: можно сопоставлять ее с инфляцией, а можно сопоставлять ее с инфляционными ожиданиями.

В целом, предприятия обрабатывающей промышленности реально ощущают, что в прошлом году по сравнению с 2016 годом произошло ухудшение по 8 индикаторам из 10, ограничивающим экономический рост. За неимением пока комплексной системы диагностики роста, при выработке экономической политики идти можно именно по этому спектру, который идентифицирует конкретные ограничения. Опросы Росстата, например, показывают, что на экономический рост очень сильно и негативно влияет ситуация неопределенности. Есть целая система мер, которые позволяют неопределенность, с одной стороны, уменьшать, а, с другой стороны, использовать как стимул для роста.

**Ирина Слюсарева.** Уменьшать ее каким образом можно?

**Валерий Миронов.** Тут надо хорошо подумать и посчитать, но если навскидку что-то предложить, то, во-первых, наверное, все-таки нужно принять как можно скорее долгосрочный прогноз и долгосрочную стратегию развития экономики. Принять решение о том, какая именно программа будет принята — Титова ли, Кудрина ли или, скорее всего, их симбиоз. Что, наверное, было бы наиболее правильно, если говорить о факторах, которые, с одной стороны, поддерживают экономический рост (это скорее программа Кудрина), и тех факторов, которые зажигают рост (это скорее программа Титова). Эти программы противопоставляют. А вот я вижу, как эти программы можно соединить.

И мы хотим это сделать, но у меня пока тоже нет финансирования на такой проект, к сожалению.

**Ирина Слюсарева.** Просьба к присутствующим журналистам поддерживать эту важную тему по мере сил и возможностей.

**Валерий Миронов.** Ну и, соответственно, есть и другие опросы. Например, опросы Всемирного экономического форума показывают следующее: несмотря на то, что борьба с коррупцией ушла с первого плана, она остается одним из основных факторов, который влияет, как это ни странно, на текущую ситуацию и ограничивает экономический рост. И требуется, очевидно, система не разовых эффективных шагов, а какая-то более фундированная антикоррупционная система, которая позволила бы бизнесу и вообще населению воспринимать все программы правительства более позитивно.

Потому что проблемы, связанные с социальной справедливостью, очень сильно влияют на настроения, прежде всего. А именно позитивные настроения позволяют переломить ситуацию неопределенности, если даже она и существует. Нужно нащупать то, что позволит воодушевить массы, как говорится.

**Егор Сусин.** Давайте обсудим это после февраля.

**Валерий Миронов.** Да. Нужна интерактивная система, которая позволит постоянно тонко настраивать меры экономической политики на поддержку экономического роста — с учетом специфики отдельных секторов, с учетом ситуации в отдельных секторах, и с учетом того, что в нашей экономике многих секторов вообще не хватает.

Вот если взять методики ЮНИДО, которые оценивают структуру, допустим, обрабатывающей промышленности, нормальную структуру для страны с учетом обеспеченности природными ресурсами, с учетом размеров территории, с учетом подушевого ВВП (это научно обоснованные методики), то они показывают, что доля обработки в нашей экономике занижена сейчас примерно в 1,5 раза. То есть, мы можем обрабатывающей промышленности, точнее Минпромторгу по идее, вменить такой таргет. Причем в разбивке по разным подсекторам. Это может стать ориентиром для выработки мер структурной экономической политики.

ЦБ говорит, что мы не можем, допустим, снижать процентную ставку, и оперирует терминами реальной процентной ставки (относительно инфляции или относительно инфляционных ожиданий — это второй вопрос). При этом он говорит, что мы не можем сейчас снижать процентную ставку, потому что имеет место полная загрузка мощностей и при снижении будет инфляция. Так если учесть, что у нас каких-то секторов вообще нет, то нет полной загрузки мощностей, она, наоборот, очень низкая.

Другой вопрос, что параллельно со снижением процентной ставки должны быть приняты такие меры, которые позволят капиталу быстро перетечь туда, куда надо. И быстро, в течение полугода-года, построить необходимые объекты за счет более доступных денег... То есть должна быть координация политики Центрального банка и политики, допустим, Минпромторга или



Минэкономразвития, позволяющая быстро осуществлять переток капитала, переток трудовых ресурсов в нужные сектора, которые получают финансирование. Здесь стандартными мерами, которые свойственны развитым экономикам, не обойтись.

Если говорить о рисках, то риски у нас — падение цен на нефть, если будет шок спроса и шок предложения: допустим, резко увеличится производство нефти за счет, например, Ливии... **Александр Лосев.** Не увеличится, у них денег нет, чтобы добычу увеличить. **Валерий Миронов.** Ну, это гипотетически можно обсуждать. Или, допустим, за счет замедления мировой экономики произойдет снижение спроса на нефть. А почему может произойти замедление мировой экономики? Потому что она по-прежнему имеет высокий уровень долговой нагрузки. В развивающихся экономиках уровень долговой нагрузки на нефинансовый сектор (имеется в виду суммарной долговой нагрузки, за счет облигаций, кредитов предприятий и кредитов населению) вырос за последние пять лет на 50% — до примерно 200%. В развитых странах он находится на еще более высоком уровне, примерно 260% к ВВП, то есть не ниже, чем перед кризисом 2007-2008 годов, даже выше. И нужно понимать, что при этом в ряде стран кредитная активность, кредитный цикл находится на затухающей фазе, выше долгосрочного тренда. И в какой-то момент экономика в ряде стран может замедлиться, а на фоне высокой долговой нагрузки даже схлопнуться.

**Егор Сусин.** Ну, кстати, американская экономика, простой пример: в этом году темпы роста банковского кредитования упали в несколько раз...

**Валерий Миронов.** Во многих странах сейчас наблюдается бум на рынке недвижимости, во многих крупных городах порядка 50 стран. Это тоже может повлиять на всю мировую экономику, если она будет схлопываться в зонах риска. И вот тогда возникает риск падения цен на нефть за

счет одновременного негативного воздействия факторов и спроса, и предложения.

Говоря о долговой нагрузке российских компаний, следует иметь в виду, что если брать суммарную долговую нагрузку, например, на нефтегазовый сектор, то она, если учитывать рублевую выручку и рублевый долг, вроде бы невысокая, по-моему, 0,4 — по нефтегазу. Но если брать валютную задолженность к валютной выручке, то это уже 0,6, и это выше, чем у конкурентов, например. Если говорить о нефтехимии, то у нас вообще валютная нагрузка 1,5, что гораздо выше безопасных уровней. Если брать металлургию, то нагрузка на уровне единицы, что тоже высоковато. То есть вроде бы у нас низкий валютный долг, если говорить о государстве, но если брать корпоративный сектор, то он там, может быть, выше среднего, что не может не тревожить.

Это достаточно опасная ситуация, учитывая, что мы зависим от цен на нефть, которые могут легко упасть.

Ну, и еще я бы сказал, наверное, все-таки о рисках, связанных с тем, что давление на рубль в 2018 году может усилиться. В том числе, и потому, что приток нерезидентов в ОФЗ, приносящий валюту, который был заметным и в прошлом году, и в предыдущем году, на фоне президентских выборов, новой санкционной угрозы, неопределенности и формирования правительства может на время вообще остановиться. И эта пауза вкупе со всеми другими факторами (перманентно растущий спрос на валюту со стороны населения, возможное сжатие счета текущих операций из-за опережающего роста импорта по сравнению с экспортом и т.д.) может оказать давление на валютный рынок. Это третий риск. **Александр Лосев.** Для того чтобы у нас был рост, сначала нужно сформулировать национальную идею. На мой взгляд, национальная идея России — это суверенитет и развитие. Суверенитет — это независимость государства во внешней политике и независимость государства

во внутренних делах. Развитие — это развитие экономики, развитие территорий, развитие того самого человеческого капитала, о котором коллега говорил. Но дальше должны быть сформулированы стратегии, которые до сих пор не сформулированы никем за 25 лет. За 10 лет, с 2005 по 2015 год, нефтяные компании заработали 3,2 трлн долларов, из них 2,6 трлн они держат за границей... У нас весь национальный доход накапливается в экспортном секторе в долларах и там же остается, он не работает здесь.

И наш Центральный банк, такой крутой и независимый... Мандат Конгресса у ФРС — отвечать за инфляцию, за рынок труда и за экономический рост. Центральный банк в России ни за что это не отвечает. Либо он должен быть подчинен Минфину, либо он должен все-таки за что-то отвечать тоже. В том числе и за экономический рост. А не просто зажимать денежную массу, потому что мы с инфляцией боремся.

Для предприятий сравнивать реальную ставку и инфляцию бесполезно, потому что предприятия не живут в потребительской инфляции, у них огромная регуляторная нагрузка, у них тарифы, у них коррупционные налоги, у них не хватает инфраструктуры, которую государство должно им построить, а государство не строит. И пока не будет сформулирована серьезная национальная стратегия развития, пока мы не скажем, как будем делать реиндустриализацию экономики, как будем создавать технологии... Потому что одно рабочее место в обрабатывающей промышленности создает вокруг от 5 до 8 рабочих мест.

**Ирина Слюсарева.** Егор?

**Егор Сусин.** С моей точки зрения, собственно, следует не деньги давать, а создавать возможности. Это некая фундаментальная составляющая, которая мне кажется значительно более правильной. И опыт многих стран показывает, что нужно создавать именно возможности. Поэтому в целом, конечно, мне намного более близка первая точка зрения. Мы



действительно находимся сейчас в ситуации, когда есть какая-то очень приземленная тактика, но нет стратегии и нет понимания, куда развиваться. Потому что есть инструменты, которые обеспечивают долгосрочный рост, выстраивают некий фундамент, — а есть инструменты, которые необходимы для поддержания текущего роста и активизации этого роста. И вот, в условиях, когда возможности ограничены (а они, безусловно, ограничены) нужно найти баланс между текущим ростом и перспективой. Потому что в любом случае, вкладываясь в перспективу, мы отказываемся от текущего уровня благополучия или от экономического роста. Вкладываясь же в текущий уровень благополучия и раскручивая рост, мы частично отказываемся от перспективы, которую могли бы сформировать более интенсивной и долгосрочной инвестиционной повесткой. И неважно, с чем это связано, — с образованием, с медициной...

Это, безусловно, очень важно, но это очень долгосрочная история. И вот надо найти этот баланс...

Сейчас идет очень активное обсуждение целей экономической политики, куда мы вообще собираемся идти. И вот, мне кажется, пока этот баланс никак не находится, потому что есть полярные точки зрения, есть разные группы интересов и разные взгляды. Но по хорошему для нас важно найти как раз вот этот баланс между краткосрочным благополучием, текущим экономическим ростом и некой долгосрочной перспективой.

И в этой конструкции, с моей точки зрения, не надо, чтобы Центральный банк занимался экономическим ростом, а все-таки надо немного разделить функции. Любые меры стимулирования для поддержки экономики или создания позитивной инвестиционной среды, в принципе, во многих странах нормально структурируются — в нашей структуре это должно происходить через действия министерства финансов, министерства

экономического развития. Именно здесь ситуация должна развиваться. Если мы хотим напечатать деньги и вложить в конкретную сферу (государство решит, куда вкладывать и как) — это не совсем, с моей точки зрения, правильная конструкция. Да, для быстрого текущего роста можно это сделать, но долгосрочно это создаст определенные проблемы. Поэтому каждый должен заниматься своим делом. Центральный банк должен пытаться обеспечить доверие, по сути, к национальной валюте, к ее устойчивости. Потому что инфляция — это не что иное, как доверие к деньгам и ценность денег. У нас этого доверия сейчас нет, за четверть века оно не сформировалось. И если мы не будем это делать, если мы все время будем отходить от этой линии, то мы его и не сформируем.

**Ирина Слюсарева.** Безусловно.

**Егор Сусин.** Поэтому пусть Центральный банк занимается своими задачами, и пусть он их лучше объясняет рынку и экономике. А Минэкономразвития и Министерство финансов должны заниматься, соответственно, экономическим развитием и формированием некоей повестки развития. Мне кажется, эти вещи все-таки нужно разделить, потому что есть огромное количество структурируемых инструментов, которыми Центральный банк может финансировать развитие, не создавая избыточного инфляционного фона.

Да даже если просто взять конструкцию нашей пенсионной системы, то по-хорошему баллы и прочее — это все в ряде стран просто трансформируется в нерыночный государственный долг. Мы всегда боимся показать этот долг, поэтому начинаем очень интенсивно искать пути, как бы этого долга формально не нарисовать. Но по-хорошему долгосрочный долг вполне может быть нерыночным, и обязательства могут быть государственными и нерыночными, на особых условиях.

Государство должно создавать возможности, а не бизнесы. Мне кажется,

это ключевой момент. Оно не должно финансировать эти бизнесы как акционер, оно должно создавать возможности для привлечения денег и финансирования бизнесов, для их развития. Неважно, какие возможности — налоговые льготы, налоговые вычеты... В мире самый эффективный инструмент, по-моему, — это налоговые вычеты, которые применяются во многих развитых странах. У нас много говорят о субсидировании: дайте денег, дайте... Но по-хорошему-то большинство стран пошло по пути налоговых вычетов, потому что налоговый вычет идет из прибыли, и компании заинтересованы делать прибыль, а не просто взять освоить льготы и неплохо жить. Вот этот момент очень важен.

И сейчас, для того чтобы запустить экономический рост, очень важно найти баланс между краткосрочными потребностями перспективами. Можно как угодно относиться к тому, что было до 2008 года, но фактически мы, получая огромную выручку, в общем-то, ее тратили. Мы выбрали путь...

**Ирина Слюсарева.** ...проедания.

**Егор Сусин.** Проедания. Путь наращивания инвестиций, стимулирования инвестиций был бы намного менее благополучен в экономике с точки зрения общества. Сейчас и здесь мы бы, безусловно, видели худшую экономическую ситуацию. Но, как опыт показывает, нам нужна менее консервативная повестка в этом плане. Все-таки определенные ресурсы нужно направлять на стимулирование инвестиций, на поддержку инвестиций, — в общем, на структурирование нормального качественного инвестиционного процесса. У нас столько неэффективности в экономике, что только за счет ее снижения мы можем немного поддержать текущую ситуацию при текущем экономическом росте, в это тоже нужно направлять ресурсы.

Нам нужна нормальная стратегия, нормальное понимание баланса краткосрочных и долгосрочных целей и тогда

можно будет идти к чему-то. Кстати, я не согласен с негативными оценками работы экономического и финансового блока, потому что они очень хорошо решают текущие проблемы. Когда все плохо, то находятся и инструменты, и решение. В иной ситуации последствия такого падения цен на нефть с точки зрения экономического роста были бы намного более негативными. Большинство прогнозов 2015-2016 годов ожидали, в общем-то, совершенно иной ситуации.

**Ирина Слюсарева.** Да, предсказывали катастрофу.

**Егор Сусин.** Мне кажется, очень хорошо сработал и финансовый блок, и Центральный банк в этой ситуации.

**Валерий Миронов.** Действительно, перед кризисом разрабатывались экономические модели российской экономики, построенные на основе теории «голландской болезни», где, в числе прочего, выявлялась эластичность ВВП к падению цен на нефть или к их росту. В принципе падение цен на нефть в сырьевой экономике, с одной стороны, негативно влияет на спрос, а с другой стороны, позитивно влияет на ценовую конкурентоспособность за счет снижения курса. И в рамках этих моделей было показано, что эластичность при падении цен на нефть на 10 долларов за баррель составляет 1,5% ВВП. Но кумулятивное падение ВВП за 2015-2016 годы было гораздо меньше, чем этого можно было бы ожидать при наблюдающемся падении цен на нефть. И это, с одной стороны, позволяет хвалить, как это сделал Егор, правительство, а, с другой стороны, позволяет опасаться второй волны кризиса, который может реализоваться по принципу отскока с последующим новым падением, то есть со второй волной рецессии. Ситуацию поэтому нужно тщательно мониторить.

**Егор Сусин.** Тут больше надо опасаться долгосрочной стагнации.

**Ирина Слюсарева.** Давайте дадим слово Евгению Гавриленкову.

**Евгений Гавриленков.** На мой взгляд, основные риски — это отсутствие толерантности, которое мы здесь наблюдаем. Оно типично для нашего общества, в разные эпохи чуть больше, чуть меньше, но эта нетерпимость, к сожалению, никуда не делась.

Хочу напомнить, может, не относящуюся к нашему обсуждению историю. В 1905–1915 годах были опубликованы две основополагающие работы Эйнштейна. Я имею в виду общую и специальную теории относительности. Человечество поняло, что пространство и время — это единое целое, что пространство искривляется под действием массы и энергии. Эти работы стимулировали дальнейшие исследования, в частности, в Копенгагенской школе с Нильсом Бором как ее лидером того времени. Работы Эйнштейна дали импульс для развития физики, стала развиваться квантовая механика. Появился принцип неопределенности Гейзенберга. Оказалось, что мир можно представить не только как некую «непрерывную» субстанцию, но как совокупность неких объектов конечной размерности, квантов. Т.е. поле, допустим электромагнитное, неразрывно связано с квантовой механикой. И, может быть, не все помнят, что на самом деле продолжателем этой попытки связать кванты с полями — точнее, с гравитационным полем, с гравитацией, был человек по имени Матвей Бронштейн, который был другом Льва Ландау...

**Ирина Слюсарева.** Зять Корнея Чуковского, был женат на Лидии Корнеевне, верно?

**Евгений Гавриленков.** Да-да. Но известен он более не этим. Он первый вышел с идеей о том, что постоянную Планка, гравитационную постоянную Ньютона и скорость света Эйнштейна можно связать в единую формулу. Он пришел к выводу о том, что пространство не может быть разделено до бесконечности — должен быть элемент пространства, который дальше делить невозможно. Можно считать его родоначальником

теории квантовой гравитации. Две короткие работы, излагающие эти идеи, он написал в 30-х годах. А в 1938 году его расстреляли. Человеку было 30 лет. По-моему, это случилось 18 февраля. Вот такую дату мы в этом году отмечаем. Россия, в общем-то, потеряла лидера, потенциальный приоритет в этой сфере. Это цена отсутствия толерантности.

Что касается способов запуска экономического роста. У России есть одна большая проблема, связанная с тем, что в масштабах мировой экономики Россия — все-таки маленькая страна. И когда эта некрупная экономика глобализировалась (можно по-разному относиться к тому, хорошо это или плохо), то конкурировать везде и во всем ей очень сложно. Поэтому, конечно, надо встраиваться в какие-то производственные цепочки, находить свои ниши, торговых партнеров — производить абсолютно все невозможно и неэффективно. Санкции этому будут мешать, они уже мешают, но тем не менее, надо не замыкаться в своем мире и не пытаться все «импортозаместить». Я не вижу, как можно развиваться устойчиво в долгосрочном плане, будучи так или иначе изолированными.

Поэтому следующий риск, который, я думаю, будет присутствовать не только в этом году, но и в последующие годы, — это угроза изоляции. Я, естественно, не говорю, что мы будем изолированы, но некая угроза изоляции есть. И надо смотреть, как ее обходить, как находить точки соприкосновения с любым бизнесом, — с каким только угодно, который будет заинтересован в сотрудничестве. Потому что одна из проблем, связанных с малостью российской экономики и с малыми объемами рынка, это то, что если возникает какой-то инновационный продукт, то компании, которая его создаст, очень сложно сделать этот продукт прибыльным сразу в короткое время, если внутренний рынок мал. Российский рынок мал, надо выходить на глобальные рынки. И ежели будут в России появляться какие-то новые идеи, про-

дукты, компании, люди, — то им должна быть оказана всяческая поддержка для того, чтобы помочь выйти на глобальные рынки. Должна быть оказана любая поддержка — экспортные агентства, финансовые меры, что угодно. Любые меры, помогающие так или иначе выходить на внешние рынки. Потому что относительно малые масштабы нашего внутреннего рынка — это тоже один из факторов, который будет так или иначе ограничивать динамику экономического роста за счет внутренних факторов.

Влияют на рост и макроэкономические факторы. Высокие процентные ставки по кредитам (которые мы уже обсуждали) — это тоже один из ограничителей роста.

Почему я это говорю? Потому что не вижу различий между теми продуктами и услугами, которые производятся для нашего рынка и которые должны выходить на внешний рынок. Импортозамещение — да, оно помогло 1-2-3 года назад занять какие-то ниши. Но эти товары уже заменили, дальше делать в этом сегменте уже нечего. Значит, надо продолжать искать какие-то точки на внешних рынках. Это делается, это где-то получается, но пока в очень ограниченных объемах. Отсюда и рост у нас не самый высокий.

Ну, и следующая тема, которая тоже крайне важна. Она важна не только для нас, но, как Трамп признавал, и для Америки, и для ряда других стран тоже, — это инфраструктура. У нас инфраструктура не самая хорошая, а страна большая. И здесь тоже очень много проблем, скажем, логистических: отсутствие авиационных региональных перевозок, например... Если раньше были какие-то локальные аэропорты, аэродромы, дороги, то сейчас этого во многих регионах порой нет. Поэтому полезны любые продуманные действия со стороны государства и региональных властей по развитию инфраструктуры там, где есть потенциально возможные очаги развития... Скажем, вот построили в обход Украины ветку железной дороги. Вполне возможно, что теперь появятся

какие-то очаги роста в местных населенных пунктах вдоль этой трассы. Вот такие продуманные инфраструктурные проекты, которые государство могло бы в совокупности с местными властями продумать и организовать, — это тоже могло бы поддержать в долгосрочном плане экономический рост.

Ну и, конечно, то, о чем уже говорилось, — процентные ставки. Риски, возникающие при такой ключевой ставке, при такой ставке по потребительским кредитам, по корпоративным кредитам, — это не та среда, в которой экономика может устойчиво расти высокими темпами. Поэтому, когда я сравниваю ключевую ставку (или любую другую ставку в реальном выражении) при высокой инфляции и при низкой, я не просто сравниваю ее с инфляцией, а сравниваю ее с той динамикой, с какой растут номинальные доходы экономических агентов. Если темпы роста экономики около нуля, если инфляция низкая, то, соответственно, в среднем по экономике номинальные доходы экономических агентов, балансы компаний расширяются довольно медленно. Поэтому высокая ставка гораздо более болезненна для этих экономических агентов, чем, скажем, та же высокая ставка при гораздо более высокой инфляции.

Такого рода вещи тоже должны быть приведены в порядок, потому что это риск для экономики.

Как мы сейчас видим, опять медленно начинает расти потребительское кредитование. Но ставка все еще очень высока — при таком уровне инфляции и таких темпах роста номинальных доходов населения. Т.е. опять могут возникнуть повышенные долговые риски, как мы это уже наблюдали несколько лет назад.

Ну, и самый последний комментарий на тему, какова должна быть цель по инфляции. То есть то, с чего мы начали, уровень инфляции 4%. Почему именно 4%, никто не доказал.

**Егор Сусин.** На самом деле, почему инфляция должна быть 2%, тоже никто не

доказал. В Федрезерве уже идут споры, а не повысить ли этот уровень. Есть и такие страны.

**Евгений Гавриленков.** Есть такие, да-да. Но хочу предложить просто не привязываться к каким-то конкретным цифрам, не абсолютизировать цифру. На самом деле для долгосрочного развития экономики принципиально важно, чтобы темпы инфляции были по крайней мере сопоставимы с темпами экономического роста. А еще лучше, чтоб они были ниже. Тогда номинальный ВВП будет в существенно большей степени увеличиваться за счет реального роста, а не за счет инфляционной накачки.

Это отдельная тема, ее можно долго раскрывать. Но понятно, что финансовые диспропорции есть и они повышаются тогда, когда экономика не растет, а инфляция высокая. Поэтому инфляция 2%, о которой заботятся мировые центральные банки, — это такая традиционная, привычная среда, когда экономика тоже растет темпами два с чем-то процента, и можно зафиксировать 2-процентный уровень инфляции как долгосрочную цель. То есть здесь есть хоть какое-то рациональное объяснение.

А почему в России поставлена цель достичь 4% значения инфляции, когда мы не собираемся расти? Это означает, что мы заранее обрекаем себя на постепенное накопление очередных финансовых дисбалансов.

**Егор Сусин.** Что можно сказать по поводу инфляции 4% или 2%. Все-таки структура нашей экономики такова, и уровень конкуренции в экономике таков, и уровень консолидации экономики таков (да еще плюс нефтяная зависимость), что все это не позволяет Центральному банку взять на себя ответственность за инфляцию в 2%. Инфляция в 4% — это одно дело, а вот 2%... Давайте смотреть объективно по мировым историям:  $4\% \pm 0,2$  — это для Центрального банка более-менее достижимый уровень инфляции. А вот  $2\% \pm 0,1$  при той структуре экономики, кото-

рая у нас есть, — это намного сложнее достижимый уровень в целом.

**Александр Лосев.** Для того чтобы был долгосрочный экономический рост, необходимо сосредоточиться на нескольких ключевых технологиях, которые будут востребованы всем миром на протяжении следующих 50 или 100 лет. Это ядерная энергетика, это аэрокосмические технологии, это создание новых материалов с новыми свойствами.

То есть мы можем найти ниши и в них развиваться. А рассуждения о том, какая должна быть инфляция... Американские политологи доказали, что, когда одна страна-гегемон достигает экономического могущества, то дальше она стремится к могуществу политическому. Поэтому все либералы во всех странах, во всех парламентах, во всех обществах в других странах волей или неволей, осознанно или неосознанно, за деньги или просто так, служат интересам иностранного гегемона. Это доказано американскими политологами. Поэтому никаких либералов в российском правительстве быть не должно вообще никогда. Должно быть национально ориентированное правительство.

**Евгений Гавриленков.** Я хочу напомнить, что мы не на политическом митинге. Для завершения просто хотел бы предложить политически нейтральную, но конструктивную идею. Если уж вернуться к теме инфляции, то для того, чтобы ее правильно оценивать и строить какие-то аналитические конструкции, Росстату сейчас (когда инфляция уже снизилась до уровней в 2,5%) пора начать публиковать инфляцию с двумя, как минимум, точками после запятой. Потому как накопление ошибок при этих уровнях становится уже очень значимым. □