

# Вопросы о масштабах

В рамках ежегодной конференции «Российский фондовый рынок 2019» состоялась сессия «Экономика и рынки. Сценарии 2019»

Фотографии Максим Стулов, Павел Перов

Участники: Олег Вьюгин (председатель Совета директоров НАУФОР, председатель наблюдательного совета ПАО Московская Биржа); Евгений Гавриленков (партнер компании «GKEM Analytica»); Наталия Орлова (главный экономист АО «АЛЬФА-БАНК»); Ксения Юдаева (первый заместитель Председателя Банка России).

Модератор: Ярослав Лисоволик (начальник аналитического подразделения Sberbank CIB).

**Ярослав Лисоволик.** Коллеги, предлагаю начинать нашу последнюю сессию этого дня, посвященную макроэкономике. И, наверное, начну с того, что скажу: нам выпало большое счастье наблюдать за мировой экономикой, анализировать ее, инвестировать в мировые финансовые рынки в уникальных для мировой экономики условиях. Связано это с тем, что мы видим, как ведущие державы мировой экономики радикально меняют курс своей экономической политики. Если говорить о США, то это пересмотры региональных экономических соглашений (в частности, НАФТА), это пересмотры двусторонних соглашений. Все это существен-

но сказывается на финансовых рынках. Наверное, вряд ли можно вспомнить период, когда торговая политика в такой степени была одним из ключевых факторов динамики финансовых фондовых рынков.

С точки зрения экономической теории, наверное, можно сказать, что мы в какой-то степени отброшены в XIX век. Вместо извечных баталий между монетаристами и кейнсианцами на первый план выходит теория протекционизма Фридриха Листа, одного из главных теоретиков этого направления. Трамп, наверное, не знает, кто такой Фридрих Лист, он, конечно, больше практик, чем теоретик. Но, видимо, он реализует ту политику, которая с его точки зрения отвечает национальным интересам США. А сейчас в мировых отношениях новая парадигма — политика национальных интересов. И на тему протекционизма, конечно, накладывается фактор геополитики, который существенно повышает степень неопределенности на мировых финансовых рынках.

Если анализировать внутриэкономическую ситуацию, то там тоже все достаточно слож-



но: существенное замедление ВВП в первом квартале, динамика реальных доходов населения за последние годы чрезвычайно негативна. Есть желание активизировать экономический рост, правительство говорит о том, что в первую очередь это должно происходить за счет инвестиций, много говорят о национальных проектах в последнее время. Станет ли это существенным фактором ускорения экономического роста? Наряду с другими вопросами (и по мировой экономике, и по внутриэкономической ситуации) мы сегодня это вместе с вами обсудим.

Первое слово я хотел бы предоставить Ксении Юдаевой и обратиться к ней с вопросом: каким образом она

видит текущие макроэкономические риски и что они означают для финансовых рынков, для банковского сектора? Пожалуйста, Ксения Валентиновна. **Ксения Юдаева.** Спасибо большое за вопрос. Мы действительно в последнее время уделяем достаточно много внимания внешним рынкам. И я бы хотела начать с того, что дабы обострить ситуацию, поспорить с Ярославом. Он говорит, что никогда такого не было, хочется добавить: «И вот опять». Поскольку что мы сейчас наблюдаем? Наблюдаем то, чего действительно достаточно давно не было: процесс, когда экономический вес переходит от одной страны к другой. Последние примерно чуть меньше ста лет центральной страной мира были

Соединенные Штаты; еще больший период экономическим тяжеловесом был североатлантический регион, который сейчас называется «странами Запада». Мы живем в переходную эпоху, когда все сдвигается в Евразию и вообще в Азию, в Китай.

Если посмотреть на тот самый протекционизм, о котором вы сейчас сказали, то он начался с тезиса (трудно обосновываемого в понятиях макроэкономики), что у США большой дефицит торгового счета и следует его сократить, что-то придумать в этой сфере. А сейчас основной спор перетек уже в сферу защиты прав интеллектуальной собственности. Изначально американский бизнес не очень поддерживал эту

политику, а сейчас мы практически каждый день слышим очередное заявление о ее поддержке. Я бы на этот тренд смотрела как на долгосрочный. Если это редуцировать на Россию, на российские финансовые рынки, то все упрощается. Понятно, что это вызывает существенную волатильность, повышает и рыночные, и валютные, и процентные риски на глобальных рынках. И глобальные риски, так или иначе, транслируются на наш рынок.

Есть несколько других факторов геополитического и геоэкономического характера, которые эту ситуацию если и не усиливают, то не упрощают. Во-первых, точка экономического цикла, в которой мы сейчас находимся: все-таки уже девять лет подъема. Можно сколько угодно обсуждать, насколько он был слабым и недостаточно существенным, но он был достаточно длинным. Поэтому сейчас имеет место уже вызревшая стадия экономического цикла, на которой возможны достаточно серьезные колебания и в экономике, и в политике. Есть и другие факторы геополитического характера, скажем, тот же Брексит.

В части Брексита в этой аудитории я бы обратила внимание на ситуацию с деривативами: это один из основных моментов, которыми сейчас озабочены регуляторы и английские, и Евросоюза. Вроде бы, по поверхностной оценке, нас это напрямую не касается. Но, мне кажется, в каждом отдельном бизнесе имело бы смысл все-таки проанализировать ситуацию на рынке ПФИ. И, уже к слову, скажу о ситуации с LIBOR: он должен быть заменен на другие показатели через пару лет. Эту ситуацию тоже надо бы оценить и понять, насколько и кого она конкретно может коснуться.

Еще один фактор возможной волатильности — ситуация в самой китайской экономике, где имеется большая долговая нагрузка, где сохраняется необходимость изменения модели роста, и на все это накладывается торговая война. Все это требует больших усилий и искус-

ства от китайских регуляторов, возможна реализация определенных рисков.

Конечно же, если говорить о возможностях регуляторов, то они сейчас более ограничены, чем 10 лет назад. Процентные ставки многих стран не успели подняться, а если поднялись, то не очень сильно, они достаточно низкие.

С другой стороны, продолжение этой политики приводит к тому, что регуляторы сейчас начинают уделять повышенное внимание рискам финансовой стабильности, накопленным за последнее время, пузырям на определенных рынках. Это может приводить к тому, что реакция регуляторов на экономические риски может быть другой, чем она была бы в ситуации финансовой стабильности.

Что еще изменилось за последние десять лет. Если говорить о трендах, то хотелось бы отметить, что потоки капитала выросли достаточно сильно и за последние 50 лет, и даже за последние 10 лет. За последние 10 лет изменилась также их структура.

До финансового кризиса существенную роль играли потоки капитала через глобальные банки, сейчас по разным причинам их роль существенно снизилась и заместились на роль управляющих активами. Кстати, если проанализировать, кто управляет самым большим количеством активов, то окажется, что там не так много крупнейших компаний, есть и много мелких.

Что интересно в этой связи. Во-первых, не до конца понимаем, как управляющие компании могут реагировать на те или иные события. Во-вторых, у регуляторов в отношении управляющих ни инструментария, ни каких-то других возможностей в плане предотвращения кризисов либо нет, либо они гораздо более ограничены, чем в случае банков. Это может в каких-то ситуациях усиливать волатильность, но может и ослаблять, если вдруг окажется, что чувствительность к рискам и к волатильности у управляющих активами меньше. Проблема в том, что это неиз-

данная территория и до конца непонятно, как может развиваться ситуация.

Есть еще один структурный момент: появление пассивных фондов. Это сложно в отношении стран с развивающимися рынками, потому что эта пассивность стратегий не кастомизирована под отдельную страну, что может приводить к большим рискам заражения.

Теперь, что касается финансовых технологий. Мне кажется, что алгоритмы даже больше склонны к стадному поведению, чем люди. Потому что люди могут выбиться из общего, а вот машинное обучение как настроили, так оно и сработает. Исследования показывают, что к тому же и компаний, которые разрабатывают такого рода программное обеспечение, не так много, поэтому там может быть достаточно много похожих алгоритмов, похожих стратегий. Все это чревато большими пузырями, большей волатильностью, а наш рынок активно использует или пытается все более активно использовать эти технологии. При управлении рисками на этот момент нужно обращать внимание.

С точки зрения регулирования, например, непонятно — надо ли регулировать жестче или мягче, учитывая наличие такого рода технологий и возможностей. Первый кризис такого рода был в 1987 году, тогда как раз начали ужесточать регулирование именно для того, чтобы предотвращать такого рода риски.

Теперь о том, как глобальные риски могут транслироваться на Россию. Они, конечно же, на Россию транслируются, и, конечно же, с этой волатильностью приходится иметь дело. Если не брать наши геополитические риски, то в отношении общих геоэкономических рисков ситуация у нас (во всяком случае пока) несколько лучше, чем во многих других странах. По нескольким простым причинам. Прежде всего, вся эта волатильность на нас влияет через финансовые и через сырьевые рынки, через цену на нефть. И бюджетное правило (в том

виде, в котором оно сейчас действует) достаточно сильно сглаживает волатильность.

Мне кажется, влияние бюджетного правила на финансовый рынок (и на валютный рынок) вторично. Самое важное — это именно сглаживание ситуации в экономике, предотвращение ситуации, когда экономика при сильных колебаниях цены на нефть все время должна структурно перестраиваться. Это основное следствие бюджетного правила. В принципе, если правило будет сохраняться, то это существенно помешает ситуации на достаточно долгосрочном горизонте.

Что касается денежно-кредитной политики, то здесь у нас тоже работают некоторые стабилизирующие механизмы, прежде всего плавающий курс. Ну и, на случай каких-то кризисных моментов имеется и широкий набор инструментов, и, конечно же, большие буферы в виде резервов. Мы сейчас накапливаем буферы в виде капитала в банковской системе, особенно в тех точках, где есть уязвимость. В этой связи хотелось бы отметить политику регулятора по девальвации, потому что это тоже своего рода выстраивание защиты против внешних рисков.

Хотелось бы отметить еще два момента, которые появились буквально за последний год и тоже несколько повысили устойчивость нашей экономики. Прежде всего, это ситуация с валютной ликвидностью. Примерно начиная с третьего квартала 2014 года по примерно четвертый квартал прошлого года распространенной проблемой был дефицит валютной ликвидности в системе, который постоянно обострялся. Те, кто наблюдает за ситуацией, видят, что теперь мы перешли в ситуацию профицита. Участники рынка очень часто удивляются, что такое происходит. Мы перешли в ситуацию, когда на финансовом рынке имеется почти избыточное (и, во всяком случае, достаточное) количество валютной ликвидности. Достаточная

подушка есть не только у Центрального Банка, но и в целом у рынка. Возможно, эта ликвидность распределена по рынку неравномерно, но ситуация с некоторым дефицитом сейчас ушла. И второе — внешний долг сейчас опять опустился ниже 30% ВВП, в достаточно безопасную зону, что тоже повышает устойчивость экономики ко всем внешним шокам.

Если говорить про внутреннюю ситуацию, то, конечно, низкий экономический рост создает определенные уязвимости в экономике, особенно в долгосрочном плане. Но с точки зрения именно внешних шоков, я думаю, что те буферы, о которых мы говорили, достаточно. ... не для того, чтобы предотвратить риски, риски мы предотвратим полностью не можем, но для того, чтобы сохранить устойчивость, несмотря на воздействие этих рисков.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо большое, Ксения Валентиновна. Вдогонку вопрос относительно бюджетного правила, которое вы упомянули. Вы сказали, что оно играет сейчас достаточно важную роль с точки зрения поддержания макроэкономической стабильности. Но периодически приходится слышать обсуждения относительно возможной модификации этого правила, его трансформации в сторону норвежской модели. Как вы видите, насколько экономические правила должны оставаться неизменными на обозримую перспективу? И, ввиду возможного обострения ситуации на мировых финансовых рынках, есть ли необходимость в том, чтобы каким-то образом усиливать эти экономические правила, делать более жестким регулирование в условиях, когда резервов для борьбы с кризисом, если он наступает, сейчас меньше, чем, скажем, в предыдущие стадии кризиса, в 2007–2008 годах?

**Ксения Юдаева.** Что касается бюджетного правила, обсуждения есть. Но мы жили при разных правилах, и разные правила имели разные экономические эффекты. Конечно, если существенно

модифицировать правило, это может кардинально изменить макроэкономическую картину. Но я бы сейчас не комментировала возможные изменения, просто потому что пока мы не очень хорошо понимаем, будут ли они произведены, не будут, в каком виде. Эффекты можно будет оценивать и комментировать только в случае, когда мы будем понимать, что именно комментируется.

Текущее правило позволяет во многом изолировать экономику от волатильности цен.

Я не очень хорошо поняла про регулирование, какое именно регулирование вы имели в виду?

**Ярослав Лисоволик.** Банковское и финансовое.

**Ксения Юдаева.** Когда мы говорим про регулирование банковского и финансового сектора, это связано не столько с внешними рисками. Там некоторые вещи связаны с внешними рисками и, действительно, некоторые шаги мы предпринимаем: я уж говорила про девальвацию. В свое время, еще в 2009 году, было введено ограничение по открытой валютной позиции. Конкретные шаги, направленные именно против валютных рисков.

Но в целом, мне кажется, и совершенствование регулирования, и усиление надзора нужно для более сбалансированного и поступательного развития экономики. Потому что плохо регулируемая финансовая система, конечно, может быстро раздуть пузырь в каком-то секторе и за счет этого временно и недолго усилить темпы экономического роста, но потом она должна будет эти созданные риски долго и упорно перерабатывать. И период долгой и упорной работы финансовой системы с рисками создает серьезную нагрузку на экономический рост. Более сбалансированное развитие системы, которое не ведет к пузырям и неправильной локации ресурсов, а потом не создает необходимости длительной работы с плохими активами, способствует более равномерному эко-



номическому развитию. Я бы посмотрела на ситуацию с этой стороны.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо большое. Я теперь хотел бы перейти от рисков к возможностям, от обсуждения рисков для нашей экономической системы и финансовых рынков к вопросу об экономическом росте. И хотел бы обратиться к Наталье Орловой относительно ее оценок перспектив экономического роста в России. В последние несколько месяцев появился целый ряд докладов инвестиционных банков относительно воздействия национальных проектов в среднесрочной перспективе на темпы экономического роста. Кто-то оценивает это воздействие доста-

точно позитивно: что появится фактор заметного ускорения общих темпов экономического роста. Насколько я понимаю, у вас мнение несколько более сдержанное.

Если можно, прокомментируйте.

**Наталья Орлова.** Спасибо. Хочу продолжить то, что говорила Ксения Валентиновна. Безусловно, контроль за рисками исключительно важен. Но я думаю, все согласятся, что для финансовых рынков самый большой вопрос — траектория развития. Потому что риски — это отчасти окно возможностей. И нужно понимать, как будет связана доходность с перспективами роста, с идеями, которые наполняют экономику.

Мне кажется, что наша экономическая политика (последние, наверное, пять лет, если не больше) была нацелена на контроль за рисками. И мы очень преуспели в этом направлении: бюджетное правило, о котором уже сказано, меры макропруденциального надзора, жесткая монетарная политика. Но только сейчас дискуссия по поводу национальных проектов стала первой заявкой на то, чтобы предложить рынку повестку экономического развития.

Бюджеты нацпроектов очень существенны. Вы знаете, что обсуждаются суммы в объеме 26–27 трлн рублей, которые будут инвестированы в следующие шесть лет. При этом оценки

экономических последствий связаны не столько с оценкой последствий для фактического роста, сколько с возможностью через национальные проекты изменить траекторию потенциального роста. Потому что и для экономистов, и, безусловно, для денежных властей вопрос оценки потенциального роста является ключевым. В зависимости от того, что мы диагностируем — фазу перегрева или фазу охлаждения в экономике — выстраивается монетарная политика. Сейчас в плане оценки потенциального роста по России есть консенсус в 1,5%, я придерживаюсь более скромных оценок — в районе 1% в среднем. Тем не менее, ключевой вопрос — это последствия нацпроектов именно для потенциального роста.

Расчеты, которые делал «Альфа-Банк», говорят о том, что большая доля национальных проектов (60%) — это средства, которые связаны со строительными проектами. Это средства, которые позволяют изменить, в том числе, качество инвестиций в России, а также повысить производительность труда. Потому что динамика потенциального роста опирается на три компонента: на объем существующих в экономике технологий, на производительность и на наличие трудовых ресурсов. Отчасти можно сказать, что инвестиции в здравоохранение тоже позволяют поддержать демографический фактор. Но все-таки основная заявка национальных проектов — это повышение производительности труда (в последние годы рост там был достаточно слабый) и улучшение качества инвестиций.

В моем понимании, вполне возможно, что к 2024 году в результате имплементации национальных проектов мы увидим ускорение потенциального роста, но в пределах все-таки 2%, если мы говорим про ежегодный рост. Тогда к 2024 году мы можем с нынешней траектории 1% роста ускориться в два раза, это существенное ускорение. Но я напоминаю, что все-таки в период

2000-х мы росли существенно большими темпами. Думаю, что ментальность финансового рынка настроена на более амбициозные цифры. Я хочу сказать, что, например, оценки потенциального роста по странам БРИКС до сих пор находятся около 7–8% ежегодно. Поэтому есть куда стремиться. Двукратное ускорение — это очень важная заявка. Но думаю, что национальные проекты — это первый шаг.

При этом я лично очень приветствую, что, по всей видимости, в ближайшие годы у нас будет сохраняться жесткая бюджетно-монетарная политика, которая по-прежнему нацелена на контроль за рисками и позволяет избежать перегрева. Риски перегрева — это те потенциальные факторы, на которые нужно обращать внимание. В этом смысле не нужно пугаться того, что фактические текущие темпы роста экономики не очень впечатляют. Самое главное: мы сейчас не входим в фазу перегрева и растем по траектории. Задача ближайших лет — посмотреть, насколько эффективными будут инвестиции через национальные проекты, оценить их влияние на потенциальный рост. Он, безусловно, будет положительным, вопрос — в масштабах.

**Ярослав Лисоволик.** То есть важно не только количество, но и качество устойчивости роста, да?

**Наталья Орлова.** Безусловно. На самом деле еще очень важен вопрос мультипликативного эффекта. Потому что государственные инвестиции — всегда вопрос отклика экономики, плюс ко всему. И пока в тех оценках, о которых я говорила, мы закладывали умеренный отклик экономики. Но это еще определяется и настройками внешней среды. Когда внешняя среда и глобальный контекст меняется, возможно, и внутренние настройки могут тоже измениться.

**Ярослав Лисоволик.** Но помимо факторов внешней среды, наверное, в какой-то степени имеет место еще и медленная реализация проектов с точки зрения

финансирования? За последний месяц было очень много комментариев на эту тему, по-моему, и в вашем докладе тоже была ссылка на это?

**Наталья Орлова.** Да. Тема нацпроектов — безусловно, вообще не повестка текущего года. Но пока есть оценка Счетной палаты, что в первом квартале этого года финансирование составляет 6% от годовой цифры. По всей видимости, можно ожидать, что к концу года, как традиционно это бывает с крупными проектами, финансирование может увеличиться. Но фактически это, конечно, вопрос 2020 года. Поэтому в 2019 году темпы роста умеренные (мы получили соответствующие данные Росстата по первому кварталу), в моем представлении это говорит о том, что экономика растет на уровне потенциальных значений. Может ли измениться траектория экономического роста, зависит от того, насколько эффективно будут распределяться инвестиционные ресурсы с конца этого года.

**Ярослав Лисоволик.** Если в течение следующих нескольких лет пойдет ускорение, то где можно ожидать улучшения ситуации? Правительство говорит о том, что в приоритете именно инвестиционный рост. Действительно ли инвесторам следует смотреть более внимательно на возможности, связанные именно с инвестиционно ориентированными секторами экономики, или все-таки какой-то потенциал еще сохранятся в потребительском секторе, даже несмотря на динамику реальных доходов населения?

**Наталья Орлова.** Говорить о том, как все будет отыгрываться по секторам, сложно. Но я думаю, что сектор строительства будет драйвером этого инвестиционного роста, безусловно. Другой вопрос — в какой степени этим компаниям нужен будет выход на публичный рынок и нужен ли будет доступ к инвесторам.

Еще одна, безусловно, важная тема с точки зрения уже мультипликативного

эффекта. Мы видели в последние годы, что некоторую поддержку экономическому росту оказывал рост несельскохозяйственного экспорта. Но в последних кварталах 2018 динамика ослабла и, по всей видимости, это прямой отклик на некоторую неопределенность в экономике Китая и последствия торговых войн. Но я думаю, что если ждать мультипликативный эффект, то, наверное, в секторах, связанных с торговлей, то есть либо в импортозамещающих секторах, либо (что будет, конечно, очень отратно) в секторах, которые нацелены на экспорт.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо большое. Я думаю, к теме импортозамещения мы еще вернемся в процессе обсуждения. А пока хотел бы затронуть вопрос о следующем экономическом кризисе. Будет ли кризис, и если будет, то какой? За ответом хотел бы обратиться к Олегу Вьюгину.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Замедление экономического роста само по себе (если говорить про сегодняшнее замедление), видимо, связано с адаптацией к возможным, к ожидаемым изменениям направления торговых и инвестиционных потоков. Во многом это спровоцировано тем, что, как было сказано, идет процесс (который будет не очень быстрым) определения лидера в мировой экономике.

Определение лидера в мировой экономике — это само по себе не кризис, это изменение. Рынки очень хорошо умеют адаптироваться к изменениям, причем не только финансовые, но и торговые. Да, сегодня статистика показывает, что инвестиционная активность немножко сжалась и многие компании, особенно азиатского региона, которые связаны тесно с Китаем, терпят даже некоторые убытки. То есть, у них с прибылью-то все нормально, но они могли бы заработать больше, если бы не осторожность. Глобальный спрос не снизился, а это, собственно говоря, является главным: в любом кризисе глобальный спрос должен схлопнуться. Просто есть

осторожность в действиях, потому что ситуация непонятна, надо адаптироваться, надо понять, как менять свои стратегии в реальной экономике. Замедление связано, видимо, с этим. Меняются правила игры, соответственно, нужно проявить некую осторожность и адаптироваться.

В чем прелесть? В том, что этот риск понятен. Он, правда, не понятен до конца, но понятно, откуда он идет, и это как бы «белый лебедь», с которым можно попытаться выйти из ситуации без больших потерь.

Введение тарифов не снижает глобальный спрос, оно перераспределяет спрос в глобальном мире. Например, китайские товары становятся дороже в Америке, американские компании пользуются этим, производят свои товары, потом они тоже становятся дороже, возможно, повышается инфляция. Но, с другой стороны, американские компании повышают зарплату, потому что они получили дополнительный источник прибыли. Можно привести очень много примеров, что это на самом деле не кризисное развитие, это адаптация. Поэтому само по себе замедление это еще не проблема.

Давайте возьмем Россию. У нас рост, близкий к пороговому, но у нас удивительная финансовая стабильность. Исторически всегда было нестабильно, а сейчас стабильность замечательная, и это отмечают все. Если мы понимаем источники этой стабильности и понимаем, что будет происходить дальше, ничего страшного не происходит.

А когда же кризис случается? Например, когда риски, накопившиеся в финансовых системах, в экономиках значимых стран, полностью не распознаны. То есть риски копились, но никто не имел представления, что они, оказывается, копят. Всегда сначала все кризисы (и страшные, и нестрашные) случались, а уж потом появлялись люди, которые говорили: «Конечно, мы знали, что риски есть». И, кстати, чаще всего

эти риски распознаются. Но почему-то безответственно игнорируются.

Кризис 2008 года, которые многие назвали глобальным, — он ведь произошел во многом из-за накопления рисков в понятных инструментах и понятных сегментах. Но банки (за редким исключением) игнорировали эти риски. И регулятор, понимая эти риски, тоже их игнорировал! Сейчас в кризисе 2008 года принято обвинять в первую очередь американские и европейские банки. Но не надо забывать, что и регулятора тоже можно обвинить. Можно ли сказать, что регулятор не знал, какие риски генерируются в деривативах? Я уверен, что знал. Но ничего не делал. То есть, такой тип кризиса, к сожалению, вполне реален. Поэтому если говорить сегодня о том, будет ли кризис, когда он будет, то на этот вопрос можно попытаться ответить, если проанализировать наличие существенных рисков в финансовой системе. Надо сказать, что кризис 2008 года многому научил регуляторов: они достаточно жестко сейчас научились контролировать риски, и подход вообще к контролю рисков стал другим. Он стал все-таки более проактивным. Но, как говорится, гарантий никто не дал.

Поэтому делать заключение, что не будет никакого кризиса, ни финансового, ни экономического (они всегда взаимосвязаны, вопрос только в том, насколько сильно финансовая ситуация воздействует на экономическую, это вопрос глубины потерь в финансовом секторе), — говорить об этом нельзя, безусловно.

Поэтому важно для всех нас — и регуляторов, и тех, кто работает на финансовом рынке и рискует собственными средствами — хорошо понимать, что надо делать, если прилетит «черный лебедь». Когда он прилетает, происходят понятные вещи: падает стоимость активов, исчезает ликвидность и начинается, возможно, экономический спад. Каждому нужно хорошо понимать, что в этой ситуации будет делать он, нуж-

но быть к ней готовым. Это, наверное, главное, чем рассуждения о том, будет ли кризис или не будет. Может, когда-то и будет.

Я вообще считаю, что циклические кризисы присущи определенному историческому периоду развития мировой экономики. Но, может быть, будет другой период развития мировой экономики, когда циклических кризисов не будет, а будут просто замедление/ускорение, замедление/ускорение... Конечно, они будут сопровождаться определенными потерями, структурной перестройкой, сменой игроков на рынке. Это тоже возможно.

Теперь, наконец, ответу на конкретный вопрос: будет ли кризис в ближайшее время? Если посмотреть на существующие индикаторы, то они, в принципе, никак не свидетельствуют о том, что в мировой экономике накопились какие-то скрытые огромные риски. Более того, глобальный спрос стабилен. Политика и главного регулятора (ФРС), и других крупных центральных банков достаточно разумна, она отошла от крайностей — и чрезмерной жесткости, и кейнсианства. Поэтому в ближайшее время опасности глобального кризиса я не вижу. Вспомним события осени прошлого года, когда на мировых финансовых рынках вдруг все стало падать. Это хороший пример того, что рынки умеют адаптироваться к таким процессам, тем более что спусковым крючком-то там вообще было ничто, по сути дела.

Поэтому мой призыв таков: не бояться замедления, но, прежде всего, хорошо понимать, что вы будете делать, когда прилетит «черный лебедь». Это единственный возможный ответ на непредсказуемые события. Потому что «черный лебедь» — это именно непредсказуемое событие. Если бы оно было предсказуемым, то лебедь был бы белым, и мы к нему как-то адаптировались: с потерями, но остались бы живы. А вот «черный лебедь» способен оставить на поле боя

недействующих субъектов, — к сожалению, это так. Поэтому давайте лучше иметь в заглавнике стресс-сценарии...

Ведь когда мы видим грозовую тучу, то всегда можем успеть достать зонтик и его открыть. Другое дело, когда гроза возникает мгновенно, из голубого неба. Вот эта ситуация, еще раз говорю, требует просто-напросто понимания, каким именно способом и где ты будешь спасаться.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо, Олег Вячеславович. Тогда совершенно естественный вопрос вдогонку: все-таки где спасаться? Какие защитные активы могут спасти в случае прилета стаи «черных лебедей»?

**Олег Вьюгин.** Ликвидность. Если все-таки есть ощущение (личное или рынка), что погода портится, то лучше увеличивать ликвидные средства. Ликвидные средства позволят в тот момент, когда все умерли, купить (хотел сказать «гроб», но нет), купить жизнь. Потому что вы купите жизне-спасающее средство на очень низком уровне и когда-нибудь вам воздастся. Собственно говоря, наверное, это единственный защитный актив в тяжелой ситуации. Сегодня руководствоваться политикой защитного актива, наверное, преждевременно, но надо быть очень внимательным.

**Ярослав Лисоволик.** Хорошо. Еще один вопрос, связанный с природой возможного кризиса. Можно ли говорить о том, что если кризис случится, то в нем будут все-таки параллели с 2007–2008 годом? Потому что многие на финансовых рынках говорят о том, что общий уровень долга вырос, и фактор долга может опять стать детонатором для стабильности мировых финансовых рынков. Многих беспокоит проблема роста долга в Китае, во многих развивающихся рынках. Не смотрите ли вы слишком позитивно на ситуацию, считая, что сейчас никаких грозных туч нет?

**Олег Вьюгин.** Ну, долг — это, в принципе, мотор развития, потому что всегда

одни копят, другие тратят. Вопрос ведь не в размере долга, а в его стоимости. Вот если бы ФРС сейчас подняла ставку заметно (скажем до 5% с нынешних 2,25%), — то будет кризис, сто процентов. Вопрос здесь уже к регуляторам, насколько они умеют проактивно управлять ситуацией. Хотя, конечно, это рассуждение прилагается только в том случае, если все-таки значительная часть долга — это долг, сделанный по правилам справедливой и разумной оценки риска.

Ведь в чем проблема китайского долга? В том, что аналитики не очень понимают, какова эффективность вложенных там средств. То есть периодически мы слышим: «Китайский долг вложен в пустые города, в которых никто не живет, или (на муниципальном уровне) в какие-то проекты, которые на самом деле не обладают мультипликатором». Но это все лишь разговоры. К сожалению, мы не знаем точно, какова эффективность этих вложений. А это ключевой вопрос.

Суждение по ставке применимо в случаях, когда долг создается все-таки по определенным правилам контроля риска. Сам долг будет всегда. И, скорее всего, будет расти и мировой, и глобальный долг, это неизбежно. Вопрос в том, как им управлять? Ведь экономики тоже растут.

Есть ведь много способов. Давайте сравним темпы экономического роста и стоимость долга. Если темп экономического роста выше, чем стоимость долга, то долг вообще не проблема. Но без долга жить нельзя.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо. Я думаю, что относительно тезиса о наличии сейчас в России финансовой макроэкономической стабильности спорят немногие инвесторы. На самом деле многие зарубежные инвесторы, с которыми мне приходилось общаться, признают, что сочетание достаточно жесткой бюджетной и денежно-кредитной политики дает эффект в плане стабильности. Но



нередко в такого рода беседах возникает вопрос: а не слишком ли зажато вот это сочетание бюджетной и денежно-кредитной политики для экономического роста, для экономического развития?

Хотел бы обратиться этот вопрос к Евгению Евгеньевичу Гавриленкову. Не считаете ли вы, что в текущих условиях сочетание денежно-кредитной и бюджетной политики слишком жесткое? Может быть, есть смысл ослабить какой-то из этих компонентов макроэкономической политики?

**Евгений Гавриленков.** Спасибо за вопрос. Как мы знаем, российский долг очень невелик — будь то государственный долг, будь то долг домохозяйств,

будь то внешний долг, как его там ни измерять. И Олег Вячеславович сказал, что без долга жить нельзя. Мы живем не без долга, но с очень маленьким долгом, можно сказать, почти без долга, благодаря достаточно жесткой политике. Как долго это может продолжаться? Это может продолжаться какое-то время, но возникает вопрос: какими темпами будет расти экономика? Посмотрим на профицит счета текущих операций, который в прошлом году должен составлять где-то 6–7% ВВП. Реально он опять существенно превысит плановую цифру (1,9 трлн рублей), будет явно выше.

Понятно, что в таких условиях нам не нужен, но, тем не менее, мы его

пытаемся накопить в рамках бюджетного правила. Которое у меня всегда вызывает некие сомнения: насколько оно вообще работает как правило. Потому что, если это правило, то оно должно работать каждый день. А когда денежным властям в конце прошлого года не понравилось, как двинулся курс (по причинам, никак не связанным с ценами на нефть, а возникло ожидание санкций, какие-то нехорошие ощущения на рынках), то фактически бюджетное правило было остановлено. Хотя потом Минфин говорил, что нет, мы его не остановили, просто перестали покупать на рынке валюту, как-то там поменялись с Центральным Банком. Так

что вроде бы правило выполнялось. Но воздействия на рынок не было. И как бы получается довольно волонтаристским: хотим применяем, хотим — нет.

Я не очень согласен с тезисом о том, что бюджетное правило позволило существенно снизить зависимость отечественной экономики от цены нефти. На самом деле приведенный пример (когда в прошлом году рубль существенно ослаб), может быть, действительно показал, что при растущей цене нефти рубль может слабеть в течение нескольких месяцев. Это не означает, что ослабление возникает вследствие применения бюджетного правила. Это, возможно, является следствием движения потоков капитала. Мы точно так же видели, как в конце прошлого года инвесторы, ожидая санкций, временно вывели деньги из России, особенно из российских суверенных облигаций. Сейчас, в первые месяцы 2019 года, мы видим большой приток этих инвестиций. Поэтому я бы не связывал снижение зависимости экономики от цен на углеводороды только с бюджетным правилом. Скорее всего, такое снижение зависимости является сочетанием многих-многих факторов. И поскольку этих факторов много, то они непредсказуемы (я совершенно согласен с тезисом о том, что предсказать — даже не кризис, а экономическую динамику — не всегда удается).

Кстати, один маленький комментарий, уже немного уходя от заданного вопроса. Вот эти 0,5% экономического роста, которые нам вчера показал Росстат, — я не уверен, что эта цифра правильна. Точно так же, как большие сомнения вызвала цифра 2,3%, опубликованная по итогам прошлого года, когда она никем не ожидалась. На мой взгляд, пройдет еще год-полтора, прежде чем цифры устоятся, потому что там слишком много логических противоречий, не только статистических, но и логических.

Скажем, оценки прошлогоднего экономического роста представляются завышенными, потому что там был, особенно в первом полугодии, какой-то аномальный рост оптовой торговли (если смотреть по секторам, то было 7%, 8%, 9% в отдельные месяцы; откуда это взялось, непонятно). Там, скорее всего, имела место некая методическая шероховатость, которая привела к тому, что поменялась структура оптовой торговли (соотношение между внутренней и внешней, когда в прошлом году импорт рос, потом он перестал расти, начал даже снижаться). Но, поскольку веса закладываются в целом на год, то курсовые эффекты могут накладываться именно на экономическую динамику. А если получился завышенный рост сегмента оптовой торговли (это большой сегмент, он раза в три превышает торговлю розничную, а торговля в целом — это тоже большой вес в общем ВВП), то, скорее всего, нынешний вялый рост в 0,5% — это отголосок тех шероховатостей в статистике.

Сказанное не означает, что я считаю, будто экономика растет более высокими темпами. Даже те 2% роста, о которых говорила Наталья Орлова, — это неубедительные темпы. И если мы будем так же расти в последующие годы, в то время как мировая экономика будет продолжать расти на 3%, 6,3% и 7%, — то, конечно, экономика России будет выглядеть все более и более мелкой в глобальном масштабе.

Возвращаясь теперь к вопросу, можно ли ослабить жесткую политику? Вопрос, на мой взгляд, не предполагает четкого ответа. Надо понимать, чего мы хотим. Чего хочет правительство, государство, какого рода экономическую модель оно хочет построить. Пока в последние годы мы видим, в общем-то, усиление государства, увеличение роли государства в экономическом росте, такое вот своеобразное российское экономическое чудо. И если государство резко повысит свою эффективность, то

мы все будем этому радоваться, но это будет действительно чудо.

Экономические национальные проекты — это даже не что-то новое, а просто продолжение того, чем российская экономика жила в предыдущие 7–8 лет. Аналоги национальных проектов — олимпийские стройки, футбольный чемпионат и так далее. Это тоже своего рода неестественные, разовые инвестиции. Поэтому большой вопрос, будет ли достигнуто ускорение в результате их реализации?

А что делать с бюджетным правилом и денежной политикой? Это естественный вопрос. Потому что по этому правилу, если объем активов Минфина в ликвидной форме достигает известного уровня (сегодня до 7% ВВП), то тогда резервный фонд пополнять уже не надо. И возникает вопрос, а что дальше? Потому что мы легко можем прийти к ситуации, когда будет сохраняться большая профицит во внешней торговле на счете текущих операций, денег будет много, а ВВП расти существенно не будет. Вот это отношение накопленных резервов к ВВП довольно быстро (через год уже практически) может достичь 7%, и возникнет вопрос — а что делать дальше?

Поэтому, я думаю, что изменения будут... Мы даже сейчас уже видим, что эти изменения наступают. Минфин ожидаемо объявил о том, что увеличит расходы бюджета, потому что доходов будет больше. Кстати, в прошлом году расходы бюджета были увеличены всего лишь на несколько процентов в номинальном выражении, процента 3, если мне память не изменяет, что означает их сокращение в реальном выражении. Поэтому, конечно, жесткость, которая наблюдалась в прошлом году, избыточна. И нынешнее возможное ослабление будет как компенсация.

Здесь я перейду от бюджетной к денежной политике. И сразу замечу, что тут тоже все несколько перевернулось. Потому что, как только заработало бюд-

жетное правило (начиная со второго квартала 2017 года, потом была небольшая пауза, и в основном оно заработало уже со второго полугодия того же года), основным поставщиком ликвидности в систему стал Минфин. И видно, как со второго полугодия начал расти профицит ликвидности. Стали, помимо предлагаемых банкам депозитов, выпускаться в нарастающих объемах облигации Банка России по очень приличным процентным ставкам (7,75% — нынешняя ставка). И для многих банков достаточно привлекательным кажется держать в этих облигациях 1,3–1,4 трлн рублей и примерно столько же на депозитах. В прошлом году суммарная цифра в отдельные периоды достигала даже 4 трлн.

Получается парадоксальная ситуация: источник ликвидности — минфин и его интервенции на валютном рынке (покупка валюты), а ЦБ выступает в качестве стерилизатора. Это неустойчивая ситуация, она явно поменяется. Уже проявились эффекты, которые возникли на этой почве с начала 2017 года: когда, например, RUONIA упала ниже ключевой ставки на 50 базисных пунктов и устойчиво держалась ниже ключевой ставки. То есть спрос на рефинансирование совсем упал. Но сейчас мы уже видим сближение индикаторов, RUONIA приближается к ключевой ставке. И в системе опять будет что-то меняться.

А каков результат, кстати сказать, такого рода политики? Кто стал бенефициаром этих перекачиваний денег из Минфина в Центральный Банк? Банки, естественно. Какие банки? Естественно, государственные. Опять мы приходим к тому, что система складывается (осознанно или неосознанно), что в ней все больше и больше продолжает доминировать госсектор. Даже если посмотреть статистику ЦБ: скажем, проанализировать объемы активов пяти крупнейших банков (не секрет, что туда входят крупнейшие госбанки). Если в начале 2017 года активы этих пяти банков составляли

где-то 55% от общих активов, то на начало нынешнего года (март-апрель) это уже 61,3–61,4%. Довольно существенное увеличение.

Точно так же произошло увеличение по объемам активов первой десятки банков (куда сейчас входит лишь один иностранный банк). То есть мы видим явное-явное укрупнение госсектора, в том числе и в финансовом секторе. Сможет ли такого рода экономика расти высокими темпами? Большой вопрос. Будем надеяться, что чудо в виде крайне эффективных национальных проектов состоится. Но вообще это должно быть не вопросом веры, конечно, а рационального знания.

Я, честно говоря, вижу больше проблем. Проблем, связанных даже, может быть, не столько с макроэкономической политикой, (которая, безусловно, существует), сколько с тем, как все устроено на микроуровне, тут просто непаханое поле.

Могу просто привести один короткий пример. Допустим, сельскохозяйственный регион «А», находящийся далеко от границы, производит хорошее зерно. Но понятие, что экспорт этого зерна дорог, потому что надо везти его тысячи километров до ближайшего порта. Есть другой регион, «Б», где зерно не особо выращивается, но там есть переработка. Кстати, в выращивающем зерно регионе «А» тоже есть свои мощности по переработке. Казалось бы: перерабатывайте, везите и экспортируйте. Но наша тарифная политика устроена таким образом, что субсидируется перевозка зерна. То есть производителям гораздо выгоднее зерно из своего родного региона отвезти куда-то там, где ближе порт и тоже есть перерабатывающие мощности. Там-то зерно и перерабатывается, а прибыль получает регион «Б». Субсидии государство тратит на перевозку. Плюс тот регион «А», где могла бы создаваться большая добавленная стоимость, тоже требует субсидий. Таких примеров, к сожалению, много.

Поэтому надо смотреть, в том числе, не только на макроэкономические, финансовые параметры и на политику в этой сфере (которые тоже, безусловно, важны). Но и вот на такую регуляторную среду, где непаханое поле для улучшений. Это просто один из мелких примеров, а их много.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо большое. Вы затронули тему структурных реформ, а каковы могут быть направления этих структурных преобразований, если мы говорим о России, в ближайшие годы? И вдогонку еще вопрос относительно ближнего зарубежья. С точки зрения тех стран, которые являются нашими ближайшими соседями, видите ли вы какие-то модели экономической политики, которые заслуживают внимания, какие-то истории успеха? И как вы вообще оцениваете перспективы крупнейших экономик стран СНГ, — скажем, если говорить о Казахстане?

**Евгений Гавриленков.** На самом деле понятие структурных реформ настолько размытое, настолько общее... это нечто такое, данное нам в ощущениях, что должно повысить производительность, грубо говоря. По крайней мере так следует из директив OECD и прочих институтов.

Пример, который я привел, из той же самой серии — создание более благоприятной регуляторной среды, включая, в общем, элементы и макроэкономической политики. Я слышу о структурных реформах почти 30 лет. Когда в 90-е годы начались первые преобразования, то был лозунг: макроэкономическая стабилизация, дерегулирование, структурные реформы. Вот такая триада.

Мне кажется, что обсуждать структурные реформы 25–30 лет — это просто неприлично. Если мы посмотрим на ту же самую статистику: не знаю, проводились ли в 2000-х годах структурные реформы, но тогда экономический рост в России существенно превышал мировые показатели. В 2009 году, конечно,

произошел сбой у всех. Но в 2010–2011 годах российская экономика вновь начала расти какими-то более-менее приличными темпами, немного выше среднемировых (четыре с небольшим процента). А потом вдруг все сломалось. Хотя вроде бы ничего с реформами не случилось. Нельзя заниматься этим постоянно. Я думаю, что проще быть реалистом и делать какие-то практические вещи. Я не ожидаю каких-то условных структурных реформ, слишком уже все зацементировано.

Но где общую экономическую среду действительно можно улучшать, так это в сфере макроэкономики. Это то, с чего мы начали. Потому что ставка, которую банки могут получать, просто держа деньги на депозите в ЦБ, — неприлично высокая. И все-таки придется эту ставку опускать.

А если смотреть еще на глобальную ситуацию...

Вот сейчас надулся мини-пузырь на российском облигационном рынке. Туда активно вложились иностранные инвесторы, потому что ситуация действительно стабильная — и с точки зрения балансов, и отсутствия каких-либо долговых проблем, и, конечно, купоны будут выплачиваться. Но случись что-то с глобальной экономикой, а оно явно случится когда-то, эти деньги так же легко уйдут. Не сегодня, не завтра, но через год, через полгода. Конечно, это ударит по валютному рынку. Соответственно, может оказать влияние и на другие параметры.

Думаю, надо начать с того, что проще осуществимо технически: создать более предсказуемую макросреду, более стимулирующие инвестиции в реальный сектор. Не полагаясь на госпроекты, которые могут оказаться не совсем эффективными.

Да, и по поводу Казахстана. Я с интересом смотрел на Казахстан до поры, до времени. Но когда там первым решением нового президента было предложение переименовать столицу, я не-

множко насторожился. Это не говорит, конечно, об экономической политике... Да, там были проведены реформы, но все-таки это меньшая по масштабам экономика, меньшая страна... Да, там есть мощный энергетический сектор, да, там гораздо больше доля участия иностранного капитала, есть большая репатриация прибыли. Но думаю, что все-таки это не показатель масштаба экономики. Казахстан наиболее, наверное, близкая к нам экономика, в какой-то степени он даже ускоряется, действуя в русле российской макроэкономической политики (имею в виду курсовую политику, когда несколько лет назад они были вынуждены отвязаться от квази-фиксации курса тенге). Но не думаю, что здесь можно чему-то учиться... можно обмениваться опытом, но что-то перенимать, скорее всего, не получится.

У России действительно есть уникальные возможности — в силу масштабов страны. Россия может войти в поток будущих изменений структуры мировой торговли, если они состоятся. Потому что сейчас, конечно, доминируют трансатлантические связи. Если мы посмотрим на три крупнейших региона — Америка, еврозона и Китай, то, конечно, один из основных торговых потоков — это трансатлантические связи.

Если Европа вдруг осмелится повернуться больше в сторону Китая и будут увеличиваться торговые потоки на евразийском пространстве, то у России появится больше возможностей для того, чтобы не просто перенимать опыт, но интегрироваться уже в большом пространстве. (Евразийские связи, кстати, на протяжении веков доминировали в мировой торговле: трансатлантические связи усилились за последние сто лет). Сейчас складываются все условия для этого. Потому что дефицит, который мы сейчас видим у США, по масштабам в этом году приблизится (в номинальном, а не в процентном выражении отношения к ВВП) к тому ре-

корду, который был до кризиса. Кто-то его должен финансировать. Надо либо сокращать его (что пытаются делать Соединенные Штаты), либо кто-то должен финансировать. И потенциальный кредитор — еврозона, в первую очередь.

У Китая таких возможностей уже нет: профицит счета текущих операций сжался. Остается (в меньших масштабах) Япония, частично арабский мир, которые были традиционными кредиторами США. Основная интрига в ближайшие годы, на мой взгляд, будет развиваться именно в геополитической сфере — как будут перенаправляться глобальные потоки. Скорее всего, они рано или поздно в значительной степени перейдут из Европы в Азию.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо большое. Совершенно естественным образом Евгений Евгеньевич подвел нас к вопросу, который я хотел адресовать Ксении Валентиновне, относительно дедолларизации мировой экономики, российской экономики. Есть ли перспективы того, что другие валюты станут играть более важную роль в российской экономике? Есть ли риски того, что Китай, который сейчас является крупнейшим владельцем казначейских облигаций США, будет ускорять свои действия по избавлению от этих инструментов?

Как вы видите перспективы дедолларизации? Или это тема несколько искусственно раздута и на самом деле мировая экономическая система, как она есть сейчас, в принципе, сбалансирована и не нуждается в дедолларизации?

**Ксения Юдаева.** Достаточно сложный вопрос. В мировой науке есть две теории. Одна теория говорит о том, что есть достаточно серьезные взаимосвязи между торговыми потоками и потоками заимствования, и они взаимоусиливают (во всяком случае, пока) зависимость мировой экономики именно от доллара, поскольку доллар играет лидирующую роль, хотя далеко не единственную.



А исторический взгляд (это вторая теория) говорит о том, что бивалютный стандарт, биметаллический стандарт, стандарт из нескольких валют — исторически гораздо более распространенная (или как минимум не менее распространенная) ситуация, чем одновалютный стандарт. Другое дело, какая система более или менее стабильна. У каждой системы есть свои достоинства и недостатки.

Если говорить про Россию, то у нас используются различные валюты. Доллар используется активно, и я думаю, что российская зависимость от доллара в серьезной степени связана с тем, что мы торгуем энергоносителями.

(Кстати, если не ошибаюсь, на торговлю именно за доллары перешли не так давно, это произошло примерно в 67–68 году, а до этого энергоносители торговались на фунты).

Если произойдут какие-то изменения на этом конкретном рынке, то это может существенно повлиять на наш внутренний рынок. При этом мы страна, близкая к Евросоюзу, там-то евро распространен в последние годы гораздо больше, чем доллар: и как резервная валюта, и как ментальная валюта, если можно так сказать.

На пространстве ЕАЭС рубль достаточно существенно укрепил свои позиции, в последнее время доля рубля в

торговле больше 60%. В финансовых потоках пока не настолько существенная, по различным причинам. Тем не менее, макроэкономическая стабильность, о которой мы здесь говорили, это фактор, который, в том числе способствовал укреплению позиции рубля на постсоветском пространстве.

Поэтому мы живем в, как минимум, мультивалютном мире. Когда я говорила про политику регулятора, то говорила даже не про дедолларизацию конкретно, а про девалютизацию балансов компаний, банков. Полностью, конечно, в ноль уйти нельзя, это и не нужно, наверное. Россия участвует в международной тор-

говле и не может не использовать другие валюты.

Но есть и избыточный уровень, связанный, в том числе с опасениями нестабильности, особенно в инфляционных экономиках очень быстро развивается высокий уровень сбережений в иностранной валюте. Такой уровень нужно снижать, потому что это создает дополнительные риски финансовой стабильности для экономики. Эту политику российский регулятор проводит, определенные результаты имели место быть. И в целом, даже в конце 90-х годов, доля валюты в сбережениях и даже в номинировании различных цен была существенно выше, чем сейчас. Сейчас она снизилась, это фактор укрепления макроэкономической и финансовой стабильности в нашей стране.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо большое. Коллеги, мы приближаемся к лимиту времени. Хотел бы попросить спикеров подвести своеобразный итог нашей дискуссии, провести блиц-своп-анализ. То есть идентифицировать ключевой риск, ключевую возможность и ключевую слабость российской экономики на горизонте следующего года. Как вы видите драйверы, риски, слабости и возможности нашей экономики, в формате блица, вкратце. Или хотя бы один или два из перечисленных факторов. Пожалуйста. Евгений Евгеньевич, вы ближе всего ко мне.

**Евгений Гавриленков.** Я очень коротко. По-моему, риск один — отсутствие приличных темпов экономического роста. Экономический рост на протяжении 10 лет в среднем находится на уровне немногим выше 1%, Россия отстает по всем показателям от мировой экономики, и пока мы не видим каких-либо явных улучшений. Даже если национальные проекты сотворят чудо, то все равно для того уровня дохода на душу населения, который в России сейчас имеет место, это очень неудовлетворительно. Особенно на

фоне геополитических амбиций, скажем так.

Я пока не вижу, как эти 0,5% или даже 2% превратятся в значения, которые превышали бы среднемировые темпы роста.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо. Ксения Валентиновна?  
**Ксения Юдаева.** Немножко рекламы. Мы на следующей неделе выпускаем очередной «Обзор финансовой стабильности», он будет говорить как раз о рисках и уязвимостях в российском финансовом секторе. Но рисков сейчас все-таки больше, скорее, внешних, а уязвимостей — скорее, внутренних. Да, можно говорить, что в среднем у РФ долговая нагрузка такая, что позволяет ее в каких-то случаях наращивать, но в некоторых секторах накапливается повышенная нагрузка, это может создавать уязвимости для финансового сектора и экономики.

**Наталья Орлова.** По моему мнению, главный риск — это ухудшение структуры экономики. Очень трудно оценить долю государства в цифрах, есть разные оценки. Большинство оценок говорит, что вроде по статистике она или не растет, или растет несильно. Но есть косвенное ощущение, что она все-таки увеличивается. И я думаю, что это самый большой риск, причем не только на ближайшие годы. Запускаются позитивные начинания, проекты, но из-за отсутствия мультипликатора со стороны частного сектора они могут дать очень слабые эффекты в плане роста и, как следствие, с точки зрения тех рисков, о которых мы говорили.

**Олег Вьюгин.** Риск заключается в том, что на сегодняшний день проблему экономического роста пытаются решить путем мобилизации либо государственных инвестиций, либо мобилизации под эгидой государства. Эта попытка, с большой вероятностью, будет несостоятельной. Есть другие способы. Нежелание их использовать —

мне кажется, это самый большой риск. Потому что за него потом придется расплачиваться.

**Ярослав Лисоволик.** Спасибо. Коллеги, вкратце подведу итоги. Наверное, можно сказать, что из нашей дискуссии мы с облегчением узнали, что кризиса вроде не будет — в ближайшей, обозримой перспективе. По крайней мере, явных предпосылок нет. Одним из ключевых рисков является то, что экономический рост в РФ слишком медленный, слишком низкий. Будет ли он ускоряться за счет тех стимулирующих мер, которых мы все-таки ожидаем (а мы ожидаем некоего ослабления жесткой политики в макроэкономической сфере), время покажет. Но, наверное, определенные возможности здесь есть.

На этом позвольте мне завершить нашу дискуссию, поблагодарить слушателей за внимание, и, конечно, участников за очень интересные выступления. Спасибо. □

