

# Научиться тратить

**В НАУФОР состоялся традиционный круглый стол, посвященный обсуждению макроэкономических итогов 2019 года и перспективам 2020 года**

Фотографии Павел Перов

Участники: Максим Ачкасов (профессиональный инвестор), Евгений Гавриленков (ГКЕМ Analytica, ВШЭ), Ярослав Лисоволик (Сбербанк).

Модератор — Ирина Слюсарева (НАУФОР).

К обсуждению были предложены следующие вопросы.

- Какие ключевые макроэкономические изменения произошли в мировой экономике в 2019 году? В чём заключались причины феноменального роста фондовых рынков?
- Как преломились основные мировые тренды в прошлом году на российском рынке? Какие основные тренды на нем реализовались?
- Какие основные факторы будут влиять на мировую экономику и фондовые рынки в 2020 году?
- Каковы основные риски наступившего 2020 года для российской экономики? Каковы пожелания новому финансово-экономическому блоку правительства?

**Ирина Слюсарева.** Добрый день, уважаемые эксперты. Рада видеть вас на традиционном обсуждении макроэкономических итогов года. Итак, предлагаю начать обсуждение с вопроса: какие ключевые макроэкономические изменения произошли в мировой экономике в 2019 году? В чём причины феноменального роста фондовых рынков?

**Ярослав Лисоволик.** В плане макроэкономической динамики можно выделить два тренда. Первый тренд — замедление мирового экономического роста. Об этом замедлении свидетельствуют прогнозы ряда международных экономических организаций. В частности, прогноз роста мировой экономики в 2020 году ухудшил Международный валютный фонд: прогноз по росту экономики и США, и еврозоны понижен на 0,1 процентного пункта (соответственно, до 2% и до 1,3%). Замедление во многом связано с фактором торговых войн, протекционистскими ограничениями.



Так, в течение 2019 произошло обострение противоречий, в первую очередь за счет усиления противостояния между США и Китаем. Мы видим разрастание взаимных ограничительных мер и в других странах: в этом контексте можно говорить о противостоянии между такими крупными странами, как Япония и Южная Корея. Есть опасения относительно того, в какой мере центральные банки и национальные правительства сумеют замедлить это падение темпов роста. На сегодняшний день налицо отсутствие механизмов совместных действий, отсутствие должной координации макроэкономической

политики (в частности, отсутствие согласованной денежно-кредитной и фискальной политики).

Второй тренд (который тоже внушает определенные опасения): на фоне описанного замедления начинает снижаться спрос в мировой экономике и это негативно влияет на инфляцию. В ряде стран мы видим отрицательные значения процентных ставок, при этом число стран, которые могут быть затронуты дефляционным давлением и процессом ухода ставок в отрицательную зону, растет. Это еще больше затрудняет для регуляторов задачу проведения правильной макроэкономической политики, ведущей к

решению проблемы низкого экономического роста, низкого спроса, низких процентных ставок. У регуляторов не хватает инструментов, достаточных для того, чтобы реанимировать экономическую динамику.

**Ирина Слюсарева.** Иными словами, проблема замедления обозначилась, но путей решения пока нет?

**Ярослав Лисоволик.** Да, решений пока нет. С моей точки зрения, один из вариантов — усиление совместных действий, координация между странами, в том числе, в сфере макроэкономической политики: как денежно-кредитной, так и фискальной. Однако пока что, похоже, происходит обратное: страны

ориентируются на то, чтобы решать свои проблемы поодиночке. Наверное, можно говорить и о недостаточном арсенале мер макроэкономического регулирования, и о том, что сама парадигма взаимодействия между отдельными экономиками пока недостаточно конструктивна.

**Ирина Слюсарева.** Максим, тот же вопрос адресуетя вам.

**Максим Ачкасов.** Прежде всего следует обратить внимание на продолжительность текущего бизнес-цикла, самого длинного в истории финансовой системы: рост продолжался более 10 лет. Сейчас многие экономисты говорят о том, что рецессия может наступить в перспективе 12–24 месяцев.

Второй момент, который стоит отметить, это разворот в денежно-кредитной политике ключевых стран. ФРС фактически остановила цикл повышения ставок и перешла к их понижению. ЕЦБ снизил депозитную ставку до нового исторического минимума в 0,5% после трехлетней паузы и заявил о возобновлении программы количественного смягчения с ноября 2019 года. По моему мнению, это фактически является признанием поражения попыток разогнать экономический рост.

Третий значительный момент — подписание торгового соглашения между США и Китаем. Торговый конфликт этих стран был для фондовых рынков ключевым риском 2018–2019 годов, влияя на темпы роста мировой экономики.

**Ирина Слюсарева.** Соглашение-то подписали, но есть впечатление, что сам сюжет пока не исчерпан?

**Максим Ачкасов.** Соглашусь, это временное перемирие. Минутная передышка в геополитическом противостоянии, которое только началось и обещает стать многолетним. Думаю, что в действительности Китай сегодня

готовится к продолжению этого противостояния, пытаясь сконцентрироваться на устранении своих слабостей. Сегодня у Китая есть две уязвимые точки: зависимость от производства компьютерных чипов и зависимость от рынка нефти. Здесь стоит привести пример: два крупнейших китайских производителя операционных систем объединили усилия с целью разработки операционной системы. В ближайшие 3 года около 20 миллионов компьютеров, установленных в государственных учреждениях Китая, будут заменены компьютерами, произведенными локально. Китайские банки, которые на данный момент в своей работе используют железо и софт, произведенные американскими компаниями Oracle и IBM, постепенно полностью перейдут на китайские продукты.

Четвертый важный макроэкономический фактор, действовавший в 2019 году, — продолжение печатания денег ключевыми центральными банками и вливание ликвидности в мировую финансовую систему. В результате центральным банкам удалось стабилизировать экономический рост, темпы падения удалось замедлить и сейчас можно видеть стабилизацию. Но в любом случае риски рецессии остаются существенными. Например, один из самых важных индикаторов, который свидетельствует о здоровье американской экономики, — индекс промышленного производства. Так, показатель за декабрь 2019 года (47,2) оказался ниже прогноза аналитиков (49,0) и опустился до самого низкого значения, начиная с июня 2009 года. Индекс держится ниже порогового значения (50) с августа 2019 года, уже 5 месяцев подряд. Это свидетельствует о том, что темпы экономического роста сокращаются. Что же касается роста фондовых рынков, то в этом

плане 2019 год был рекордным: все 38 основных классов активов на фондовых рынках показали положительную доходность. Такого результата финансовые рынки не наблюдали последние 13 лет.

Основной причиной стало сочетание трех факторов, идеальное для роста фондовых рынков. Первый фактор — низкая инфляция. Второй фактор — смягчение денежно-кредитной политики. Третий — низкие процентные ставки.

Также следует заметить, что два ведущих центральных банка продолжили скупать облигации на открытом рынке, вливая ликвидность в рынки. Так, например, по оценке агентства Блумберг, ФРС США за последнее полугодие 2019 влила в фондовые рынки порядка 300 млрд долларов через операции репо и покупки облигаций.

**Евгений Гавриленков.** Максим упомянул о прошлогоднем снижении ставки ЕЦБ, но следует все же уточнить, что европейский регулятор имел сейчас возможность понижать только депозитную ставку. Ставки ЕЦБ оставались неизменными (точнее, неизменно низкими) более трех лет, с марта 2016 года: базовая ставка по кредитам — на нулевом уровне, ставка по маржинальным кредитам — на уровне 0,25%, ставка по депозитам — на уровне минус 0,5% годовых. В сентябре 2019 года Европейский центральный банк опустил депозитную ставку на 0,1 процентного пункта и объявил о возобновлении программы денежного стимулирования. Эта мера действительно имела какое-то значение.

На первом заседании, проведенном новым руководителем ЕЦБ, Кристин Лагард, процентные ставки оставлены без изменений. Но риторика Европейского центрального банка поменялась.

Хотел бы сказать и о некоторых политических изменениях, тесно связанных с экономическими процессами. Во-первых, в течение года наблюдался повсеместный рост социальной напряженности. Практически вся Латинская Америка была охвачена волнениями. Порой политические изменения имели не только внутренние корни, но и внешние — если говорить, например, о Венесуэле. Но ведь и в Чили, достаточно успешной стране с рыночно ориентированным населением, осенью случились серьезные события. В Сантьяго начались протесты, довольно быстро демонстрации перешли в столкновения с полицией, распространились на другие города и регионы Чили; к подавлению подключили армию. Протестующие требовали принять новую Конституцию, увеличить налоги на богатых, повысить минимальные зарплаты и пенсии. В результате правительство спешно разработало пакет поправок стоимостью 1,2 миллиарда долларов (включает повышение минимальной пенсии и зарплаты; снижение цен на лекарства, медицинское обслуживание и электроэнергию; повышение налогов для богатых; снижение зарплат депутатов и высокопоставленных госслужащих). Причем триггером для волнений миллионов людей стал как будто бы пустяк — небольшое повышение стоимости проезда в метро и наземным транспортом.

Уж не говорю о волнениях в других странах континента, менее успешных.

Но возьмем даже такую спокойную (в плане организованных протестов) и благополучную европейскую страну, как Германия: и там бастовал персонал компании «Lufthansa», причем дошло до того, что транзитным пассажирам (они не имеют шенгенской визы и не могут выйти в город) ставили раскладушки прямо в транзитном терминале аэро-



порта во Франкфурте-на-Майне. Уж не говорим о Франции.

**Ирина Слюсарева.** Как же! о тамошних событиях мы, если помните, начинали говорить еще на прошлом круглом столе.

**Евгений Гавриленков.** Там протесты тоже имеют транспортные, если можно так выразиться, корни. В результате в течение двух месяцев было нарушено движение парижского метро, автобусов, а также на железных дорогах. Все эти события, скорее всего, внесут свой негативный вклад в динамику ВВП страны. Триггером стала попытка проведения всеобъемлющей реформы пенсионного обеспечения, а также попытка стабилизировать финансовое положение ряда транспортных компаний (как в Чили). Звучали требования отменить реформу пенсионной системы, которая по замыслу властей предполагала не просто повышение пенсионного возраста, но и схему начисления пенсий, а также ликвидацию многочисленных отраслевых льгот. Надо сказать, пенсионная система во Франции изначально была построена весьма непродуманно. Они еще как-то могли работать в условиях постоянного роста финансовых рынков. Однако сейчас у консервативных инвесторов, к коим относятся пенсионные фонды, существенно снизилась возможность получать на рынках облигаций те доходности, которые обеспечивали бы требуемые объемы пенсионных выплат. И просчеты в пенсионных схемах уже невозможно игнорировать. Так что, хотя те решения, которые нашло правительство Макрона, тактически, возможно, были неудачными — поскольку намеченные реформы должны затронуть все население, так что забастовки транспортников нашли широкую поддержку в обществе, — но стратегически они верны.

**Ирина Слюсарева.** А что за проблемы с пенсионными схемами-то?

**Евгений Гавриленков.** Помимо досрочного выхода на пенсию (очень льготного), для работников, например, компании SNCF (Société Nationale des Chemins de fer Français) еще и размер пенсии исчисляется по результатам последних шести месяцев работы. Это пик зарплаты, после этого человек практически сразу уходит на пенсию и, в сущности, продолжает получать примерно те же деньги. Тогда как новые работники, только выходящие на рынок труда, и их работодатели отчисляют в систему пенсионного обеспечения гораздо меньшие суммы, поскольку уровень оплаты труда у начинающих трудовую жизнь работников гораздо ниже. Такая система явно должна была пойти вразнос. И она пошла.

Но важны не только описанные сюжеты, каждый в отдельности. Важно, что они явно образуют некую совокупность. В разных странах мира возникают типологически сходные проблемы, развиваются сходные конфликты вокруг похожих узлов.

Так что имеются предпосылки для обобщения.

**Ирина Слюсарева.** Давайте обобщим?

**Евгений Гавриленков.** Прошлый год показал, что система нестабильна. Что мягкая денежно-кредитная политика приводит к тому, что богатые становятся богаче, а бедные — беднее. Неважно, люди или компании, — мы обобщенно говорим об экономических агентах, которые могут быть бедными или богатыми. Богатые имеют активы, под низкие ставки они легко могут занять денег и купить еще больше активов, причем активы могут быть не только в виде ценных бумаг, но и реальными.

Если деньги дешевы, то покупка реальных активов — это совершенно рациональное поведение. Но что означает покупка инвесторами (теми

же хедж-фондами) реальных активов, скажем, в крупных городах? Это означает повышение ренты — не только в секторе жилья, но и в секторе коммерческой недвижимости. То же самое — в сельском хозяйстве. Если туда приходят инвесторы, то начинается перераспределение активов в виде земельных участков, их укрупнение. Крупные владельцы повышают ренту, это сказывается на динамике производственных цен.

Во многих развитых странах динамика инфляции при этом низкая (чуть выше в Великобритании, по ряду причин). Но если смотреть конкретно лишь на сегмент продуктов питания, то там идет довольно приличный рост цен. Это вроде бы несущественно, поскольку в общем объеме потребления в развитых странах стоимость продуктов составляет примерно 10–15%. И повышение цен на продукты не очень заметно сказывается на уровне инфляции. Но это повышение очень существенно бьет по наименее обеспеченным слоям населения, у которых на еду расходуется значительно большая часть бюджета. И вот — мы видим протесты. По той же причине наблюдаем уход с рынка крупных ритейлеров: их расходы (в частности из-за роста арендной платы) растут, растет и конкуренция со стороны онлайн-торговли.

Все эти изменения серьезно сказываются на настроениях широких масс. Таков мой вариант ответа на вопрос о ключевых макроэкономических изменениях.

Пожалуй, добавлю лишь пару слов насчет торгового соглашения между Китаем и США. На мой взгляд, эта торговая битва практически не имеет никакого смысла. Поскольку у Китая нет потенциала снижать свой торговый профицит, и так существенно уменьшившийся за последние лет

десять: предварительно, не имея точной статистики 2019 года, можно его оценивать примерно в 40 млрд долларов. Для Китая это ноль. Сейчас Китай уже не может перенаправлять свои валютные доходы на американские рынки, покупать treasuries и так далее. Поэтому война между США и Китаем представляется весьма бессмысленной акцией, за которую, скорее всего будет расплачиваться Европа, поскольку, увеличив объемы покупок американских товаров (в частности, продовольствия), Китай, скорее всего, временно уменьшит импорт соответствующих товаров из других стран. Но это не решит проблему больших дефицитов (счета текущих операций и бюджета) в США.

Думаю, в будущем мы будем наблюдать возрастающее напряжение между Америкой и Европой.

**Ирина Слюсарева.** Хорошо бы!

**Евгений Гавриленков.** Потому что Европа потенциально сейчас остается единственным крупным кредитором. По сути, это тот источник потенциальной ликвидности, который мог бы, так или иначе, способствовать снижению внешнего дефицита Америки.

Китай немного дождут, и этот сюжет будет постепенно стихать. Рынки, конечно, пока на него реагируют, но мало ли на что реагируют рынки. Когда денег в системе много, то рыночная реакция на любые новости получается заметной.

**Ярослав Лисоволик.** Думаю, начало года уже показало, что на одно из первых мест в рейтинге рисков перемещается геополитика, при этом риски могут реализоваться не только на Ближнем Востоке, но и в других регионах. Хотя, конечно, Ближний Восток наиболее, так сказать, сейсмичен, наиболее взрывоопасен в геополитическом плане.

Другой компонент рисков — внутриэкономическая политика. Думаю,

мы входим в новый этап, когда после длительного периода сбережений российские власти будут больше фокусироваться на расходах. И здесь ключевым параметром будет эффективность бюджетных расходов.

При этом еще один ключевой для российской экономики риск — дальнейшее замедление мировой экономики. Вероятность мировой рецессии, конечно, оценивается по-разному. Но многие руководители крупнейших компаний США, согласно опросам, считают этот риск основным.

Если мы сталкиваемся с угрозой глобального замедления, то вопрос эффективности бюджетных расходов, вопрос о том, насколько они будут способствовать поддержанию экономической активности, — становится для российской экономики ключевым. И конечно, еще один фактор риска для 2020 года — очередной транш санкций. В условиях, когда наступает время электоральных событий, важных для США, тема внешних ограничений может быть реанимирована. Этот риск рынкам тоже следует учитывать.

Что будет в 2020 году с российским экономическим ростом? Думаю, тут мы можем увидеть некоторое оживление по двум ключевым направлениям: и в потреблении, и в инвестициях. Это во многом связано с переходом к наращиванию бюджетных расходов. Вообще у меня складывается впечатление, что новая философия экономического развития схожа с модернизационной моделью, которая получила название — «большой рывок», Big Push. Упрощенно, эта модель предполагает, что наращивание большого объема трат может достаточно серьезно «завести» экономику, если эти траты производятся по достаточно широкому спектру отраслей (а именно это мы видим в национальных про-

ектах). Если это так, то этот импульс должен быть достаточно мощным для того, чтобы вывести российскую экономику из сонливости и стимулировать ее работать более активно на протяжении средне- и долгосрочного периода.

Возникают очень большие вопросы относительно того, насколько успешно была реализована стратегия Big Push на протяжении предыдущих десятилетий в разных странах. Некоторые эксперты считают, что в ряде стран модель работала достаточно успешно. Были также такие страны, где она работала не слишком впечатляюще, — в том числе, в Латинской Америке. Но суть в том, что стратегия большого рывка, наверное, должна предполагать, что в течение нескольких следующих лет будут не только произведены масштабные бюджетные расходы, но также появится механизм, который обеспечит устойчивость и жизнеспособность роста, — в том числе, за счет вовлечения частного капитала, частного бизнеса. В том числе, иностранных инвестиций. Тема вовлечения и участия иностранных инвестиций в национальные проекты становится все более обсуждаемой в деловых кругах.

Теперь о пожеланиях новому финансово-экономическому блоку правительства. На этот вопрос отвечу кратко: хотелось бы увидеть в расходах такую же эффективность, какая была показана в части консолидации доходов бюджета в предыдущие годы. Если мы посмотрим на собираемость налогов, на показатели бюджетных доходов, то там ситуация впечатляющая. Если расходы будут производиться с той же эффективностью, то это не только станет стимулом для экономического роста, но и даст населению почувствовать, что средства, которые оно отдает на развитие, приносят серьезную отдачу. Мне кажется, это будет



очень важным для вовлеченности широких слоев населения (и среднесрочной, и долгосрочной) в процесс экономического развития.

**Ирина Слюсарева.** Иными словами, российским экономическим агентам следует научиться тратить?

**Ярослав Лисоволик.** Именно.

Научиться тратить эффективно — наша самая важная задача на данном этапе. Она стоит не только перед страной в целом, но и перед отдельными инвесторами, потребителями и так далее. Собственно, для инвесторов она будет становиться все более и более значимой, поскольку численность частных российских инвесторов серьезно растет. И, отвечая на вопрос об основных трендах российского рынка, следует отметить именно это — приход на российский финансовый рынок значимого количества частных розничных инвесторов. По нашим оценкам розничные инвесторы владеют 1 триллионом рублей инвестиций в российские акции, при этом количество индивидуальных брокерских счетов на Московской бирже возросло за прошлый год почти в 2 раза и превысило 4 миллиона. На вложения в акции приходится лишь около 2% финансовых активов домохозяйств, что крайне мало по международным стандартам, и что свидетельствует о потенциале дальнейшего роста притока средств розничных инвесторов на фондовый рынок России. По мере того, как снижаются ставки (в том числе, депозитные), у все более широких слоев населения растет аппетит к инвестициям на фондовом рынке. И очень важно тактично и эффективно регулировать эти процессы, чтобы население было ограждено от злоупотреблений.

**Ирина Слюсарева.** Процесс вовлечения в фондовый рынок широких слоев частных инвесторов был с

очевидностью инициирован сверху, реализовался последовательно, по продуманному плану, а по ходу реализации постоянно мониторился и обсуждался с инвестиционным сообществом. Большой респект регулятору в лице Банка России, а также непосредственным кураторам проекта: имен называть не будем, дабы избежать подозрений в подхалимаже, но имена эти более чем хорошо известны как причастным, так и непричастным. Снимаю шляпу.

**Ярослав Лисоволик.** Я уже говорил, что основные риски — это внешние угрозы и замедление мировой экономики. События начала 2020 года показывают, что у российской экономики уже накоплен определенный запас устойчивости к внешним шокам. Но баланс рисков таков, что внешние факторы перевешивают. И накопленные резервы сейчас, вероятно, будут достаточно активно использоваться для нейтрализации внешних рисков. Считаю, что на фоне роста вовлеченности населения в финансовые рынки, на фоне притока средств населения и все еще достаточно сильной макроэкономической позиции России в 2020 можно рассчитывать на благоприятную динамику российского фондового рынка и российской экономики в целом.

**Ирина Слюсарева.** Максим, Евгений, предлагаю продолжить обсуждение вопроса, каким образом преломились основные мировые тренды в российской экономике.

**Максим Ачкасов.** Вопреки существующему мнению, одним из наиболее важных факторов, влияющих на доходность развивающихся рынков (включая российский), является денежно-кредитная политика США. До кризиса 2008 года эта зависимость составляла приблизительно 80%. Сегодня она ниже, но 2018 год показал,

что зависимость остается по-прежнему существенной. Поэтому ключевым внешним фактором, который повлиял на доходность российского финансового рынка в 2019 году, стало облегчение денежной политики США, понижение ставок.

Второй фактор (уже внутренний) — сочетание снижения темпов инфляции с устойчивостью экономики и национальной валюты. Это тройственное сочетание поддержало российский рынок акций, который за 2019 год вырос на 45% в долларах США (индекс Мосбиржи, без учета дивидендов), став самым доходным в мире.

**Евгений Гавриленков.** Следует заметить, что примерно год назад ожидания относительно денежно-кредитной политики США трансформировались. До декабря 2018 года большинство наблюдателей ожидало дальнейшего повышения процентных ставок ФРС. Но уже на рубеже 2018–2019 годов эти ожидания поменялись. В России тоже произошли определенные изменения — имею в виду не отдельно денежно-кредитную политику как таковую, которую нельзя отрывать от бюджетного правила, от действий Минфина на рынках. Политика ЦБ и «количественные» интервенции Минфина — это единое целое в наших условиях, когда первый из этих регуляторов поддерживает крайне высокую процентную ставку (что способствует привлечению капитала), а второй, покупая валюту и снабжая систему рублями, способствует некоторому снижению процентной ставки на денежном рынке. В результате действия высокой ключевой ставки российский облигационный рынок ощутил довольно большой приток средств внешних инвесторов. Вследствие высоких ставок и доходности ОФЗ примерно 90% роста внешнего долга в 2019 году пришлось именно

на облигационный рынок, в первую очередь, на рынок государственного долга. В целом получается достаточно странная, но устойчивая статическая картина: хотя бюджетный профицит и снизился, но все равно составил около 2 трлн рублей, и при этом правительство оставалось чистым заемщиком. Счет текущих операций тоже был положительным (70 млрд долларов), чем могли похвастать немногие страны, но Россия активно привлекала средства на долговой рынок. Кстати, профицит счета текущих операций оказался меньшим, чем можно было ожидать — позже объясню причины.

Возвращаясь к денежно-кредитной политике и бюджету, напомним, что активность министерства финансов в рамках бюджетного правила в прошлом году существенно выросла. Если в 2018 году Минфин потратил на пополнение золотовалютных резервов около 2 трлн рублей, то в 2019 — свыше 3,5 триллионов рублей. Это при том, что профицит бюджета-2019 был меньше. Но надо иметь в виду, что за последние годы Минфин накопил примерно 13 трлн рублей, которые может легко закачивать в финансовую систему по своему усмотрению, называя все это управлением ликвидностью. Помимо покупки вброса рублей вследствие покупки валюты на рынке, Минфин представляет депозиты коммерческим банкам, сумма их традиционно колеблется около отметки приблизительно 1,5 трлн рублей, а иногда и выше. Эти деньги Минфин предоставляет на разные сроки коммерческим банкам, в первую очередь, государственным. То есть, довольно большие суммы предоставляются на сроки в один-два-три месяца по ставке, которая определяется как рыночная ставка RUONIA (Rouble OverNight Index Average) минус резервные требования.





Активность Минфина по покупке валюты, начавшаяся со 2-го квартала 2017 года, привела к тому, что рыночная межбанковская ставка (в частности, RUONIA) упала ниже ключевой ставки ЦБ. Получается, что рефинансирование банкам в таких условиях абсолютно не нужно, деньги на рынке стоят гораздо дешевле, чем заимствования у Центрального банка (особенно если занимать под залог не ОФЗ, а других активов). В результате в системе имел место переизбыток ликвидности. Сам факт того, что рыночная ставка межбанковского кредитования была ниже ключевой, об этом как раз и говорит. В прошлом году эта тенденция сохранялась, и, хотя спред между ставками немного снизился, но все равно он составлял 25–30 базисных пунктов — для банков это значимая величина, особенно при существенных объемах заимствования.

Примечательно, что в этих условиях Центральный банк выступает не как кредитор последней инстанции, а как стерилизатор ликвидности, предлагая банком размещать средства на депозитах, а также покупать ОБР (облигации Банка России). Коммерческий банк (в первую очередь, речь идет о крупнейших государственных банках) берет деньги у Минфина под ставку RUONIA минус резервные требования, при этом RUONIA на 25–30 пунктов ниже ключевой ставки, и эти (занятые у Минфина) деньги могут фактически тут же инвестироваться в облигации Банка России, ставка по которым равна ключевой. На этой весьма нехитрой транзакции банки могут легко зарабатывать. Понятно, что к таким операциям вся активность банков не сводится, но эта стратегия — абсолютно безрисковая и не имеющая никакого отношения к экономическому росту. И таких примеров можно привести несколько. Иными словами, проводив-

шаяся в последнее время макроэкономическая политика способствовала появлению определенных диспропорций. Каковы же последствия этих диспропорций? Пока еще нет данных по всему 2019 году [*круглый стол проводился в первой половине января 2020 года. — Прим.ред.*], но можно взять более длительный период, с 2015 года. И проанализировать, что случилось на этом отрезке с динамикой ВВП по компонентам. Мы увидим, что в стране сформировалась экономика, которую я называю двухслойной. В целом ВВП за этот период вырос незначительно: один год была рецессия, потом вялый рост, в 2018 году имело место некоторое ускорение, цифр по 2019 году мы еще не знаем, но они не будут высокими. Накопленный итог по ВВП за этот период порядка 4,0%.

Но в то же время во втором слое имелись быстро растущие секторы.

Если посмотреть, что происходило в наиболее cash rich секторах, которые зарабатывали и поставляли валютную ликвидность, то там накопленный рост за этот период был существенно более высоким. В добывающем секторе рост составил свыше 10%. Сектор госуправления тоже рос достаточно быстро. Третий хорошо росший сектор — финансовая и страховая деятельность, в первую очередь, это банки, которые активно посредничали между первыми двумя секторами и получали комиссии за свои услуги (накопленный рост за пятилетний период может быть близок в 20%). Вот эти три сектора выросли гораздо более существенно, чем все остальное.

Эта двухслойность — неправильное явление. Оно является следствием сложившейся макроэкономической политики, которая сейчас, судя по всему, должна начать меняться.

Речь, на мой взгляд, идет не о том, чтобы тратить больше из бюджета и

даже не о том, чтобы госсредства тратить эффективнее. В прошлом году расходы бюджета выросли больше, чем на 9%. Это приличный рост. Но в темпах роста ВВП этого увеличения расходов мы пока не ощутили. Я, кстати, не исключаю, что реальные темпы роста в 2019 году были чуть выше, чем показывает статистика. Не буду говорить о технических подробностях методик подсчета, их слишком много. Но определенные несоответствия просто очевидны. Например, вызывает сомнения статистика по динамике оптовой торговли, особенно в 1-й половине 2019, когда статистика показывала ощутимое падение, которого в реальности, скорее всего, не было.

Или еще одно несоответствие: уже который год подряд доходы бюджета (причем речь идет в первую очередь о нефтегазовых доходах) растут существенно диковинными темпами. В прошлом году они выросли примерно на 1,5 трлн рублей, это довольно большая величина. Если экономика не растет, а инфляция снизилась, то возникает вопрос: почему? Причем таких лет было не один, несколько подряд. Есть и другие показатели.

В общем, думаю, статистика будет правиться. Сейчас можем просто констатировать, что ряд факторов указывает на недооценку экономического роста в 2019 году.

Теперь зададимся вопросом, чего же можно ожидать в 2020 году. Я уже говорил об активности министерства финансов по покупке валюты и внешнем балансе. Импорт со второго полугодия 2019 года начал расти, причем в 4-м квартале он рос темпами около 10%. Думаю, что эта динамика сохранится как минимум месяцев девять (дальше она несколько затормозится из-за эффекта базы). Кстати, раз импорт так растет, это значит, что потребление не такое уж низкое. И низкая

инфляция рано или поздно приведет к тому, что реальные объемы потребления будут выглядеть вполне радужно, сравнительно с данными, которые публиковались год назад.

Предполагая, что цена нефти далеко вверх не улетит, а сохранится примерно на нынешних уровнях, логично предположить, что динамика экспорта существенно не поменяется. В то же время импорт подтянется, повысится. Это еще один фактор, который сожмет профицит счета текущих операций.

А если мы говорим, что в 2020 году продолжится какой-то экономический рост, то репатриация прибыли не уменьшится, а это довольно существенная величина.

Минфин, напомню, потратил на покупку валюты 3,5 трлн рублей, это означает, что на рынке было куплено 54–55 млрд долларов. То есть, минфин скупил три четверти счета текущих операций. И если в этом году счет текущих операций сократится (а планы минфина, в соответствии с бюджетным правилом, остаются примерно такими же), то возникает вопрос: что будет происходить, когда счета текущих операций может не хватить? Особенно если случится какой-то внешний шок: начнется рецессия, появятся какие-то новые, уже не коронарные, вирусы и так далее. Тогда вполне возможно, что прежнего притока средств на российский облигационный рынок мы уже не увидим. При этом, поскольку в прошлом году на него приходило много денег, то в этом году он уже не будет по-прежнему привлекательным. (Кстати, приток капитала в облигации помог министерству финансов в покупке валюты, и рубль при этом даже не ослаб, а укрепился). Так вот, в условиях непритока капитала, в условиях дальнейшего сжатия платежного баланса из-за роста импорта — мы можем

увидеть на денежном рынке некие коллизии. Минфину придется, например, приостанавливать покупку валюты согласно бюджетному правилу.

За этими процессами будет интересно понаблюдать. Но пока рано их прогнозировать с точностью до месяца. На этом пока остановлюсь, пожалуй.

**Максим Ачкасов.** Мой основной сценарий для мировой экономики — отсутствие рецессии, но также отсутствие какого-либо экономического роста. Неопределенность. При этом риски рецессии все же остаются существенными. Замечу, что рисков рецессии в российской экономике на ближайшие 12 месяцев я не вижу. Возвращаясь к факторам, которые будут влиять на мировую экономику и фондовые рынки в 2020 году, нужно еще раз отметить следующее.

1) Ликвидность — впервые после кризиса 2008 года три ведущих центральных банка мира будут одновременно печатать деньги и вливать в рынки ликвидность: ФРС США сейчас тратит на покупку гособлигаций около 60 млрд долларов в месяц, ЕЦБ — около 20 млрд евро, Центральный банк Японии — около 1,7 триллиона йен. Это беспрецедентные вливания, которые, по моим ощущениям, поддержат рынки в ближайшие 6–12 месяцев. В результате этих действий регулятором удастся стабилизировать экономический рост.

2) Политический популизм — сегодня мы наблюдаем популистские решения и действия, направленные на увеличение влияния государства и снижение влияния частного сектора на фондовые рынки по всему миру. Это — новый тренд. Здесь должен сняться шляпу перед Евгением Евгеньевичем Гавриленковым: он начал говорить об этом первым, еще в августе 2019 года, на круглом столе, который проводила Московская биржа. Тогда я отнесся к

этим оценкам Евгения Евгеньевича немного скептически. А теперь ясно вижу, что это четкий тренд, который будет оказывать влияние на фондовые рынки, возможно, в течение даже нескольких ближайших лет. Основной риск я вижу в том, что в модели госкапитализма, к которой движутся основные страны, инвестиционные решения будут основываться на том, что будет делать правительство или центральный банк. В таких условиях интересы рыночной экономики и фондовых рынков становятся вторичными. В свою очередь это несет очень большие риски для фондовых рынков, за ним нужно внимательно наблюдать.

3) Снижение стоимости капитала. Моя логика инвестора-практика разбивается следующим образом: когда я вижу сочетание: а) растущего долга; б) избытка капитала на рынках; в) неограниченное печатание денег; г) присутствие рычага в финансовой системе; д) неограниченные государственные траты в ведущих странах мира — это говорит мне, что процентные ставки будут низкими в течение продолжительного периода времени и стоимость капитала будет падать. Соответственно, когда стоимость капитала снижается, то доходность основных классов активов тоже будет продолжать снижаться. Последний комментарий — относительно нулевых, фактически, ставок. По моему мнению, деньги не должны быть бесплатными. Но сегодня они во многих местах фактически стали бесплатными. В Дании, например, ведущие банки выдают 20-летнюю ипотеку под нулевые ставки. Ситуация в ЕС такова, что любая компания, имеющая хороший кредитный рейтинг, может получить доступ к бесплатным фактически ресурсам. Это приводит к дисбалансу финансовой системы. К появлению пузырей в разных классах финансовых активов.



Что касается российского рынка акций, то я считаю, что здесь нужно помнить следующее. Когда рынок идет вверх два года подряд, то третий год обычно бывает либо слабым, либо показывает отрицательную доходность. Этот тренд четко наблюдался на российском рынке последние 20 лет. С другой стороны, не вижу в 2020 году каких-то сильных рисков для российского рынка акций. Хотя не вижу и серьезных драйверов. Отечественный рынок акций поддержат несколько факторов: во-первых, ожидание понижения ставок в США (сейчас рынок ожидает продолжения понижения ставок в 2021 году); во-вторых, возможное ослабление курса доллара (если доллар ослабеет, то это очень мощно поддержит и российский рынок, и вообще развивающиеся рынки); и в-третьих, наш рынок поддерживает ликвидность, которая продолжает возвращаться, высокая дивидендная доходность российского рынка акций и стабильность российской экономики.

Россия, похоже, находится в достаточно выгодном состоянии сравнительно с западными рынками.

**Ирина Слюсарева.** То есть, все прогнозы присутствующих экспертов относительно перспектив отечественной экономики — благоприятны?

**Евгений Гавриленков.** Кризисы, которые когда-либо случались, мне кажется, крайне редко предсказывались заранее. (*Общий смех*). Но они тем не менее случались. И каждый раз были разными.

**Ирина Слюсарева.** Ждем лилового лебеда.

**Евгений Гавриленков.** Его тоже. А также красного дракона, зеленого змия и других диковинных зверушек. Но то, что рынки перегреты, очевидно. Это медицинский факт. Доходность по 10-летним бумагам Греции, к примеру, опустилась до уровня 1,1%. И это,

несмотря на то, что долг страны составляет примерно 170% ВВП. Как известно, Греция не отличается особой политической стабильностью, социальные протесты там не исключены. Это ведь аномалия: такая доходность по таким бумагам.

Если смотреть на глобальный фондовый рынок, то там индексы тоже в целом выросли, однако не так, как в случае российского рынка. Смотреть только лишь на американский рынок в контексте обсуждения его роста и его связей лишь с динамикой экономики США не очень корректно — ведь он являет собой квинтэссенцию мировых (не только страновых) доходов, на нем представлены компании, которые работают и получают прибыль по всему миру. Кроме того, в результате происходящей во всем мире закачки ликвидности, в конечном счете вся она течет, в общем-то, на американские рынки. Потому что в Европе доходность ниже. Если занимать в Европе по супернизким ставкам и покупать те же трежерис, то инвестор несет только курсовой риск. Причем в условиях высокой ликвидности трежерис всегда можно продать. Зависимость американской экономики (у которой дефицит счета текущих операций гораздо выше, чем темпы роста) от этого притока капитала растет. В такой системе что-то когда-то должно сломаться. Но вот когда именно, предугадать сложно.

Однако, всегда надо иметь в виду, что архимягкая мировая денежно-кредитная политика означает поддержку неэффективных бизнесов.

Я отслеживаю (не периодически, а индикативно), что происходит со сланцевыми компаниями, как меняется их долг. Долг этот растет, он не снижается. И если по каким-либо причинам случится либо снижение цены нефти, либо ставки пойдут вверх, то

вполне возможно, что этот сегмент экономики станет чувствовать себя не слишком хорошо. Не говоря про многие другие производства, в том числе российские.

Впрочем, российская ситуация не похожа на мировую, поскольку ставки в нашей финансовой системе высокие. Даже сравнительно невысокая ключевая ставка 6,25% для населения транслируется в двухзначные значения ставок по потребительским кредитам, а для других заемщиков — в значения, близкие к двухзначным (8–9% и до 10%). При снижающихся темпах инфляции и невысоких темпах роста это тоже не очень устойчивая ситуация.

Подытоживая эту часть нашего обсуждения, можно сделать вывод, что неэффективность растет в очень многих сегментах. Это нарастание масштабов дешевой ликвидности (в России — интервенциями Минфина на валютном рынке, в частности). В итоге, если посмотреть на пять или двадцать крупнейших российских банков, аккумулирующих соответственно более 60% и 80% совокупных активов банковской системы, то денег им девать некуда. Но достойных объектов для инвестирования не так уж много.

Все это говорит о том, что возникли громадные перекосы, которые должны быть как-то устранены.

**Максим Ачкасов.** Можно сделать одну ремарку? В мировой финансовой системе развились очень нездоровые тенденции: были нарушены правила игры. Удерживая экономический рост любыми способами, центральные банки прототвращали естественные кризисы в мировой экономике. Создавались препятствия в оздоровлении экономики с помощью банкротств слабых компаний в моменты кризисов. Плохие, некачественные компании

вместо банкротства получали доступ к дешёвому финансированию и продолжали функционировать. Таким образом, был остановлен естественный процесс экономического оздоровления, который всегда происходит во время экономического кризиса.

**Евгений Гавриленков.** Что в результате происходит. Политика денежного популизма, которая (в той или иной форме) длится уже около десяти лет, в итоге приводит к популизму политическому. Наглядный пример — Бразилия, например, которую в контексте разговора о популизме в Латинской Америке я не упомянул по чистому упущению. Однако, этот пример весьма красноречив. В начале 2019 года выборы в Бразилии, как известно, выиграл новый президент Жаир Болсонару, мало кому известный три-четыре года назад. Во время предвыборной компании он обещал фермерам расширить доступ к землям, увеличить масштабы вырубки лесов с тем, чтобы увеличить площадь земель сельскохозяйственного назначения (пашни, выпасы и так далее). И вырубка амазонской сельвы действительно началась, причем в таких масштабах, что в определенные месяцы за минуту в целом по стране вырубалась площадь, равная футбольному полю. Довольно быстро мир увидел, к чему привел этот процесс. При этом, как мы помним, лесные резерваты атлантического побережья и ряд иных бразильских ландшафтов входят в список объектов всемирного наследия ЮНЕСКО. Кроме того, территории очищались не только вырубанием леса, но и его выжиганием. Это привело к страшным пожарам, которые длились неделями и происходили в таких масштабах, что в некоторых штатах пришлось объявлять чрезвычайное положение. Значительная часть пожаров произошла в тропических лесах

Амазонки. Вот крайний пример популизма в конкретной стране.

Но в целом популизм присутствует, в той или иной форме, на всех континентах. Это к вопросу о лебедях, прилетающих внезапно и несущих неприятные неожиданности, вне зависимости от того, в какой цвет окрашено их оперение.

В контексте вероятности прилета таких птичек хотелось бы указать на важность еще одной темы. При поверхностном взгляде эта тема не связана с обсуждаемыми вопросами напрямую, но на самом деле принципиально важна. Следует отдавать отчет, что мы в принципе не имеем надежного знания относительно процессов, происходящих в экономике. Конечно, Россия — особый случай, в отечественной статистике достаточно много внутренних противоречий и погрешностей. Отчасти это связано с тем, что рабочие мощности Росстата ограничены его финансовыми ресурсами, которые весьма скромны. Но масштаб проблемы значителен, погрешности можно обнаружить даже в опубликованных данных по промышленности. Например, публикуются цифры год к году, параллельно Росстат публикует также цифры месяц к месяцу. Так вот, если мы на основе данных о росте из рубрики «месяц к месяцу» посчитаем годовые показатели, то итоговая цифра не всегда будет гарантированно равна цифре за тот же самый год из рубрики «год к году», между ними может быть большое расхождение. Для данных за 2019 год такой эффект, в частности, пока наблюдается в случае добывающей промышленности. Потом это расхождение будет поправлено, но инвестиционные решения-то на основе этих данных каким-то экономическим агентам (да и не только им) приходится принимать именно сейчас, а не тогда, когда статистика будет поправлена.

Однако дело далеко не в особенностях работы Росстата, проблема шире. Значительно шире. Проблема заключается в том, что в мире такое тоже происходит. И в ощутимых масштабах.

Очень сложно, например, надежно оценивать инфляцию. Дело не в методах точной оценки стоимости товаров, входящих в пресловутую потребительскую корзину. А в том, что в современном мире стали, например, в большом количестве появляться сервисы нового типа, за которые потребитель вроде бы не платит. Поэтому они не могут быть оценены, и, соответственно, включены в ту самую корзину. Скажем, появились такие бесплатные сервисы, как программы-мессенджеры, системы интернет-бронирования жилья, онлайн-ного просмотра фильмов и так далее. Эта тема с недавних пор начала достаточно широко обсуждаться, особенно прошлого года несколько заметок на эту тему опубликовал журнал «The Economist». Потребитель получает подавляющее большинство этих сервисов через сеть Интернет. Он, конечно, платит за доступ к интернету, но не платит (как бы) за сами сервисы — не платит, например, сайту Booking.com за услугу бронирования отеля в Риме, или сайту Arnbnb за услугу бронирования квартиры в Барнауле, или тому же сайту Алиэкспресс за то, что получил возможность выбирать товар, рассматривая предложения десятков, а то и сотен производителей. И вот мы бесплатно бронируем жилье в любой точке мира через различные сервисы букинга, звоним в другой город через программу WhatsApp, что-то на этом выигрываем. Это удобно и вроде бы ничего не стоит.

Но в какой-то момент возникает вопрос: а так ли уж правильно, что мы не платим за эти услуги? В смысле, пра-

вильно ли, что они не входят в индекс инфляции? Ведь кто-то все равно их произвел. Кто-то договаривался с отелем, с владельцем жилья, обменивался информацией, осуществлял юридическую проработку, поддерживал соответствующее программное обеспечение, платил за офис, оборудование и так далее. Соответственно, кто-то за все это все-таки заплатил, но кто? Вот это достаточно сложно выяснить. С целью получить ответ на этот неочевидный вопрос предпринимались попытки опроса, к примеру, людей спрашивали: сколько бы вы заплатили за конкретную услугу, будь она платной. Ответы от респондентов были, но никаких методик пока не получено.

Однако вывод сделать уже можно. И он таков: мы не имеем надежного знания (в том числе, статистического) относительно процессов, которые происходят в мире. В том числе, процессов экономических, финансовых.

А решения те же финансовые регуляторы вынуждены принимать здесь и сейчас. На основе имеющейся информации. Неверной, неточной, искаженной информации. Это — еще один лебедь случайности, неважно, какого цвета.

**Максим Ачкасов.** Хотел бы дополнить эту мысль цифрами. Один из трендов последнего времени — скрытая инфляция. Потребитель привык, например, что он платит конкретную сумму N за конкретный товар, подразумевается, что один и тот же. При этом фактически сам товар на протяжении определенного времени меняется: либо в объеме, либо в качестве. Например, последние лет десять я покупаю в магазине сети «Азбука вкуса» мюсли, к которым привык. Изначально платил, условно, 100 рублей за пачку весом 250 граммов. Сейчас плачу те же самые 100 рублей, но уже за пачку весом 100 граммов. Деньги те же, но количество другое.

Другой пример, уже про качество, нам дает производство автомобилей. Деньги те же, но качество гораздо ниже.

Это и есть скрытая инфляция. Это явление мало обсуждают, регуляторы о нем стараются не говорить, уловить его достаточно трудно. Но оно существует и оказывает существенное влияние на потребление и на экономический рост.

**Евгений Гавриленков.** Если продолжить эти рассуждения, то видим, что качество многих товаров снижается. Эмпирически любому взрослому человеку известно, что условный советский холодильник «ЗИЛ» работал бы 30, а то и 50 лет без особых проблем и был бы очень ремонтпригоден, а новый холодильник (даже известного западного производителя) будет работать, очень вероятно, 4–5 лет, примерно в пределах срока гарантии. И ремонтировать его не имеет экономического смысла.

Это означает рост той же самой неэффективности, только в иной форме. Это означает наличие избыточного, вмененного потребления. А также и наличие избыточного и неэффективного производства. Наличие нагрузки на систему мирового океана, на окружающую среду в целом. Пластик в желудке кита — еще один признак все того же экономического популизма. Экономический популизм связан с популизмом политическим. А популизм, в свою очередь, возникает вследствие того, что значительная часть людей отвыкает от ответственности, от необходимости продумывать свои решения и связывать их с реальностью. Полмира ходит лицом в экран смартфона, не глядя по сторонам. На экране написано, что голосовать надо за такого-то кандидата, поскольку он говорит и обещает приятные вещи, — значит, за него и проголосуем.

**Максим Ачкасов.** Да что говорить о простом обывателе. Многие управляющие крупных фондов, управляющие громадными объемами активов, принципиально не читают тексты, объем которых превышает страницу. Им приходится экономический обзор на 100 страниц — дальше первой страницы почти никто не продвигается.

**Ирина Слюсарева.** Максим уже говорил здесь о том, что в мировой финансовой системе развились нездоровые тенденции: неэффективные компании в кризис уже не уходили с рынка, а получали доступ к дешевым кредитным ресурсам и продолжали функционировать. Таким образом, был остановлен правильный процесс экономического оздоровления через экономический кризис, когда слабые умирали. Получается, что раньше кризис проходил в острой форме, а теперь он размазан. Но зато все живы. Нет ли в таком положении вещей некоторых плюсов?

**Евгений Гавриленков.** Такая модель могла бы работать при условии неограниченности ресурсов.

Но ресурсы — ограничены. Вот в чем и дело. Популизм привел к загрязнению всего и вся. К замусориванию пространства жизненного и пространства информационного (отчасти даже ментального). Нужна серьезная психологическая устойчивость для того, чтобы справляться с идущими отовсюду потоками информационного спама. Пластик в желудке кита — не только символ, но и реальность. Самая что ни на есть реальная. Причем мусор не только в желудках. И не только китов.

**Максим Ачкасов.** Я бы суммировал этот разговор такой фразой. В последние годы три мы столкнулись с тем, что у центральных банков не получается нормализовать экономический цикл. Они стараются, всеми силами

пытаются нормализовать. Но у них не получается.

**Евгений Гавриленков.** Причем, как уже сказано, даже оценить, что именно происходит, довольно сложно.

В мире вырос долг, во всех сегментах. Это признак неэффективности. Жизнь в долг возможна только, когда ставки низкие. Если ставки двинутся вверх, что-то неизбежно начнет происходить. Ссыпаться. А двинутся они могут по любым причинам.

Причем в российской экономике, хотя проблемы долга у нее вроде бы особо нет, говорить об эффективности тоже не приходится. Потому что особого роста экономики нет. Мы на протяжении уже 12 лет растем темпами существенно ниже мировых. Мировая экономика росла, грубо говоря, темпами около 3,5%. Россия за этот период росла в среднем в год на 1–1,2%. Это не свидетельствует об эффективности. Не буду даже касаться регуляторной среды, оценок уровня коррупции. Можно к этим индикаторам по-разному относиться, важна динамика анализируемых процессов: по ряду показателей она ухудшилась.

Но посмотрим на другие вещи. Обсуждая макроэкономические параметры мировой экономики, мы говорили о концентрации активов и ресурсов: богатые богатеют, бедные становятся беднее. В России происходит то же самое. Уже говорилось о возникновении двухслойной экономики — это тоже признак неэффективности. По форме она иная. Угрозы для российской экономики — иные, мы не так зависим от движения процентных ставок, еще имеется потенциал для наращивания долга. Но потребительский долг, что с ним ни делай, все равно составляет сейчас порядка 15–16% ВВП. У части населения здесь срабатывает психологический барьер. Многие понимают, что если зарплата растет темпом, условно,

8% в год, то занимать по ставке 13% не вполне разумно. Однако, другая часть населения по тем или иным причинам хочет (или вынуждена) обращаться к кредиторам, причем по абсурдно высоким реальным ставкам. В итоге высокой долговой нагрузки бедные становятся беднее, а богатые — богаче, и вклад финансового сектора в рост экономики в целом оказывается не таким, каким он мог бы быть.

Хотя нынешняя ситуация в России по части долговой нагрузки на население, конечно, лучше того, что было в 2012–2013 годах.

Возможно, будет происходить коррекция российской макроэкономической политики, от защитной и накопительской стратегии — в сторону более проактивной. У нового правительства есть потенциал для такого поворота: от стабильности к развитию. Там появилось довольно много людей, которые реализовывали серьезные проекты и добивались успеха.

Думаю, что в текущем году рост российской экономики будет несколько выше. И, как я уже упоминал, прошлогодняя статистика тоже вызывает много вопросов: возможно, в 2019 году реальный рост тоже был несколько выше того, что представлялось статистикой. Есть стойкое ощущение, что все-таки не было такого значительного спада в ритейле, что выше была динамика производства, еще ряд признаков того же рода. Но статистика всегда поправляется.

Суммируя, можем сказать: да, в России тоже есть набор «неэффективностей», но их меньше. Россия еще не накопила масштабного долга, мы еще не так сильно залезли в потребление будущих поколений. Россия в этом плане менее уязвима, у нее есть пространство для маневра, для понижения ставок. Есть макроэкономические

рычаги для исправления ситуации, которыми множество стран уже не располагает. И можно ожидать лучших результатов.

**Максим Ачкасов.** Соглашусь. В результате осторожной и мудрой политики Банка России российская экономика более устойчива к внешним шокам.

**Евгений Гавриленков.** Я бы добавил для характеристики этой устойчивости, что сейчас российский общий внешний долг (с учетом рублевой части государственного долга, а также корпоративного долга перед прямыми инвесторами, то есть, компаниями, которые работают в России) ниже объема золотовалютных резервов. Стран с такой позицией — единицы.

**Максим Ачкасов.** Кроме того, Россия среди всех развивающихся рынков находится на последнем месте по объему внешних заимствований. Это тоже является защитой от внешних шоков.

**Ирина Слюсарева.** Думаю, этими соображениями имеет смысл завершить наше обсуждение. Огромное спасибо. Было интересно, концептуально и неожиданно. Впрочем, при таком составе экспертов к обсуждениям высокой плотности и качества почти можно привыкнуть. Спасибо уважаемым участникам за то, что нашли время для разговора. □