

Новая экономическая многополярность

После коррекции рынки по всему миру вернулись до уровня, с которого начали идти вверх. Что дальше?

О том, каков «диагноз» текущего состояния мировой экономики и каковы могут быть последствия, говорят участники круглого стола НАУФОР — главный экономист «Дойче Банка» Ярослав Лисоволик, директор Центра развития фондового рынка Юрий Данилов и главный экономист «Тройки Диалог» Евгений Гавриленков. Модератор — Ирина Слюсарева («Вестник НАУФОР»).

— Уважаемые эксперты, каков ваш диагноз происходящего на финансовых рынках? Важно ли точно определить, является это рецессией или финансовым кризисом? И может ли все «пройти само»?

Ярослав Лисоволик. С моей точки зрения, ситуация пока не достигла той стадии, которую можно охарактеризовать как полномасштабную вторую волну финансового кризиса или полномасштабную рецессию. Пока экономические показатели тех же Соединенных Штатов однозначно не свидетельствуют о том, что рецессия неминуема.

Возможности для предотвращения рецессии в экономике ограничены. Они более ограничены, чем в период борьбы с первой волной кризиса. Сейчас имеется намного больше бюджетных ограничений. Вообще, бюджетные инструменты сейчас вряд ли могут быть задействованы в той значительной степени, как это было несколько лет назад. Но возможности для исправления ситуации

все-таки есть. Я считаю, что очень важно и Европе, и США принять меры, для того чтобы показать финансовым рынкам, что качество макроэкономической политики улучшается, предпринимаются меры для ограничения бюджетных дефицитов, для ограничения госдолга. И с другой стороны, с точки зрения других инструментов (в частности, инструментов денежно-кредитной политики), с точки зрения структурных реформ предпринимаются меры для активизации экономического роста. Пока что резервы есть, но еще раз подчеркну, что время работает не на США и Европу. Чем дольше продолжается нестабильность на финансовых рынках, тем меньше возможностей для предотвращения рецессии.

Евгений Гавриленков. Я думаю, что правильно говорить не столько о финансовом кризисе, сколько о более общем экономическом кризисе.

Финансовые проблемы, которые возникли за последнее десятилетие, являются следствием попытки поддержать рост на привычном для развитого мира и мировой экономики уровне. До кризиса люди привыкли к тому, что мировая экономика должна расти на 4–5%. Хочу напомнить, что предыдущее десятилетие мировая экономика не росла темпами 4–5%, скорее, рост составлял около трех. 4–5% были достигнуты за счет искусственного стимулирования спроса в развитых странах, в первую очередь США. В Европе в меньшей степени, но тем не менее это тоже имело место. Стимулирование шло по разным каналам — через частный сектор, через государственный. Во всех странах была своя специфика, отсюда возникли разные финансовые проблемы.

Поэтому в моем понимании нынешняя ситуация — это все тот же финансово-экономический кризис, его следующая волна (вторая, третья — можно называть по-разному). До девятого вала, думаю, далеко.

На мой взгляд, проблема может решиться только сама. Не думаю, что власти могут сделать что-либо еще, если мы сейчас вспомним, что уже обещано. Федеральный резерв обещал в течение двух лет держать ставку на уровне, близком к нулю. Это было сказано явно, и отступить от этих слов будет очень нехорошо.

На мой взгляд, это неправильная политика, потому что насыщение мировой финансовой системы деньгами, как видим, даже не помогло рынку. После нынешней коррекции рынки







практически по всему миру вернулись до того уровня, с которого начали идти вверх перед самым началом второго этапа «количественного смягчения». Правительственные деньги помогают избежать более глубокой рецессии. Эта мера действительно сработала в конце 2008 — начале 2009 года. Но эти деньги в рыночной экономике никогда никому не помогли начать расти и демонстрировать устойчивые темпы роста.

К сожалению, существовали завышенные ожидания. В конце прошлого и даже в начале текущего года прогнозы относительной мировой и той же самой американской экономики были более осторожными. Но внезапно в разгар количественного смягчения и роста фондовых индексов в феврале Федеральный резерв повысил свой прогноз роста на этот год до 3,4–3,9, то есть почти до 4%. Очень трудно понять, на основе чего это было сделано. Постепенно оптимизм угасал. В июне МВФ выпустил свой уточненный Outlook, где темпы американской экономики на этот год прогнозировались уже в 2,6–2,9%. А сейчас все уже сводится к 1,6–1,7%. Такая ошибка непозволительна.

Завышенные ожидания основывались на той гипотезе, что привычные методы стимулирования, то есть практически неограниченное количество денег, вбрасываемое в систему, заставит частный сектор потреблять и производить. Но пока эти меры, как видно, не приводят к росту, а только способствуют снижению доходностей американских гособлигаций — снижают ставки, что мы уже наблюдали, — неопределенность на рынках и в экономике сохраняется.

Почему деньги ушли в облигации, в золото? (Даже нефть не упала значительно.) Потому что такое количество денег просто некуда вкладывать. И их обещано еще больше, что не поможет решить проблему. Думаю, что в ближайшие годы развитые страны вряд ли будут находиться в рецессии, рецессия

в условиях денежного изобилия вряд ли состоится. Скорее, реализуется вариант, похожий на японский, — очень вялый рост, временами периоды краткосрочного спада. Я бы ожидал, что в ближайшие годы развитый мир будет расти на 1%, в лучшем случае на 1,5%. (За исключением Японии, где в будущем году после нынешнего провала будет рост.) Но в целом рост от 1 до 1,5% — это лучшее, что бы я ожидал.

Финансовые проблемы в еврозоне я бы видел меньшими по масштабам. Гораздо больше проблем я вижу в Америке, исходя хотя бы из того, что масштаб диспропорций там гораздо выше. Во-первых, отношение долга к ВВП в Америке выше и растет быстрее, дефицит счета текущих операций там выше 3%. В еврозоне тоже есть проблемные страны, но в этом году там ожидается консолидированный бюджетный дефицит 4,3% — вместо девяти американских. Дефицит счета текущих операций, который все годы был близок к нулю, сейчас для еврозоны вряд ли составит более половины процента. Это означает, что и долг будет расти более медленными темпами, и масштаб начальных диспропорций все-таки чуть меньше. И Европа пока не применила то последнее средство, которым пользовался Федеральный резерв, то есть просто печатать деньги в гигантских масштабах. Европейцы пока пытаются решить институциональные проблемы, дисциплинировать те страны, которые возлагают надежды на богатых кредиторов. Решения в еврозоне, конечно, будут приниматься, и кроме как продолжать печатание денег, других решений пока нет. Но в Европе, в отличие от Америки, скорее, будут решаться фундаментальные, в первую очередь институциональные проблемы, а деньги будут вбрасываться уже в самый последний момент. Америка пошла по другому пути — сразу раздала деньги, ожидая, что это вынесет экономику на какой-то новый уровень.

— Предлагаю расширить зону обсуждения. Оставляем первый вопрос, но добавляем следующий. Будет ли в мировой экономике рост и какой? Как начать расти? Какие страны могут быть драйверами роста?

Юрий Данилов. Начну с первого вопроса. О рецессии пока говорить нет никаких оснований. Рецессия — это строго статистическое определение. Можно говорить о второй волне (опять-таки слово «кризис» я бы тоже не употреблял) падения финансовых рынков. Здесь я принципиально соглашусь с бывшим президентом Киргизии, который спрогнозировал, что в октябре будет чудовищный обвал. Действительно где-то в это время возможна третья волна падения, хотя обвал вряд ли будет можно назвать чудовищным.

Финансовый мир ждет сейчас некая неустойчивость, неопределенность, в рамках которой возможны провалы.

Если же говорить о том, что нас ждет в реальной экономике, то видимо, рецессии не будет. Согласен, если при том количестве денег, которое напечатано, будет еще и падение, то это означает, что существующая модель экономики не работает вообще. Значит, рост будет. Но он будет невысоким. Не готов сейчас говорить о цифрах. Мы входим в принципиально новую ситуацию. Нынешний кризис отличается от предыдущих по целому ряду параметров — он тоже стандартный элемент экономического цикла, но проходит в новых условиях. Сейчас взбадривание экономики не достигает своей цели, и очень может быть, что не достигнет. Развитый мир на некую долгую перспективу будет вынужден жить с низкими темпами роста, а драйверами будут совсем другие страны.

В первую очередь Азия, возможно, Африка, другие страны и регионы.

Есть еще и второй момент отличия от предыдущих кризисов. Если раньше развитые страны в большинстве своем не достигали значительного уровня госдолга, то сейчас очень многие подошли

к уровню 100% долга к ВВП. И дальнейшее поведение этих стран говорит о том, что, возможно, мы столкнулись также с неким политическим кризисом — та модель демократии, которая раньше работала, перестает работать в новых условиях.

В чем суть этого кризиса? Западные политики ни в коем случае не могут допустить снижения жизненного уровня своих избирателей, иначе за них перестанут голосовать. Но когда жизненный уровень избирателей столько лет поддерживается за счет роста не столько производства, сколько за счет роста долга, это приводит к ситуации, когда государство может оказаться банкротом, то есть когда следование интересам избирателей чревато гибелью национальной экономики.

В этой ситуации более зрелые европейские демократии все-таки идут на сокращение расходов. В качестве примера я бы назвал Италию. Менее зрелые демократии, такие как Греция, могут закончить дефолтом. Самые большие опасения у меня вызывает все-таки Америка, потому что американские политики склонны двигаться в сомнительном направлении (хотя слово «дефолт» к Америке неприменимо). И от того, насколько американская демократия сможет сама себя реформировать, в значительной мере зависит поведение мировой экономики в ближайшие лет десять. То есть по ряду параметров кризис затронул уровни более глубокие, чем экономические, это и кризис общественный.

И опять-таки есть еще одна причина для того, чтобы периферийные страны западной демократии стали слабым звеном. Если в Америке, Германии, Франции промышленное производство замещается высокими технологиями, высококвалифицированными научными исследованиями, высококачественными услугами, то я не вижу, чем заместить производство в Греции. И когда страна перестает





производить что-либо, то в условиях мирового разделения труда она обречена выпасть из обоймы развитых. Это новый риск, с которым мы имеем дело.

— Предполагается, что в новые времена развивающиеся страны найдут (могут найти) некие новые возможности. Тут напрашивается вопрос: а что же будет с Россией? Не случится ли так, что новых преимуществ развивающихся стран она не получит, но при этом при ней останутся ее старые недостатки (опять-таки исторически присущие ей как стране развивающейся)?

Е. Г. Ответ банален. В случае России многое будет зависеть от политики. Потенциал роста у нас большой, уровень доходов в стране в среднем невысок, ресурсов много.

В Америке существенных проблем больше. Одна из них — макроэкономические диспропорции: избыточное потребление домашних хозяйств, относительно невысокая доля инвестиций. Ликвидировать их быстро не получается. Да, частный долг был частично замещен государственным, но это не решает общей проблемы. Долг — любой — все равно придется погашать, и даже через инфляцию это не произойдет быстро.

Другая проблема, которая тоже будет ограничивать возможности роста американской экономики и трансформировать всю мировую систему — это то, что доллар по-прежнему будет оставаться резервной валютой. И в ситуации активной работы печатного станка Федерального резерва доллар объективно должен слабеть. При этом, хочу напомнить, что даже в условиях нынешней нестабильности доллар не ослабевал против евро больше чем до 1,4. (Сейчас мы видим доллар 1,44–1,45 против евро.) Евро тоже не универсальный бенчмарк, и поэтому уместно также посмотреть либо на взвешенный индекс, либо на то, что произошло с долларом за предыдущие 12 месяцев. И мы увидим, что доллар ослаб при-

мерно на 12–14% против практически всех валют тех стран, где инфляция относительно низка.

Это означает, что не евро сильный, а доллар слабый. И поскольку сырье (а также многое другое) торгуется в долларах, то это поддерживает относительно комфортные условия для России. Цены на нефть, несмотря на все страхи, остаются высокими, денег много, и они не только идут в золото, но также остаются в нефти и другом сырье. По Америке это ударяет еще сильнее. Лет 6–7 назад ведущие инвестиционные дома выступили с тезисом, что Америке нужен слабый доллар — 1,4–1,6 к евро,— и вот тогда исчезнут все дисбалансы. Но мы уже видели доллар на этих позициях, а дефицит счета текущих операций остался на уровне 3–4% к ВВП. Америка является импортером сырья. Если при избыточном печатании денег доллар слабеет, а цены на сырье идут вверх, это никак не меняет дефицит американского платежного баланса. Но в результате страна получает высокие внутренние цены на топливо, которые тоже сдерживают рост внутреннего потребительского спроса. Если доллар будет слабеть дальше, то мы, скорее всего, будем наблюдать (в относительно длинной траектории) относительно высокий уровень цен на сырье, что продолжит сдерживать рост внутреннего спроса в Америке.

Для России это, в принципе, довольно комфортная ситуация, потому что она позволяет по-прежнему закачивать деньги через бюджет, однако не самым эффективным образом, к сожалению. Движение по инерции может продолжиться. Здесь многое будет зависеть от экономической политики, как уже сказано. Будет ли, например, российское правительство реализовывать те планы заимствований, которые заявлены в проекте бюджета на 2012–2014 годы? Надеюсь, таких масштабных заимствований мы все-таки не получим.

Но инвесторы еще долгое время будут смотреть на Россию (и ряд других стран), как на довольно рискованные места для инвестиций. Ясно, что в ряде стран (например, Бразилии) перегрет внутренний спрос, потому что экономика росла высокими темпами, глобальные деньги были дешевы, и они шли в такие страны, как Бразилия. Политика там тоже уже начинает казаться не совсем рациональной — все-таки уровень номинальных процентных ставок в стране довольно высок, и реальные ставки, соответственно, тоже очень высокие. Это приводит к еще большему притоку капитала, что вызывает еще больший перегрев внутреннего спроса, за этим следует переоценка валюты, промышленность в Бразилии тормозит... В общем, я не думаю, что эта страна будет локомотивом какого-либо роста в Латинской Америке. Она будет расти, но тоже умеренными темпами. Более высокими, чем развитый мир, но умеренными.

И мировая экономика, скорее всего, выйдет на привычную траекторию, без перегрева (большой перегрев за счет наращивания долга уже практически невозможен). Поэтому рост около 3% в последующее десятилетие — это то, к чему нужно привыкнуть, забыв про 4–5%, которые имели место прежде.

Будет по-прежнему развиваться Азия. Китай тоже будет расти, но там должно произойти торможение. Не только потому, что спрос в развитых странах будет увеличиваться более вяло. Но и потому, что Китай стал большим, а большая экономика не может расти постоянно, с темпами в 10% в год, поскольку большая экономика требует все больше ресурсов для поддержания тех же темпов. Кроме того, в Китае тоже имеются диспропорции, в том числе избыточные инвестиции (в отличие от Америки).

Поэтому рост будет ослабляться в сторону более умеренных темпов. Возникнет некая многополярность,

в отличие от той экономической многополярности, которую мы наблюдали в последние лет двадцать. Американский потребитель больше не будет определяющей фигурой, рост станет более умеренным, менее перегретым, но более диверсифицированным.

На финансовых рынках, я думаю, дневные скачки индексов на 5–6% за одну торговую сессию тоже станут своего рода нормой. Мы их уже наблюдали в августе, и волатильность может быть даже более значительной в будущем. Можно провести аналогию между денежной массой M2 (которая выпускается по всему миру в неограниченных количествах) и CO₂. Чем больше углекислого газа в атмосфере, тем больше погодные аномалии, чаще ураганы в Карибском море и Юго-Восточной Азии, сильнее разбросы температуры. То же самое будет происходить и на финансовых рынках. Деньги будут метаться от золота к акциям, от акций к бондам, потом будет очередная коррекция, поскольку консенсусный взгляд инвесторов будет регулярно меняться.

А консенсус всегда неверен (именно поэтому коррекции регулярно и случаются). Поэтому волатильность будет гигантской. И на финансовом рынке придется привыкнуть к тому, что аномалии будут более частыми и более масштабными.

Я. Л. Дисбалансов в США достаточно много, и в каких-то соотношениях они превышают то, что мы в агрегированном виде видим в Европе. Несмотря на это, есть ряд факторов, которые у меня вызывают особенную озабоченность по поводу именно Европы.

Первое — это возможность перерастания кризиса, связанного с бюджетами отдельных стран, в банковский кризис. Проблемы, которые, казалось бы, стали (в рамках данного этапа кризиса) концентрироваться в основном на макроуровне бюджетов отдель-



ных стран, теперь опять переходят на микроуровень — предприятий, банков, финансовой системы. Собственно говоря, повторяются явления первой волны кризиса. В Европе именно опасения относительно возможности ухудшения состояния банковской системы во многом подпитывают падение на фондовом рынке.

Помимо этого, не может не беспокоить сохраняющаяся вероятность возникновения своего рода эффекта домино в рамках еврозоны. И так как евро само по себе — это плод многих усилий многих стран, то проблемы координации здесь очень серьезны. Политически эта проблема более сложная, чем в США.

Мы видим, что проблемы, которые поначалу концентрировались в относительно небольших странах (Греция, Португалия), потом стали проблемами более крупных стран. Если в Европе не будут приниматься оперативные меры, то эффект домино может затронуть крупные страны со значительно более серьезными последствиями для стабильности и еврозоны, и всей мировой экономики.

Напряженность политических процессов в еврозоне может быть более серьезной, чем в США. В следующем году — выборы во Франции, в 2013 году — выборы в Германии. Для принятия сложных решений по ограничению бюджетных расходов, по ограничению финансовой помощи, которая предоставляется другим странам еврозоны, возможностей политического маневра будет оставаться все меньше и меньше.

Поэтому есть основания полагать, что основные угрозы на данный момент исходят от Европы.

С точки зрения локомотивов роста понятно, что все сейчас смотрят на Азию. Именно Азия является тем регионом стабильности, который пока отличается относительно высокими темпами роста. Но есть вопрос относительно

того, насколько эта ситуация устойчива в условиях, когда и США, и Европа демонстрируют существенное замедление. Китай действительно сумел переориентировать свой рост на внутренние источники. Тем не менее экспортная составляющая для многих стран Азии остается очень существенной, и вполне возможно, что это приведет к замедлению темпов роста в этом регионе. Это, в свою очередь, может оказать давление на сырьевые цены.

Сейчас среди инвестиционных банков действительно кристаллизуется своего рода консенсус относительно того, что цены на нефть удержатся. Некоторые говорят даже о том, что они (возможно) будут расти. Но для России было бы очень опасно ориентироваться на этот сценарий.

Предсказать эту динамику очень сложно. Я вижу факторы, которые будут поддерживать цены на нефть (тот же ОПЕК будет стараться что-то сделать в этом направлении), но есть и факторы, которые говорят о том, что цены на нефть могут снизиться.

В этом отношении для России очень важны два приоритета.

Первое — это возврат к определенным бюджетным правилам, которые направлены на ограничение бюджетного дефицита. Пока что те временные рамки, которые были озвучены президентом (2015 год), недостаточно амбициозны. Это надо делать быстрее.

Помимо этого, мы должны научиться инвестировать, потому что сберегать вроде бы научились. Но инвестировать должным образом до сих пор не можем. Скорее всего, это надо будет делать с участием частного сектора, и очень важно разработать механизмы, которые способствовали бы инвестиционно-ориентированному росту на базе не только бюджетных расходов, но и частных инвестиций, в том числе иностранных.

Здесь фондовый рынок может сыграть очень важную роль. С моей точки

зрения, важны реформы, направленные на развитие фондового рынка с участием нерезидентов, на то, чтобы нашим компаниям было легче за счет фондового рынка привлекать больше инвестиций.

С точки зрения того, что Россия должна сделать в более долгосрочном плане как ответ на кризис, — следует переориентировать свою торговлю, свои инвестиции в сторону быстрорастущих точек мировой экономики, прежде всего динамичных стран Азии.

— **Может ли происходящее на мировых финансовых рынках быть использовано Россией? В том числе для укрепления национального финансового рынка?**

Е. Г. Вернемся к бюджету. Тем более что в кулуарах сейчас активно обсуждают идею строительства за МКАД всего и сразу, в том числе финансового центра. Финансистов, правда, никто не спросил, хотят ли они работать за кольцевой дорогой, но намерения развивать финансовый рынок озвучены (другое дело — материализуются они или нет). Но важна именно бюджетная составляющая. Все-таки для того чтобы финансовый рынок, финансовый центр был востребованным и масштабным, нужны определенные масштабы экономики.

Здесь у нас все вроде бы складывается удачно, в этом году объем ВВП составит примерно 1,8–1,9 трлн долларов. Политика Центрального банка тоже эволюционирует в правильном направлении. ЦБ все меньше и меньше вмешивается в курсообразование; интервенции, которые он проводит в этом году, существенно меньше прошлогодних, а прошлогодние нельзя сравнить с периодом 2006–2007 годов. То есть курс становится все более подвижным и все более плавающим, и что самое важное — население уже привыкло к тому, что курс может существенно двигаться в течение торговой сессии — и никто не бежит сразу менять свои рубли на валюту.

Эволюционирует все в правильном направлении, и думаю, что эта тенденция будет продолжаться. Но есть еще и другое необходимое условие для того, чтобы финансовый сектор развивался устойчиво: это довольно емкий рынок государственных облигаций.

Почему доллар по-прежнему держится? Потому что государственные облигации США (номинарованные в долларах) — это самый масштабный рынок надежных (хотя и с пониженным рейтингом) бумаг. В России рынок госбондов мал, уж не говорю про рейтинги. Рынок ГКО был большим до 1998 года, но на сто процентов спекулятивным, и потом мы знаем, что с ним произошло. После этого мы наблюдали период устойчивого бюджетного профицита, когда потребности у государства в финансировании не было, и эмиссия госбумаг была очень ограничена.

Сейчас правительство озвучило в своих решениях, что дефицит бюджета будет финансироваться в первую очередь за счет заимствований на внутреннем рынке. Каждый год, начиная со следующего, будут производиться займы объемом примерно 1,5 трлн рублей. Цена нефти прогнозируется 93–97 долларов за баррель.

Будет ли цена такой — это еще большой вопрос, размер дефицита — тоже. Конечно, его можно создать искусственно, еще больше увеличив расходы, но тогда существенно возрастают риски. Российский финансовый рынок будет еще больше восприниматься как проблемный, рискованный.

Непрерывное условие для того, чтобы внешние (да и внутренние) инвесторы смотрели на наш финансовый рынок с серьезным интересом, — это снижение рисков, связанных с высокой ценой на нефть. Если бюджет балансируется при цене 124 доллара за баррель, то любой инвестор будет смотреть на такой финансовый рынок с очень большим опасением. Это означает, что будет

большая, избыточно большая курсовая нестабильность.

С другой стороны, рынок государственных облигаций нельзя запустить, пока бюджет профицитен. В этой ситуации нужно находить правильный баланс между планируемым дефицитом бюджета (расходы которого сейчас, на мой взгляд, избыточны) и выпуском внутренних бумаг. Здесь мы приходим к теме инфляции.

Чтобы Россия чувствовала себя более комфортно, надо ставить задачу снижения инфляции. И не так как правительство сейчас ставит — каждый год на 1–2%. В принципе, надо сразу ставить задачу снизить инфляцию до нормального уровня — хотя бы 3–4%. И это легко сделать, и практически мы этого уже достигали, правда, в очень короткие периоды времени.

С февраля по август 2011 года инфляция, если мы ее пересчитаем в годовой уровень, находится на уровне четырех с небольшим процентов. Снизить инфляцию до уровня, который привычен нормальным инвесторам, можно в течение одного года. Это будет означать меньшее давление на рубль на валютном рынке, меньшее укрепление рубля и большую привлекательность рубля как валюты сбережения.

Другая тема, которая тоже важна, и решить ее гораздо сложнее (причем не только в России, но и в мировом масштабе), — это сбережения.

Нынешняя ситуация на глобальных рынках абсолютно убивает консервативные сбережения. Америка закладывает мину замедленного действия под всю свою пенсионную систему. Действительно, если мы посмотрим последние цифры, то июньская инфляция в США составила 3,6%, при этом доходность по двухлетним бумагам падала до 0,14% годовых, сейчас она колеблется где-то возле 0,2%, у десятилетних бумаг доходность ниже 2%. И даже 30-летние бумаги имеют

доходность 3,4%. Абсолютно безрисковые инструменты обеспечивают отрицательную в реальном выражении доходность!

При обещанном изобилии денег мы будем находиться в среде устойчивых отрицательных процентных ставок, волатильность будет очень большой, рынок акций будет скакать: 5–6 процентов в день, и все это станет нормой. Это среда не для долгосрочных инвесторов, это среда для спекулянтов, для алгоритмической торговли. Эта волатильность будет транслироваться и нам, потому что, в отличие от Китая, у нас нет ограничений на поток капитала.

Задачу создания длинных денег будет очень сложно решать. Поэтому, на мой взгляд, ключевой задачей должно быть снижение инфляции. Надо снижать риски, связанные с избыточными расходами бюджета и его избыточной зависимостью от цены на нефть.

Пока тренд шел в правильном направлении, но есть объективные внешние условия. С учетом все еще размеров нашей экономики в мировом масштабе мы будем очень и очень подвержены всем шокам.

Ю. Д. Если переходить к обсуждению вопроса о влиянии на Россию нынешнего этапа финансового кризиса и состояния мировой финансовой системы, то я бы сказал, что «дуракам опять повезло». Потому что мир сейчас находится в состоянии валютных войн. Это означает, что неизбежна раскрутка инфляции, причем не в какой-то отдельно взятой национальной экономике, а именно глобальной инфляции, в рамках подавляющего большинства стран.

В этой ситуации крупные инвесторы все больше задумываются о спасении своих денег путем инвестирования в товарные запасы. Приобретают популярность не только нефтяные фьючерсы, но и фьючерсы на кукурузу, сою, сталь, цемент, цветные металлы.

Это приводит, во-первых, к еще большему раскручиванию инфляции и, во-вторых, очень сильно стимулирует рост цен на сырьевые товары в ближайшей перспективе.

То есть Россия как производитель сырьевых товаров окажется в очень хорошей ситуации. Окно возможностей для нее расширяется.

Другое дело, что наша современная экономическая политика не готова использовать это открывающееся окно возможностей. Она не нацелена на повышение конкурентоспособности экономики, не нацелена на повышение конкурентоспособности финансового сектора. Запредельно высокие бюджетные расходы, которые планируются на будущее, уже закрывают это окно. Неперспективность крупнейших игроков в реальном секторе в силу их монополизма не позволяет им стать эффективными игроками на транснациональном рынке. В том числе переориентировать свои связи с развитого мира на наиболее динамично развивающиеся страны развивающегося мира.

У нас нет и не предвидится долгосрочного внутреннего инвестора.

При том характере внешних финансовых шоков, которые есть сейчас и будут в ближайшей перспективе год-два, это ведет к росту волатильности российского финансового рынка и снижению интереса к нему со стороны консервативных мировых инвесторов.

Если говорить о МФЦ. В своей статье, опубликованной журналом «Эксперт», я уже приводил шокирующую цифру: законами стали только два законопроекта из 24, намеченных в плане мероприятий по созданию МФЦ. Иначе как полным провалом охарактеризовать этот процесс нельзя. Создание МФЦ теперь, по сути, сводится к строительству зданий за пределами кольцевой дороги. А не к улучшению инвестиционного климата, не к совершенствованию инфраструктуры, не к созданию конкурентоспособно-

го налогового режима, что, собственно, и превращает национальный финансовый рынок в МФЦ.

На проекте поставлен крест, а это значит, наш фондовый рынок будет возвращаться к ситуации 90-х годов, и уже возвращается — по крайней мере, в части волатильности и в части офшорности. Мы, видимо, не достигнем запредельных значений ключевых индикаторов (как это было в 90-х). Но тот факт, что сейчас около 70% российских IPO идет на иностранных площадках через размещение акций компаний-нерезидентов, владеющих российскими активами, — это очень яркий показатель. Бизнес уже убежал за рубеж и привлекает деньги там. Он владеет российскими активами, но с точки зрения резидентной принадлежности он уже не российский. Это потеря экономического суверенитета, за которым неизбежно следует превращение финансового рынка России в периферию иностранных МФЦ, в том числе, видимо, и польского.

Резюмирую: нынешний кризис создал окно возможностей для России, но мы этими возможностями, скорее всего, не воспользуемся.

И если возвращаться к облигационному рынку, то он как раз показывает, каким образом мы, имея большие возможности, ими не пользуемся.

Реальные ставки по наиболее надежным бумагам (в первую очередь американским) являются отрицательными. В этой ситуации глобальные инвесторы испытывают потребность в новых надежных инструментах. У России был бы шанс создать такой инструмент. Но для этого нужна иная экономическая политика. Например, если бы гособлигации гарантировались не только честным словом государства, но и доходами от добычи полезных ископаемых. Механизмы привязки облигаций к запасам полезных ископаемых и потокам сырьевых товаров существуют (вспомним, например, евробонды



«Газпрома», которые были обеспечены доходами от экспорта газа и получили рейтинг выше суверенного). И если бы российские долговые обязательства обеспечивались именно запасами нефти и газа, которые лежат в российской земле, которые будут добыты, и государство получит от этого вполне понятные финансовые потоки, то это создало бы новый инструмент, который бы рассматривался (по крайней мере, частью глобальных инвесторов) как весьма надежный. Рейтинговые агентства присвоили бы им рейтинг выше суверенного рейтинга России. Мы просчитывали, что на три ступени вверх. Кстати, в данном направлении ведутся разработки многими нашими конкурентами, в том числе в Республике Казахстан.

— Существуют ли в этой ситуации якорные активы? Можно ли пересидеть кризис в каких-то безопасных инвестициях?

Е. Г. Пересидеть нельзя, потому что денег печатается больше, чем добывается золота. И процесс работы печатного станка, скорее всего, будет продолжаться более успешно, нежели процесс золотодобычи. Думаю, что вряд ли мы в ближайшее время сможем увидеть и какие-то новые защитные активы, которые могли бы потеснить американские госбумаги, потому что слишком уж масштабен американский долговой рынок. Почему инвесторы начинают давить на Европу, на Меркель-Саркози с тем, чтобы они выпустили общие европейские бонды? Совершенно понятно, что доходность по этим новым бумагам будет выше, чем по американским и по немецким десятилетним бумагам. Потому что в их доходности войдут риски всех периферийных стран Европы, но отвечать за них будут, по сути, одна-две страны. Совершенно очевидно, что Германия и Франция, прежде чем облигации такого рода появятся, будут пытаться решить вопрос финансовой дисципли-

ны — то есть процесс будет очень небыстрым.

Инвесторы действительно хотят иметь более ликвидные и доходные инструменты, но у этих инструментов должны быть какие-то фундаментальные основания. Я достаточно скептически смотрю на возможность появления в масштабном количестве каких-то новых инструментов. Думаю, что это будут в первую очередь традиционные бумаги.

Если вернуться к обсуждавшимся перспективам российских госбондов, то очевидно, что Россия — это не очень большая экономика, не очень большая финансовая система. Поэтому вброс российских облигаций не будет очень большим. В мировых масштабах это не сделает погоды.

Поэтому я думаю, по-прежнему будут скакать цены всех активов — и фьючерсов, и золота, и зерна. И это будет приносить соответствующие последствия. Причем если идут вверх цены на продукты питания или на энергию, то это уже порождает социальные проблемы, которые я специально не затрагивал, поскольку это не моя сфера. Хотя признаки нестабильности были видны — в Англии, Норвегии, не говоря уже про арабский мир.

В ближайшие год-полтора на рынках будет царить повышенная волатильность, нестабильность, и все это будет сопровождаться довольно вялым ростом в развитых странах и более умеренным в развивающихся. Скорее всего, это будет не та среда, где будут активно появляться новые финансовые инструменты.

Хотя теоретически не исключено, что рано или поздно новые инструменты возникнут. Года три назад начала активно обсуждаться идея замены доллара как мировой валюты какими-либо иными деньгами, какой-либо суррогатной валютой типа SDR. Я всегда был противником суррогатных денег. За деньгами должно стоять что-

то серьезное и материальное. Даже в случае евро, когда при создании валюты вроде все было оговорено по части денежной политики, были введены ограничения на бюджетные дефициты стран-участниц проекта, система дала сбой — когда договоренности не выполняются, то устойчивость валюты уже начинает подвергаться сомнениям, и разговоры на тему развала еврозоны продолжаются. И еще какое-то время будут продолжаться. Можем представить себе, что будет, если будет введена какая-то суррогатная валюта типа тех же самых SDR, а после этого начнут происходить какие-то непредвиденные изменения. Ее устойчивость тоже будет ставиться под сомнение.

Поэтому если вернуться к теме точек роста и пытаться ее увязать с возможностью появления новых финансовых инструментов, то что мы сейчас имеем? Доля Америки в мировом ВВП в прошлом году составила примерно 23%, примерно столько же — доля еврозоны. Совокупный ВВП стран БРИК в этом году будет сопоставим с долей Европы и Америки. В 2011 он будет чуть меньше, но в следующем году они уже точно совпадут (при ожидаемых темпах роста). Это приблизительно те же 14–15 трлн долларов.

Таким образом, в мире появляются три экономических образования. Америка (как полностью сформированная институционально экономическая инвестиционная система), еврозона (что-то подобное с единой валютой, но с определенными институциональными недоработками, которые сейчас пытаются решить). И еще БРИКС (включая примкнувшую Южную Африку) — с той же масштабной экономикой и расширяющейся торговлей. Это меняет ситуацию. Свыше 40% китайского экспорта сейчас приходится на Европу и Америку. Эта доля будет снижаться, но будет расти внутренняя торговля в странах БРИКС и стран БРИКС с соседними странами.

Так что задачу создания суррогатной валюты хотя бы теоретически уже можно ставить по-другому. Не через МВФ, потому что развитые страны всегда будут блокировать создание мировой суррогатной валюты, за которые они не отвечают полностью. Но никто не мешает странам БРИКС создать хотя бы что-то подобное ЭКЮ. За такими деньгами стояли бы (не берусь сейчас обсуждать технические детали) определенные ресурсы — золотовалютные резервы, которые имеет в первую очередь Китай, природные ресурсы других стран. Теоретически можно создать для такой валюты некие правила, чтобы она была чем-то обеспечена материально, хотя бы для взаиморасчетов. После этого можно было бы размышлять на тему создания каких-то новых финансовых инструментов.

Сейчас Россия слишком мала. Китай — страна с ограничением на потоки капитала, и он вряд ли будет быстро двигаться по пути либерализации своего валютного режима. Так что китайский юань в обозримом будущем вряд ли сможет стать заменой доллару. Китайский долговой рынок тоже не велик.

Поэтому что-то суррогатное может появиться. Возможно, нашему правительству имело бы смысл порассуждать на эту тему.

Я. Л. Абсолютно безопасных активов в нашей сегодняшней действительности практически не существует, так как количество ликвидности в мировой финансовой системе таково, что периодически возникают своего рода пузыри то в одном, то в другом сегменте финансового рынка. В какой-то период времени очень привлекательным активом считались акции, сейчас таким активом считается золото. Но на финансовых рынках опять может увеличиться аппетит к риску, что может привести к тому, что цена на золото начнет снижаться и отступать.

Пытаться закрепить в нынешних условиях ярлык безопасного актива за золотом или какой-то другой категорией финансовых активов, я думаю, бесперспективно. В конечном итоге в глобальной экономике мы должны смириться с тем, что потоки капитала будут все более мобильными. И наблюдаемая сейчас волатильность, скорее всего, будет сохраняться достаточно продолжительное время. Для мировой экономики сейчас главная задача — не искать волшебный эликсир или безопасный актив, а приспособиться к жизни в рамках такой экономики, которая характеризуется повышенной волатильностью.

— Тогда вопрос — каким образом приспособиться?

Я. Л. Действительно ли создание суррогатных денег или новой мировой финансовой системы может быть ответом на новые реалии? Скорее всего, соглашусь с тем, что есть объективные ограничения на создание такого рода суррогатных валют. Все-таки экономические режимы многих стран, в том числе крупнейших, отличаются друг от друга. Экономические системы должны пройти очень значительный путь для того, чтобы такая конвергенция стала возможна. До возникновения единой валюты должно пройти, я думаю, еще много времени, в течение которого мы все-таки будем оперировать (как и в текущей ситуации) в режиме различных валютных курсов.

Не думаю, что мы можем сейчас перейти к золотому стандарту или к системе фиксированных валютных курсов. Мобильность капитала играет здесь большую роль.

Думаю, что вместо того чтобы пытаться надеть смирительную рубашку на всю мировую экономику, надо позволить мировой экономической системе развиваться в направлении дивергенции, а не конвергенции. В направлении сосуществования различных экономических систем, которые

не обязательно должны быть ориентированы на создание или фиксированных валютных курсов, или единой валюты.

— Одно время возникла идея некоего наднационального мегарегулятора, который мог бы сглаживать кризисные явления. Насколько участники продвинулись в создании такой конструкции?

Е. Г. Не думаю, что можно создать универсальный мегарегулятор, который подменял бы собой господ бога. Думаю, что лучшим регулятором должна быть конкуренция между существующими валютами и финансовыми институтами, эмитируемыми инструментами.

Теперь хочу адресовать реплику Ярославу. Вбрасывая идею создания суррогатной валюты, я сразу оговорился, что тоже являюсь противником таких инструментов. Всем было бы, наверное, комфортно, если бы какое-то продолжительное время универсальным мерилем оставался доллар. Но проблема в том, что эмитент резервной валюты не может хронически иметь дефицит бюджета около 9–10%. Это подрывает основы существующего бенчмарка. Все, что мы мерим относительно доллара, уже не столь незыблемо, оценивать все в долларах не имеет особого смысла. Цена золота 1900 долларов за унцию — справедлива она или нет? Цена на нефть справедлива или нет? Все как-то поплыло, потерялся бенчмарк. Был золотой стандарт, потом Америка отказалась от обеспечения доллара золотом. Чем сейчас обеспечен доллар?

Да, есть американская экономика, есть американские активы. Но есть и американский государственный долг, совокупный долг страны, который сопоставим с масштабами экономики. Отсюда и возникают идеи по поводу SDRов или подобные. Мне кажется, что мир будет двигаться приблизительно в этом направлении. Потому что, еще раз повторяю, Китай не готов стать

эмитентом резервной валюты, хотя это большая экономика. Но с учетом внутренних проблем страны, диспропорций, которые там возникли, избыточной долей инвестиций в ВВП, регулируемым курсом юань не скоро обретет способность конкурировать с другими валютами.

У евро — вначале мы это уже обсуждали — тоже есть определенные проблемы. Сама идея того, чтобы резервная валюта была обеспечена чем-то материальным на 100%, будет периодически возникать. Доллар потерял доверие. Понятно, что напечатать его можно много. Но это будет лишь «растягивать» шкалу. В таких условиях мегарегулятор создать не получится. Скорее, будет идти какая-то регионализация. Мы видим попытки России создать вокруг себя некое сообщество стран. Никто не замахивается на международный финансовый центр, но создать региональный центр — нормальная практика. То же самое можно сказать о Латинской Америке. Это довольно самостоятельный регион, довольно масштабный рынок. Не говоря уже про Азию.

Согласен, что деньги, с учетом возможностей перемещения гигантских их объемов из одной точки планеты в другие в течение короткого промежутка времени, будут метаться по сегментам рынков. Но в условиях, когда спрос в развитых странах будет стагнировать или расти медленно, более реальным видится развитие именно региональной торговли, в той же Латинской Америке. Доллар слабеет, цены на сырье остаются высокими, транспортные издержки тоже чего-то стоят. Часть денег объективно будет утекать из развитых стран в более динамично растущие развивающиеся. Все это в свою очередь будет стимулировать (не говорю, полностью замещать, но стимулировать) спрос, который раньше приходился на США и другие развитые страны. Раньше мировая торговля кон-

центрировалась вокруг американского рынка. Поскольку все больше будет развиваться региональная — в Азии, в Латинской Америке, то объективно будет возникать спрос на региональные расчеты, Россия и Китай могут начать торговать уже не в долларах, а в своих валютах и так далее. Это объективно подтолкнет к мысли о создании общей валюты.

Но глобальный мегарегулятор в этих условиях еще более бесполезен. Регулятор должен представлять, что будет с экономикой, иметь надежные прогнозы. Реально происходит нечто обратное. Посмотрите, как ежеквартально в сторону понижения менялись в 2008–2009 годах прогнозы МВФ. Невозможно охватить и предвидеть все глобальные связи, и более того, региональные связи будут играть все большую роль.

Пример — Корея, которая сейчас существенно пострадала от глобальной нестабильности. Корейский фондовый индекс KOSPI упал больше, чем в ряде других стран, — больше чем в России, чем в Бразилии. Если мы посмотрим на показатели внешней торговли Кореи, то увидим, что это падение было, наверно, незаслуженным, оно произошло в основном на фоне общей паники. Примерно 21–22% корейского экспорта идет не в Америку, а в Китай. Процент семь — в Японию. Америка важна в структуре корейского экспорта, но ее доля — только 11%. Так что спрос на корейскую продукцию в мире не особо снижается.

— То есть наряду с центрируемыми тенденциями включаются какие-то иные? Е. Г. Раньше был один центр притяжения — Америка. Мир больше не будет подстраиваться под эту модель, будет идти поиск новых возможностей. И они есть. Я бы еще раз подчеркнул тезис о перспективах развития региональной торговли. Это будет стимулировать отток от доллара как нездоровой валюты.

Ю. Д. Я бы вернулся к предыдущему вопросу: надежные инструменты, в которых можно пересидеть.

Как частный инвестор я понимаю, что таких инструментов, по большому счету, нет. И в той части своего портфеля, которая должна быть консервативной, я сейчас просто стараюсь вместо облигаций приобретать инструменты, по которым существует консенсусная рекомендация инвестиционных домов покупать (и по которым соотношение прогнозной и текущей цен кратно). Я бы, конечно, покупал нигерийские или вьетнамские акции, но лишен этой возможности. Поэтому все-таки покупаю российские акции ввиду их текущей недооцененности. Я даже фьючерс на индекс РТС открыл на покупку, начитавшись рекомендаций своих коллег по круглому столу. Но сейчас, послушав коллег уже вживую, пожалуй, закрою этот фьючерс. Все-таки, в отличие от многих других стран с развивающимися финансовыми рынками и, соответственно, недооцененными финансовыми активами, российские активы могут так и остаться недооцененными.

Другие инструменты, которые мне кажутся надежными — это все же товарные запасы. Но опять-таки я лишен возможности инвестировать, скажем, во фьючерсы на кукурузу, фьючерсы в сою и пшеницу. В условиях этого кризиса меняется понятие инструмента, который реализует функцию сохранения стоимости. Теперь это уже не обязательно облигация — это может быть и наиболее недооцененный актив, который в какой-то дальней перспективе будет расти.

Я. Л. Лучшее свидетельство тому, что безопасных активов нет, — это доллар. На протяжении очень долгого периода доллар США считался самым безопасным активом. И это привело к самоуспокоенности и, может быть, даже к экономическим эксцессам в виде

чрезмерного потребления в США, в виде чрезмерного притока капиталов в американские облигации со стороны Азии. Приток капитала в США наблюдался достаточно долго, так же долго может развиваться и отток. И в этих условиях парадигма следующих десятилетий — это регионализация экономики и попытки создания и развития региональных валют. И тут проект по созданию из рубля пусть не глобальной, но региональной валюты и валютная интеграция на постсоветском пространстве — все это очень важно сточки зрения стимулирования инвестиций, а также с точки зрения приспособления России к глобальным тенденциям на протяжении следующих десятилетий.

На самом-то деле условия кризиса — это еще и возможности (в том числе для России). Во многих развитых странах режим по отношению к финансовому сектору не будет улучшаться. Посмотрите на планы введения налогов на финансовый сектор в той же Европе. Здесь для России создаются условия для своего рода регуляторного арбитража. В этих условиях необходимо принимать меры по улучшению нашего инвестиционного климата, чтобы усилить эффект контраста, в том числе применительно и к налогообложению, и к инфляции. Потому что в мировой экономике мы действительно будем видеть тенденцию к относительно высокой инфляции и относительно невысоким темпам экономического роста.

С точки зрения конкуренции за привлечение капитала наиболее успешными будут страны, которые показывают более высокие темпы роста и более низкие темпы инфляции. Страна, которая в наибольшей степени будет успешна в этом, — это страна, которая будет показывать и возможность привлечения капитала, и его эффективного использования за счет высокой производительности труда.

У нас производительность труда очень низкая. Потенциал для привлечения капитала и использования его для увеличения производительности труда очень высок. Поэтому я (несмотря на то, что ситуация в течение следующих пяти лет в глобальном масштабе может быть не самой радужной) применительно к России остаюсь оптимистом. Возможности сократить дистанцию от лидеров мировой экономики у нас есть в нынешних условиях, и было бы очень и очень жаль, если бы мы ими не воспользовались.

Е. Г. Я бы хотел еще раз просуммировать все, что сказано.

Основное мое опасение, связанное с глобальной ситуацией, — это именно то, что слишком много денег уже вброшено и еще будет вброшено. Отрицательные реальные процентные ставки никогда не приводили к появлению точек роста. Не было и не будет таких примеров. Это означает, что сберегать становится практически невозможно. Еще раз, это большая проблема для всей пенсионной системы в развитых странах, консервативных инвестиций в более широком смысле. Слова насчет будущих социальных проблем надо очень серьезно воспринимать и анализировать.

Это самый значительный риск, потому что в этих условиях может снижаться не только доходность, но и стоимость бондов. Скорее всего, пока ФРС будет удерживать ставки на очень низком уровне, в ближайшие два года будут очень тяжелыми для инвестиций.

В отношении России меня беспокоят гигантские планы по строительству всего и вся. Понятно, что нужно строить инфраструктуру. Но я не очень хорошо представляю, каким образом эта инфраструктура — в виде пятизвездочных отелей и 40-тысячных стадионов — будет использоваться в таких городах, как, допустим, Саранск (где будет проходить чемпионат мира).

Задача снижения инфляции, на мой взгляд, — основной приоритет. Но когда вся европейская часть страны будет подвержена строительству, включая планы по созданию финансового центра за пределами МКАД и строительству за этими же пределами резервации для чиновников, все эти факторы будут поддерживать довольно высокий инфляционный фон. Это в наибольшей степени меня беспокоит. ■