

# Кто не работает, тот ест. И неплохо!

## Участники круглого стола НАУФОР обсуждают текущую экономическую ситуацию и делают прогнозы

Условия для проведения государственной политики на глазах становятся гораздо более сложными. В ближайшие годы вызовы будут нарастать. Есть основания думать, что нынешнее усиление финансовой нестабильности будет толкать правительство к реформам — более последовательным, более глубоким.

Участники: Александр Абрамов (НИУ ВШЭ), Алексей Ведев (Институт Гайдара), Алексей Девятов (ФК «Уралсиб»).

Модератор — Ирина Слюсарева.

Своим мнением по затронутым на круглом столе вопросам поделились также Ольга Беленькая (ООО «СОВЛИНК») и Наталия Орлова («Альфа-Банк»). **Ирина Слюсарева.** Уважаемые и, не побоюсь сказать, любимые участники круглого стола! Хотела начать с вопроса, как вы оцениваете последние решения совета директоров Банка России, меняющие систему инструментов денежно-кредитной политики? Как относитесь к введению «ключевой процентной ставки»? Каким образом скажутся эти решения на состоянии денежного рынка?

Кроме того, еще вопрос, примерно в том же поле: как вы оцениваете прогнозы ЦБ по инфляции и намерение регулятора достичь точечных

значений инфляции (4,5% в 2014–2015 и 4% в 2016 годах)?

**Алексей Ведев.** Думаю, что Центральный банк целенаправленно пытается решить проблему ликвидности, причем как с точки зрения рефинансирования банковской системы, так и с точки зрения нормализации и расширения рынка межбанковского кредитования.

Я считаю все эти действия правильными. Наконец-то официально признано, что рынок может забыть о ставке рефинансирования, она остается лишь для налоговых и прочих нормативов. Сейчас будет использоваться ключевая ставка — ставка, по которой банки реально могут получать рефинансирование. Причем выбрана недельная ставка. Это вполне логично, потому что на недельные кредиты приходится наибольший оборот.

Поэтому здесь Центральный банк все делает абсолютно правильно.

Вопрос в другом: в банковской системе периодически возникают кризисы ликвидности. Связаны они, на мой взгляд, прежде всего с разрывом между объемами кредитов нефинансовому сектору и объемами депозитов, привлеченных в финансовый сектор (имеются в виду депозиты предприятий и населения). Плюс отток капитала. Объем рефинансирования практически колеблется в пределах от 4 до 6% объема пассивов, что достаточно много. Скажем, Fitch официально признает, что если у одного банка объем рефинансирования превосходит 10% пассивов, то это неприемлемый риск.

Мы сейчас говорим о совокупной банковской системе: она фактически выдает потребительские кредиты, частично обеспеченные за счет рефинансирования со стороны Центрального банка. В конечном итоге разрывы ликвидности сводятся к необеспеченности кредитов привлеченными средствами.

И конечно, это абсолютно неприемлемые риски.

**Александр Абрамов.** Я бы добавил, что в решениях Центрального банка мне нравится хорошее системное описание соотношений между ключевой процентной ставкой, максимальной ставкой, минимальной ставкой и уровнем инфляции. И хорошо, что ЦБ признал реальной ставкой рефинансирования ключевую процентную ставку (то есть ставку по операциям недельного репо). Мне кажется, это сигнал того, что ЦБ будет влиять на удлинение денег, находящихся в банковской системе. Надеюсь на это, потому что сейчас







однодневные кредиты выдаются в больших объемах.

В структуре ставок мне нравится, что минимальная ставка 4,5% (минимальная депозитная ставка банков в ЦБ) привязана к уровню инфляции. ЦБ как бы сказал, что эта минимальная ставка будет играть роль нулевой реальной процентной ставки в экономике. Мне кажется, это хороший ориентир.

Однако меня смущает, что при явном желании усилить свою роль в таргетировании инфляции, ориентиры ЦБ в области инфляции все же слегка размыты. На 2014 год Центробанк объявил целевой точечной ставкой инфляции 4,5%. Но при этом ЦБ все-таки ввел понятие диапазона минимального и максимального колебания инфляции от 3 до 6%. Это похоже на индульгенцию для ЦБ, если что-то произойдет не так и инфляция будет 6%, а не 4,5%, то ничего страшного. Все скажут: ну ладно, несмотря на то что мы все силы бросили на таргетирование инфляции, но в результате получили 6% инфляции, такое значение — это все равно хорошее профессиональное управление деньгами.

Вот это право на индульгенцию немножко смущает.

В остальном, повторюсь, Центробанк сделал хорошее, прозрачное описание инструментария, — наверное, самое ясное за прошедшие 15–20 лет.

**Алексей Девятов.** Согласен, что в принципе это положительные сдвиги. На самом деле политика ЦБ все больше напоминает действия западных центральных банков, в том числе Федеральной резервной системы США. Это действительно те вещи, которые необходимы для перехода на инфляционное таргетирование. Создается процентный коридор, в рамках которого ЦБ хочет видеть ставки денежного рынка. И те инструменты, которые ЦБ ввел, на самом деле позволяют ему управлять ставками и не допускать излишней волатильности на денежном рынке. Это позитивный момент.

Можно спорить о том, насколько адекватна ключевая ставка, которая была установлена на уровне 5,5%. Очевидно, что изменение этой ставки будет определять направление кредитно-денежной политики. Но (опять же, на мой взгляд) денежно-кредитная политика ЦБ сейчас является несколько жесткой. ЦБ пока не готов снижать ставки. Возможно, это произойдет в будущем. По крайней мере, представители ЦБ не исключают этого.

**Алексей Ведев.** А какой смысл снижать процентные ставки? Если сам же Центральный банк оценивает потенциальный ВВП ниже, чем нынешний.

**Алексей Девятов.** Именно с тем, чтоб поддержать экономику.

**Алексей Ведев.** А каким образом при историческом минимуме безработицы ЦБ поддержит экономику низкой процентной ставкой?

**Алексей Девятов.** Дело даже не в безработице, дело в мощностях. И на самом деле по отраслям разная картина. Некоторые из отраслей обрабатывающей промышленности определены, на мой взгляд, нуждаются в поддержке. У Центрального банка, конечно, нет, инструментов такой уж адресной поддержки, которую мы могли бы видеть со стороны правительства, но удешевление денег в экономике поможет удешевить обслуживание существующих кредитов и кредитов будущих. Соответственно, это должно оставить экономике больше средств на развитие.

**Алексей Ведев.** 60% всех средств предприятий сейчас — это срочные депозиты. И лишь 40% всех средств — текущие счета. Это означает, что фактически 60% всех ресурсов вообще выведено из экономического оборота. Господин Глазьев все время меня обвиняет в том, что я беру среднюю температуру по больнице, но так или иначе средняя температура по больнице такова.

**Александр Абрамов.** В связи с публикацией этих материалов [по процентным ставкам] заметно, что решения правительства подобны приливам и отливам.

Публикация ставок показывает, что новое руководство ЦБ определило свою позицию. Помните, как в начале года шли споры о том, чтобы стимулировать промышленную политику определенными методами? Об этом шла речь на прошлом круглом столе НАУФОР (Что не так? Вестник НАУФОР, № 4, 2013. — *Прим. ред.*). Правительство и ЦБ подавали разные сигналы, все гадали, кто станет во главе Центрального банка. А теперь ЦБ ясно заявил свою позицию: образно говоря, ее можно сформулировать так: «выслушай Глазьева и сделай наоборот». ЦБ сказал, что приоритетом для него является низкая инфляция, монетарная политика будет предельно жесткой. К тому же со стороны правительства мы видим некоторую активизацию дорожных карт по инвестиционному климату, можно заметить, что несколько приутих Следственный комитет.

То есть мы видим формирование нового курса в области стимулирования экономического роста. Продержится ли этот тренд долго — или через полгода мы опять развернемся в другую сторону? Посмотрим. Но пока правила игры объявлены. Мне это нравится больше, чем безумное стимулирование роста всем что под руку попало — курсом, процентом, льготными кредитами, бюджетным вливаниями и так далее.

**Алексей Ведев.** Думаю, что декларации о переходе к инфляционному таргетированию несерьезны. Наш финансовый сектор вообще к этому пока не готов. И сомневаюсь, что инфляционное таргетирование будет возможно к 2015 году. То есть теоретически это возможно, но последствия будут просто катастрофическими.

**Ирина Слюсарева.** Хотела сказать именно про это. Александр [Абрамов] сказал, что ЦБ оформил себе индульгенцию: в принципе заявлен точечный ориентир по инфляции, но на самом деле точка — это коридор, притом не самый узкий. Но может ли ЦБ обойтись без такой

индальгенции в текущих всем известных обстоятельствах?

**Алексей Ведев.** Думаю, что говорить о процентных ставках просто смешно. Возьмем макроэкономический прогноз, который на прошлой неделе был отослан в Минфин, и, наверное, Минфин скоро уже представит на его основе бюджетный план на три года.

Небольшое отступление. Здесь упоминался глава МЭР господин Улюкаев. Но надо отметить, что сначала МЭР дал этот прогноз, а уже потом Улюкаев выступил в Госдуме с речью о том, что в экономике РФ все плохо.

Любой, кто видел прогноз, мог оттуда извлечь знание о том, что в следующем году (и дальше) нас якобы ожидает рост выше 3% ВВП. Собственно говоря, под эти сверхоптимистичные прогнозы будет верстаться бюджет, который в значительной степени определяет состояние финансовой сферы. То есть в 2014–2016 годы в России ожидается (по прогнозам) высокий экономический рост и низкая инфляция.

Тогда ключевой вопрос: а этот год с его макроэкономическими показателями — это что: выброс или новая тенденция? Потому что в этом году, я думаю, придется побороться уже за 1,5% роста, даже о 1,8% можно забыть. В рамках такой низкой экономической активности нормальной будет инфляция где-то на уровне 6,5%. А на следующий год заявлена эта очень странная инфляция, точечная — но плюс-минус 1,5%. То есть просто то же самое явление по-другому назвали.

Во-вторых, не решены проблемы так называемой тарфляции, то есть инфляции, связанной с тарифами: будут индексироваться тарифы или не будут? Центр развития Высшей школы экономики оценивает тарфляцию не более чем в 0,5 процентных пункта. У меня по поводу этих цифр возникают большие сомнения. По моим оценкам, 3% инфляции в год идет как раз в тарифы — перевозки, услуги ЖКХ и так далее. Но,

в любом случае, если уровень тарифов задается, то каким образом может курировать инфляцию Центральный банк своей монетарной политикой? И не дай бог ЦБ еще уйдет с валютного рынка, потому что сейчас в обрабатывающей промышленности возникли уже очевидные группы выигрывающих и проигрывающих от низкого курса рубля. Говорить, что низкий курс стимулирует обработку, принципиально неправильно. Причем принципиально неправильно и доказуемо неправильно. Думаю, что от волатильности обменного курса проигрывают абсолютно все (имею в виду реальный сектор). Поэтому у меня есть опасения, состоящие в том, что с переходом к инфляционному таргетированию Центральный банк уйдет с валютного рынка, и это окажет негативное воздействие на реальный сектор, — но одновременно ЦБ ничего не сделает с инфляцией.

**Ирина Слюсарева.** Плохой прогноз и, похоже, очень правдивый.

**Алексей Ведев.** Мне кажется, что у нас даже не монетарная инфляция, а, скорее, институциональная. Ее вклад в общий инфляционный фон — процентов 80. И каким образом с ней бороться процентными ставками, непонятно.

Я еще не ответил на вопрос, как оцениваю прогнозы Центробанка по инфляции. Я думаю, что они абсолютно выполнимы — при нулевом или максимум 1%-ном экономическом росте в 2014 году. То есть экономическое оживление неизбежно будет сопровождаться ростом инфляции.

**Александр Абрамов.** Я тоже считаю, что цифры по экономическому росту не выполнимы. Но я понимаю логику решений правительства: они надеются на инвестиции. Они надеются, что удержав инфляцию, немного улучшив климат (деловой и так далее), сохранив бюджетную стабильность, они резко сократят вывоз капитала из России. Это значит, что они все-таки увеличат объем инвестиций в основные фонды, в эко-

номику, и это будет главным драйвером экономического роста. Исполнима ли эта надежда? Мне кажется, что, скорее, нет. Даже если бы вдруг произошло чудо и солнце экономической свободы воссияло прямо сейчас, это все равно дало бы эффект с лагом. Но солнце, скорее всего, еще будет прятаться за облаками.

**Алексей Ведев.** Я бы добавил, что на инвестиции вообще нет никаких надежд в ближайшие год-полтора, потому что мы попали в своеобразную ловушку. Она заключается, с одной стороны, в том, что доля заемных или привлеченных средств в инвестициях в основной капитал снизилась — и в прошлом, и в этом году. Одновременно с этим у нас имеет место падение финансового результата в номинале, падение прибыли на 23%. То есть у нас одновременно и снизилась роль заемных средств во всех видах, и ухудшилось финансовое состояние предприятий. И это достаточно устойчивая тенденция. Даже доля валовой прибыли в ВВП находится на минимальном уровне за последние 20 лет.

**Александр Абрамов.** Я согласен с оценкой этого состояния. По идее, есть резерв инвестиций за счет денег нерезидентов. И еще один большой резерв (отчасти Алексей об этом говорил) — у предприятий есть много ликвидности, которую они сегодня боятся помещать в Россию в виде инвестиций, вывозят за рубеж и отчасти это возвращается репатрированными инвестициями. Если предприятия будут немножко больше своих средств тратить здесь, а не вывозить, то, возможно, это подстегнет некую экономическую активность. Потому что свободные средства у компаний есть. При том, что финансовое положение ухудшается с каждым годом, это факт.

**Алексей Девятков.** Добавлю пару слов. На самом деле серьезный фактор, по которому нет окончательной ясности, — это что же все-таки произойдет с тарифами госмонополий. Звучали идеи об их заморозке, потом об их росте в 2015–2016 году на уровне инфляции. Сейчас планы



меняются – тарифы будут подниматься уже для населения. Потом оказывается, что по РЖД тоже все непросто: для каких-то категорий грузов тарифы будут индексироваться, а для каких-то — нет. То есть здесь нет ясности.

Но, на мой взгляд, совершенно ясно, что тарифы естественных монополий — это очень серьезный фактор, который мог бы, с одной стороны, снизить инфляцию. И с этой точки зрения прогноз ЦБ выглядит вполне реалистичным, с учетом того, что в целом рост тарифов значительно снизится. С другой стороны, снижение тарифов — это возможность подстегнуть экономику за счет того, что больше средств будет оставаться в других секторах, которые являются потребителями естественных монополий. Получается довольно интересная картина. Изменения тарифов, по всей видимости, никак не повлияют на промышленное производство, поскольку в отношении промышленного производства будут и проигравшие, и выигравшие, и плюс на минус даст ноль.

С точки зрения инвестиций эффект тоже неоднозначный. Государственные монополии будут сокращать инвестиции. Минэкономразвития посчитало, что за три года случится сокращение инвестиций госмонополий на сумму 700 с чем-то миллиардов рублей. С другой стороны, остальная экономика получит больше денег, больше ресурсов для того, чтобы инвестировать. И возможно, здесь мы также получим нулевой или даже незначительный положительный эффект.

Что касается ВВП, то тут, на мой взгляд, умеренный положительный эффект от снижения тарифов будет. Он может достигать 0,5 процентного пункта в 2014 году, несколько больше в 2015 году и примерно те же 0,5 процентного пункта в 2016 году. Здесь уже не за счет промышленного производства, а за счет оставшихся секторов экономики, прежде всего торговли/услуг и ряда других секторов, являющихся потребителями услуг

естественных монополий. Поэтому мне думается, что прогнозы Министерства экономического развития (особенно с учетом того, что мировая экономика тоже, похоже, набирает определенные обороты), не выглядят такими уж заоблачными. Может, на 3% мы не выйдем, но будем довольно близки к этому в ближайшие два-три года.

С точки зрения таргетирования инфляции, конечно, какой-то интервал ее значений нужен. Мы говорим о точечном ориентире, но на самом деле ни в одной стране мира я не видел, чтобы был именно точечный ориентир и чтобы этот ориентир всегда выполнялся. Потому что таргетирование инфляции — это механизм, который действует с запаздыванием. Статистика нам сообщает значение инфляции в прошлом. На основании прошлой статистики мы пытаемся корректировать текущую политику, и здесь лаг может достигать нескольких месяцев или даже года. Соответственно, точечное значение — это очень несовершенный инструмент. Какой-то интервал для точечных ориентиров нужен.

Можно спорить о том, что, наверно, 1,5% в каждую сторону — это широкий интервал, и ЦБ хочет таким образом немножко облегчить себе жизнь. О ширине интервала, конечно, можно спорить, но интервал нужен; гарантировать точечный ориентир по инфляции просто невозможно.

**Александр Абрамов.** То, что мы сейчас обсуждаем, — это все-таки некие последствия российской внутренней экономической политики. И меня радует, что, несмотря на сомнения, элементы монетарной экономической политики начинают работать. ЦБ может ввести такую-то процентную ставку — и тогда значение инфляции будет таким-то. То есть это означает, что российская экономика управляема с точки зрения внутренних факторов.

Но я не стал бы списывать со счетов факторы внешние.

Представьте себе, что в 2014–2015 году произойдет резкое позитивное изменение в американской и европейской экономике, финансовые рынки воспрянут и в России начнется carry trading, то есть российские банки получают дешевые зарубежные займы, что выльется здесь в рост объемов потребительских кредитов. Тогда все наши рассуждения о действенности методов монетарной политики просто как волной смоем, потому что инфляция будет совсем другой, ставки будут совсем другими, и экономический рост поднимется до 4–5%. Это тоже интересная сторона медали. Планы, которые мы сейчас обсуждаем, все-таки сделаны с учетом того, что за рубежом сохраняется полужастой, что влияние зарубежных факторов на нашу экономику минимально, и мы как-то разруливаем ситуацию сами. Мне кажется, это хорошо. Я всегда за то, чтобы национальная экономика в большей степени управлялась бы рычагами изнутри.

**Алексей Ведев.** Если мы действительно два квартала уже находимся в рецессии, то влияние внешней среды, на мой взгляд, минимально. И я не понимаю, что изменится, если европейская (или американская) экономика будет расти на процент или даже на два. К сожалению, в России крайне низкая деловая активность и плохой бизнес-климат. Никто не хочет инвестировать, никто не хочет расширять производство, реакция на различные монетарные импульсы низкая.

Если вернуться к банковской системе, то по состоянию на 1 сентября (год к году) темпы роста депозитов предприятий составляют 22%, а темпы роста кредитов — 13%. И потребительские кредиты — 33%. То есть динамика кредитования лишь незначительно превышает темпы роста номинального ВВП. Активность гасится. Инвестиции в основной капитал за восемь месяцев составляют минус 0,5%.

**Ирина Слюсарева.** Ну да, мы же и собирались обсуждать все эти при-

знаки ухудшения. Вот и на заседании правительства обсуждалось ухудшение «финансового положения российских компаний, снижение их инвестиционной активности». И Улюкаев в ходе «Правительственного часа» в Госдуме признал экономическую ситуацию в России худшей с времен кризиса 2008 года, а экономическое развитие — неудовлетворительным. Тем не менее он сказал, что «особое внимание министерство уделяет повышению эффективности бюджетных расходов». Можете ли вы прокомментировать это выступление?

**Алексей Ведев.** В результате этих социальных программ (повышения зарплат бюджетникам) наблюдается отток рабочей силы в бюджетные сферы. Согласно прогнозам (Цухло, например), одна из основных причин стагнации (и проблем для предприятий) состоит в том, что заработная плата в реальном секторе сейчас оказывается гораздо ниже, чем в бюджетном секторе. Классический пример, который приводит правительство: рыбак, который работает на траулере в Мурманске, получает сейчас меньше библиотекаря. Поэтому идет переток людей в бюджетный сектор. Средняя зарплата учителя в Москве на сегодня составляет 59 тысяч.

**Ирина Слюсарева.** Что ж, ведь и правда нет никакого смысла ловить селедку, если можно за большие деньги читать книжки.

**Алексей Девятков.** Но это только в Москве, а в регионах...

**Алексей Ведев.** Я ссылаюсь на правительственные оценки. То есть, с одной стороны, признано, что государство выполняет свои социальные обязательства, с другой стороны, при росте производительности труда в этом году на 2,2% реальные доходы населения выросли на 4%, заработная плата — на 6%. То есть налицо перекос структурный, макроэкономический.

**Александр Абрамов.** Но ведь это долготенденция.