

# Поддержка сильных

**НАУФОР провела круглый стол, на котором известные экономисты обсудили насущные вопросы макроэкономики**

В повестку вошло обсуждение последствия девальвации рубля и оценка перспектив экономического партнерства с Юго-Восточной Азией. Также участники говорили о возможностях и направлениях политики импортозамещения. И, разумеется, не обошлось без попыток понять, на каких драйверах может расти экономика России.

Участники: Наталия Орлова, главный экономист компании «Альфа-банк», Алексей Девятков, главный экономист компании «Уралсиб кэпитал», Валерий Миронов, заместитель директора института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Модератор: Ирина Слюсарева.

**Ирина Слюсарева.** Коллеги, хотелось бы поговорить о том, как вы оцениваете текущее положение на российском валютном рынке. Имеет ли смысл сейчас обсуждать последствия уже случившейся в начале года девальвации национальной валюты? Может быть, у вас есть какие-то прогнозы по курсу валют?

**Алексей Девятков.** Существует ряд факторов, непосредственно влияющих на ситуацию на валютном рынке. Во-первых, это цены на нефть. Рубль всегда был чувствителен к колебаниям цен на нефть. А они довольно сильно упали начиная с лета. В середине июня было 115 долларов за баррель, сейчас менее 90 долларов.

С другой стороны, конечно, это геополитика. Я думаю, что новый раунд санкций, введенных в отношении России в августе и сентябре, способствует оттоку капитала. И естественно, этот фактор тоже давит на рубль.

Ну и, кроме того, сейчас появился новый фактор, который напрямую связан с фактическим закрытием внешних рынков капитала для наших компаний. Это проблема рефинансирования внешнего долга. На сайте ЦБ есть информация о том, каковы объемы внешнего долга и в какое время сколько должно погашаться. Цифры говорят о том, что в сентябре объем выплат составил около 19 миллиардов долларов, в октябре и ноябре должно быть погашено около 8 миллиардов ежемесячно, и еще 30 миллиардов должно быть выплачено в декабре. Суммы довольно большие. Эти долги нужно выплачивать в валюте. Доступ к внешним рынкам капитала практически закрыт, экспортеры не стремятся продавать валютную выручку, а валюту все же нужно где-то брать. Так

что давление на валютный рынок будет весьма и весьма серьезным.

Пока со стороны Центрального банка нет четко выраженного желания предоставлять валюту в необходимых объемах. Сейчас представители Центробанка говорят о том, чтобы ввести валютные свопы на два месяца, и обсуждают, насколько я знаю, даже более длинные инструменты. Но пока объемы валюты, предоставляемой рынку со стороны ЦБ, были весьма ограничены. В рамках валютных интервенций в начале октября на рынок поступило несколько миллиардов, что не так много.

Это основные факторы, которые сейчас давят на рубль, и я думаю, это давление пока продолжится. Если исходить из графика платежей Центробанка, то декабрь обещает быть тяжелым для рубля месяцем.

Мы у себя в банке проанализировали этот график, в том числе на период 2015 года. В худшем случае, если ничего рефинансировать не удастся, то отток капитала в 2015 году может составить 150–160 миллиардов долларов. Если в следующем году ЦБ полностью уходит с рынка и, что называется, сидит на валютных резервах, то отток должен быть покрыт за счет роста профицита счета текущих операций. Поскольку объем экспорта у нас мало зависит от курса, то рост счета текущих операций должен происходить за счет сокращения импорта. Количественные оценки говорят о том, что рубль должен ослабеть на 15–20%, чтобы такое сокращение импорта произошло.

То есть если Центральный банк не будет поддерживать рубль, у рубля есть шанс ослабеть на эти 15–20%. В этом



случае в качестве ориентира на 2015 год я бы назвал 48–50 рублей за бивалютную корзину. Это, скажем так, плохой сценарий. Будем надеяться, что этого не произойдет. В Центральном банке постепенно начинают осознавать масштаб проблемы и начинают делать определенные шаги, направленные на улучшение ситуации с валютной ликвидностью.

В конце концов, Центральный банк в большинстве стран мира, — это заемщик последней инстанции. Я думаю, в этом качестве наш ЦБ и будет действовать.

**Ирина Слюсарева.** То есть это ваш базовый прогноз, что при прочих равных условиях рубль слабеет на 15–20%?

**Алексей Девятков.** Это худший сценарий. Базовый сценарий заключается в том, что мы все-таки увидим определенные улучшения с точки зрения геополитики — возможно, через несколько месяцев рынки капитала откроются. Кроме того, я рассчитываю на возвращение цен на нефть в район 100 долларов за баррель. И в этой ситуации, конечно, с рублем все будет гораздо лучше.

**Наталья Орлова.** Я исповедую более оптимистичный взгляд. Хотя в этом году, конечно, идет наплыв очень негативных новостей. Санкции, во-первых, это само собой. Далее, сейчас рынки отыгрывают опасения по поводу ужесточения монетарной политики в США, того, что ФРС будет повышать процентные ставки. В самые последние месяцы из-за нового раунда бегства капитала с развивающихся рынков мы видели очень сильное укрепление доллара на мировых рынках и падение цены на нефть.

По сути, сейчас произошла вторая волна девальвации рубля. Первая волна, связанная в основном с санкциями, была весной. Вторая волна сочетала в себе опасения того, что Россия почти уже на грани военного конфликта с Украиной, новый раунд санкций, достаточно болезненный. Закрытие доступа на долговой рынок для крупных российских эмитентов сильно сказалось на настроениях рынка, но когда мы увидели, что отреза-

ны от короткого финансирования, это, как ни странно, оказалось больше. Это сразу ударило рикошетом и по рынку деривативов, и по рынку свопов, и по рынку репо. Межбанковский рынок на самом деле сейчас стал плохо работать. И это вопрос именно короткого финансирования. С длинным финансированием все более понятно, потому рынок имеет время подготовиться к изменению по длинным инструментам.

Падение цены на нефть, огромный наплыв негативных новостей, ослабление рубля — и при этом Центральный банк начал проводить интервенции только с 3 октября. До этого рубль ослаблялся без всякого противодействия со стороны ЦБ. Это было именно рыночное движение. И я в принципе считаю, что это не так уж и плохо. Я бы сильно беспокоилась по поводу динамики рубля на следующий год, если бы это движение сопровождалось давлением на резервы. Но поскольку это движение рыночное, то оно может очень легко развернуться в другую сторону.

Аналитики по нефти говорят, что существует некая сезонность и ближе к зиме цена на нефть, может быть, восстановится. Поэтому в принципе мне кажется, что просто аппроксимировать тот тренд, который мы видели в этом году, на следующий год — слишком пессимистично.

Кроме того, я бы, конечно, делала ставку на то, что Центральный банк не откажется от своих намерений переходить к плавающему курсу и таргетированию инфляции.

И эта новая реальность будет означать, что ЦБ в следующем году должен работать со ставкой очень активно, потому что именно в следующем году принципиально важно, чтобы инфляция уложилась в целевой ориентир.

Ну и главный фактор в пользу стабилизации или даже укрепления валютного курса рубля — это, конечно, сокращение объемов импорта и, как следствие, рост положительного сальдо торгового ба-

ланса и текущего счета, которое вероятно даже в условиях снижающихся цен на нефть в 2015 году.

Поэтому я лично больше беспокоюсь за стоимость денег, за рублевые ставки, нежели за ослабление курса. Я думаю, что с большой вероятностью курс у нас будет стоять в интервале 35–40 [рублей за доллар], а вот повышение ставок может быть значительным.

И я не уверена, что рынки ориентируются на такой сценарий и что они вообще к такому сценарию готовы.

**Ирина Слюсарева.** Вопрос о ставках постоянно дискутируется, и правительство достаточно жестко говорит о том, что главная цель — это вбивание инфляции в определенный коридор, чтобы она не была выше индикативных значений. Но есть столь же влиятельное мнение противников этой точки зрения, которые считают, что главное — дать бизнесу деньги по низким ставкам. На форуме «Россия зовет» президент говорил о том, что у бизнеса появятся длинные деньги по нормальным ставкам. Но хотелось бы, конечно, понять, что это будет за механизм, откуда они возьмутся, по каким ставкам и в каких объемах. И в настоящий момент для такого понимания пока нет решительно никаких данных.

Предлагаю вот что обсудить. Если в следующем году продолжится движение к таргетированию инфляции, то как вы это оцениваете?

**Наталья Орлова.** Мне кажется, что идея дешевых денег — это, скорее, опция для отдельных игроков. Для экономики такой, как российская, которая столкнулась со структурными ограничениями роста, предоставление дешевых денег в первую очередь заканчивается инфляцией. Во-вторых, мне представляется, что это совершенно не в русле функций ЦБ. Может быть, какие-то специальные инструменты может запустить правительство, но ЦБ точно понимает, что политика дешевых денег не имеет ничего общего с целями по инфляции, которые денежные власти анонсировали.

Прекрасной иллюстрацией к вопросу о предоставлении новых денег является ситуация с обратными валютными свопами. На их примере видно, что это инструмент достаточно дорогой. То есть Центральный банк не спешит наводнять рынок какими-то дешевыми долларами или рублями, потому что его специалисты понимают, что на самом деле у нас есть структурные проблемы роста, и их нельзя решить дополнительным вливанием дешевых денег.

Мне вообще кажется, что когда речь заходит о том, что у нас низкие или высокие процентные ставки, то большинство экспертов говорят про кредитные ставки. Но на самом деле есть еще и депозитные ставки. И когда мы смотрим на динамику депозитного рынка, то с начала года видим значительно замедление притока депозитов. Это значит, что уровень ставок не покрывает в глазах вкладчиков тех рисков, с которыми они имеют дело. Что это за риски? Сначала вкладчиков беспокоил отзыв лицензий и банкротство банков, потом к этому прибавилось еще ослабление валютного курса, затем еще санкции. В итоге население в этом году предпочитает инвестировать в недвижимость, нежели делать депозиты в банках. Мне кажется, это очень хороший аргумент в дискуссии о том, низкие ли у нас ставки или высокие. Ставки на самом деле не очень высокие, они должны быть выше, если мы вообще хотим иметь частные сбережения в этой экономике.

**Ирина Слюсарева.** А нужны ли длинные и дешевые деньги для бизнеса?

**Наталья Орлова.** Скажем так — бизнес от дешевых денег никогда не откажется, потому что это способ поддержать его рентабельность. Но не факт, что эти дешевые деньги превратятся в источник инвестиционного роста. Из страны с 2010 года идет отток капитала. Это значит, что деньги в экономике и так есть, они уходят, они избыточны. То есть доходность их инвестирования в стране не окупает риски. Поэтому мне кажется,

дешевые деньги не изменят картину роста. Каким-то отдельным структурам они могут пригодиться, но когда мы рассуждаем в масштабах всей экономики с точки зрения перспектив запуска роста, то дешевые деньги не создают стимулов для роста, скорее предпосылки для девальвации и инфляции.

**Алексей Девятов.** Действительно, у Центрального банка есть убеждение, что российские проблемы имеют структурный характер. И в этой ситуации, с точки зрения ЦБ, что ни делай, в любом случае реальные ставки будут расти — с учетом всех политических и прочих рисков. Мне кажется, что ситуация, когда ставки являются высокими, не помогает экономическому росту. И здесь, я думаю, можно согласиться с позицией Министерства экономического развития, что при принятии решений о повышении ставок нужно учитывать, в том числе, и то, как это отразится на экономике в целом. Не только на бизнесе. В стране ведь помимо бизнеса есть и потребители, и заемщики — частные лица. И мы видим, что темпы роста кредитования физических лиц ниже, чем процентные ставки, которые эти люди платят по своим кредитам. Это означает, что потребительское кредитование фактически становится тормозом для экономического роста. Но через подобный цикл снижения долговой нагрузки потребителей не так давно проходила и Европа. Здесь, мне кажется, важно соблюсти какой-то баланс, потому что если мы хотим поддерживать экономический рост, то все-таки ставки нужно несколько придержать.

Действительно высказывалось много опасений, что вбрасываемые в экономику дешевые деньги пойдут на валютный рынок и будут далее выводиться из страны. Но, несмотря на возможные спекуляции против рубля, я думаю, здесь нужно искать какой-то компромисс. В принципе, насколько я понимаю, в ближайшей перспективе ЦБ вряд ли будет снова поднимать ключевую

ставку. Несмотря на то, что инфляция растет, ЦБ осознает, что это вызвано продовольственным шоком, а не является следствием политики регулятора. Соответственно, Центральный банк не будет на этот шок реагировать, поскольку через несколько месяцев ситуация на продовольственном рынке, скорее всего, нормализуется. В этом случае, у нас есть высокие шансы увидеть весьма ощутимое снижение инфляции уже в следующем году.

В целом, я считаю, что переходя к таргетированию инфляции, ЦБ движется в правильном направлении. Однако момент, как оказалось, не самый подходящий. Соответственно, Центральному банку будет трудно, и какое-то время так или иначе все равно придется искать баланс между новыми (таргетирование инфляции) и старыми (минимизация волатильности курса рубля) целями денежно-кредитной политики, особенно если внешние рынки капитала будут оставаться закрытыми для российских компаний.

**Ирина Слюсарева.** Несколько раз прозвучало, что должен быть найден какой-то баланс по ставкам. Вы можете дать примерные количественные характеристики такого баланса?

**Алексей Девятов.** Это сложный вопрос. Мне кажется, было бы неплохо, чтобы ключевая ставка — сейчас это 8% — была немного ниже.

**Валерий Миронов.** Я тоже за то, чтобы переходить к таргетированию инфляции.

Правда, если посмотреть на опыт других стран, то видно, что у нас весьма необычный путь перехода к таргетированию цен, особенно для ресурсно ориентированной экономики. В принципе таргетированием инфляции называется процесс целеполагания и стабилизации уровня инфляции в ситуации, когда она уже является низкой. А мы переходим к низкой инфляции с нынешнего значения почти в 8% (в сентябре, если считать год к году) с целью получить 4,5%. Такой процесс (переход от 8