

## **Международный финансовый кризис и российская экономика**

В рамках научного семинара состоялась встреча на тему «Международный финансовый кризис и российская экономика». С докладом выступил руководитель Экономической экспертной группы Евсей Гурвич. В дискуссии приняли участие Главный экономист Банка HSBC-Russia Александр Морозов, Директор Центра стратегических исследований ОАО «Банк Москвы» Алексей Ведев.

### ***Евгений Ясин:***

Тема сегодняшнего семинара очень интересная, правда, немного обобщенная. Я попросил Евсея Томовича и других коллег высказать свое мнение о ситуации, которая складывается в мировой и российской экономике. И поэтому надеюсь на оживленную дискуссию, учитывая то обстоятельство, что события стали развиваться энергично и непонятно. Лично мне многое непонятно, и я подозреваю, что многие опытные люди находятся в определенном тупике. Сегодня утром я слушал господина Кудрина. Он, как мне кажется, вообще никогда не испытывает чувства неуверенности. Иначе быть не может для профессионала: никаких колебаний, должна быть полная уверенность в успехе. Когда меня спрашивают, могу ли я уверенно сказать, когда в этом году будет инфляция, я всегда говорю, что это не ко мне, это к Кудрину, он все знает точно. Я исхожу из того, что министр финансов должен всегда говорить уверенно и неправду, потому что если он будет говорить правду, то появятся какие-то инфляционные ожидания, какие-то неожиданные вещи и т.д. Я всегда оставляю за министром финансов это право на враньё, как бывший министр, который неоднократно врал. Но я врал во благо. Потому что я верил в то, что, убеждая людей не бежать в банки делать вклады, чем-то помогаю своей стране.

Сожалею, что сегодня на семинаре присутствуют меньше людей, чем обычно. Но надо иметь в виду, что это последнее заседание в нынешнем учебном году, потом будет два месяца перерыва.

Я предоставляю слово Евсею Томовичу.

### ***Евсей Гурвич:***

События, которые привели к сегодняшнему кризису, много раз обсуждались. Поэтому я хочу посмотреть очень обобщенно на весь путь, все источники нынешнего кризиса, затем обсудить влияние этого кризиса на российскую экономику, как я его представляю, и оставить больше времени для коллег, которые пристально следят за тем, что происходит на мировых

финансовых площадках. У них наверняка есть прогнозы, что будет сейчас происходить с мировой экономикой, и, может быть, у них другой взгляд на влияние кризиса на российскую экономику.

У всякого большого явления, например, у российского и американского финансового кризиса, не одна причина, а множество, целая цепь. На мой взгляд, эта цепь началась с того, что в США в начале 2000-х годов лопнул пузырь на мировом рынке IT-технологий, то есть толчок был дан несовершенством рынка. Рынок не смог адекватно оценить этот сектор экономики, в результате в 2001-м году экономика США резко замедлилась. США решили применить очень сильные методы для вывода экономики из этого замедления. ФРС снизила свои базовые ставки до величины порядка 1%. Поскольку в это время инфляция составляла порядка 3%, процентные ставки оказались выведены в глубокий минус. Одновременно в США были снижены налоги и увеличены расходы. В результате от положительного баланса расширенного бюджета экономика США перешла к двойному дефициту. Соответственно, в американской экономике ускорилась инфляция. И, параллельно, на фоне отрицательных процентных ставок, то есть дешевых денег, резко ухудшилось качество кредитов, выдаваемых на ипотечном рынке, которое и привело, в конечном итоге, к обсуждаемому кризису.

В данном случае, я бы сказал, можно говорить о провале государства, которое в ответ на кризис, вызванный провалом рынка, отреагировало с большим перехлестом. Эти события важны, потому что существует очень много параллелей между тем, что делала власть в США, и тем, что сейчас, после начала этого кризиса, происходит у нас. Значительная часть обслуживания субстандартных кредитов была привязана к базовым процентным ставкам. После того как экономика США начала выходить из кризиса, возобновился ее рост, и появилась опасность инфляции. Базовые процентные ставки начали повышаться, соответственно, заемщики в новых условиях уже не могли обслуживать свои кредиты. Появились дефолты. Поскольку снизился спрос на недвижимость, снизилась стоимость залогов, которые использовались при кредитовании. Еще один важный момент состоит в том, что банки, выдавая ипотечные кредиты, понимали, что качество этих кредитов снизилось, и они страховались, делили риски, связанные с этими плохими кредитами, выпуская соответствующие ценные бумаги. Они считали, что таким образом эти риски снижаются. На самом деле, результат был противоположный. Фактически оказалось, что эти риски непрозрачно рассеяны по всем финансовым институтам. В результате, после того, как начался процесс дефолтов и падение стоимости недвижимости, невозможно было выделить затронутые кризисом, находящиеся под риском финансовые институты. Таким образом, опять оказалось, что эти риски не удалось адекватно застраховать рыночными инструментами.

В целом я оцениваю истоки этого риска как первые проявления того, о чем десять лет назад, приезжая сюда, предупреждал Сорос. Он тогда издал книгу под названием «Капитализм без капиталистов», в которой предупреждал о том, что развитие финансовых инструментов идет слишком быстро, и способность рынка и властей управлять этими рисками, контролировать их, проводить надлежащий мониторинг сильно отстает от динамики развития этих инструментов. Я думаю, что это и является фундаментальной причиной нынешнего кризиса. С одной стороны, не удалось рыночными инструментами застраховать эти риски. С другой стороны, власти сами создали ситуацию, ведущую к рискам, и отчасти не смогли адекватно управлять ими.

Последствия этого кризиса можно оценить по прогнозам роста мировой экономики. В апреле 2008-го года МВФ оценивает темпы роста мировой экономики в 3,7%. Ровно год назад, в апреле 2007-го года, оценка составляла 4,9%. То есть, мир потерял, как минимум, 1,2%, поскольку год еще не кончился. Мировой ВВП составляет 60 трлн. долл., соответственно, 1,2% от него – 720 млрд. долл. Это умеренная консервативная оценка потерь мира от кризиса только на этот год.

Для некоторых стран последствия оказались намного серьезнее. Они оказались серьезными для эпицентра, первоисточника кризиса – США. От достаточно хорошего роста они перешли в состояние рецессии. Последствия оказались тяжелыми и для многих экономик нашей категории «развивающиеся рынки». Например, в Казахстане произошло то, что в теории кризиса называется «неожиданной остановкой». Их банковская система очень серьезно зависела от внешних кредитов. После начала кризиса внешние инвесторы решили, что риски этой экономики очень высоки, и оказалось, что банковская система набрала слишком много кредитов. Результатом резкого снижения кредитования казахской экономики стало существенное замедление роста, серьезный банковский кризис. Это только один пример экономики, зависящей от нефти.

Что касается влияния на российскую экономику, обсуждалось два главных канала возможного негативного воздействия кризиса: падение цен на сырьевые товары и снижение доступности кредитов для российских банков и компаний.

Высказывалось мнение, что цены на нефть упадут не слишком сильно, поскольку основным источником дополнительного прироста спроса сейчас являются экономики Китая и Индии. Аналитики предполагали, что эти экономики не слишком пострадают от американского кризиса. Мы видим, что цены на нефть вообще выросли. И это только в небольшой степени можно объяснить ослаблением доллара, поскольку удорожание нефти было несопоставимо большим, чем ослабление доллара к другим валютам. Тут опять очевидный провал рынка, то есть неадекватная оценка. Если мировая экономика так сильно замедляется, а цены на

ключевой ресурс так быстро растут, мне кажется, это свидетельство провала рынка, хотя в каждом отдельном случае можно найти конкретные причины.

Второй канал – это снижение кредитования российской экономики. Оно, казалось бы, произошло. Но оно происходит у нас через квартал. В третьем квартале прошлого года, когда начался кризис, чистый приток капитала сменился оттоком. В четвертом квартале вновь наблюдался чистый приток капитала. В первом квартале этого года опять был зафиксирован чистый отток. В апреле, по заявлениям ЦБ, опять был большой приток. Учитывая это, много говорилось о возможном кризисе ликвидности. Но давайте посмотрим, что происходило в первом квартале. Мы видим, что, по сравнению с первым кварталом предыдущего года, приток вместо плюса был в минусе, и чистое изменение составило 36 млрд. долл., это много. Но основная часть этого связана не с тем, что нам перестали давать деньги, а с тем, что убежал наш капитал. По-видимому, причиной этого были выборы. Для всех стало сюрпризом, что у нас будет новый президент. И, пока не разобрались, что это означает, существенная часть капитала вывозилась. Думаю, что при оценке притока капитала можно использовать недавние, свежие оценки МВФ. Я досчитал их оценки, сопоставил с другими легко считающимися показателями. У меня получилось, что в этом году сохранится чистый приток капитала. Я его оцениваю в 45 млрд. долларов. Это меньше, чем в предыдущем году. Тогда был 81 млрд. долл. Но это даже больше, чем предусматривают «Основные направления» ЦБ, которые ожидали 40 млрд. притока.

Это говорит о том, что никакой авральной ситуации у нас нет. В 2009-м году, на основе прогнозов МВФ, оценка притока уже составляет 70 млрд. долл., тогда как ЦБ ожидает гораздо более скромной цифры, 45 млрд. Из этих оценок видно, что наша экономика очень мало затронута кризисом. С одной стороны, это результат возросших цен на нефть. С другой стороны, очень консервативной макроэкономической политики, которая у нас проводилась и благодаря которой у нас такой большой профицит по счету текущих операций, большие валютные резервы и бюджетные резервы.

Кроме всего этого, небольшое снижение притока капитала – это как раз то, что сегодня нужно. Поскольку наша экономика перегрета, небольшое снижение притока капитала, которое должно привести к снижению кредитной экспансии, восстановит наши нарушенные макроэкономические пропорции, замедлит рост внутреннего спроса, снизит инфляцию, снизит рост импорта, замедлит процесс сокращения счета текущих операций.

Основная проблема, на мой взгляд, состоит не в том, что мы подвержены влиянию последствий мирового кризиса, а в том, что мы отреагировали на него несколько неадекватно и с избытком. То есть, это очень похоже на реакцию США на замедление экономики.

Что у нас произошло? В прошлом году на 2,8% ВВП были увеличены расходы расширенного бюджета. Впервые из стабилизационного фонда была выделена большая сумма на расходы (300 млрд. рублей). Эти деньги были направлены в капитал институтов развития. При этом объяснялось, что, да, мы резко увеличиваем расходы, тратим деньги из стабилизационного фонда, но мы вкладываем деньги в капитал институтов развития, это долгосрочные инвестиции. Эти деньги не будут потрачены, они не попадут в экономику, поэтому не будет инфляции, не снизится макроэкономическая стабильность.

Потом, в начале этого года, было сказано, что у нас происходит отток чистого капитала. «У нас есть угроза ликвидности, давайте разместим все эти деньги на счетах коммерческих банков», что и было сделано. И эти деньги уже через месяц после того, как были выделены, попали в экономику. Кроме того, наш резервный фонд и фонд национального благосостояния устроены так, что сначала, до того, как поступить в фонды, весь выделенный на год нефтегазовый трансферт попадает в сам бюджет, а не в фонды. После того, как набран весь трансферт, все деньги идут в эти фонды. Таким образом, в начале года у бюджета образуются свободные средства. Было принято решение размещать эти средства в коммерческих банках, чтобы сгладить кризис ликвидности.

Хотя, вообще-то, во всех учебниках написано, что признаком кризиса ликвидности является повышение денежных ставок. Можно посмотреть, что происходило с нашими ставками межбанковского рынка. Был небольшой всплеск, но очень краткосрочный. Значит, ставки кредитования повысились на 1% пункт, но, в любом случае, оставались намного ниже инфляции. То есть, у нас были и остаются глубоко отрицательные реальные ставки, что, по большому счету, и является источником нашей инфляции.

На форуме в Санкт-Петербурге наш президент обвинил США в безответственной политике, которая стала причиной глобального кризиса. С этим, отчасти, можно согласиться. Я считаю, что в США очень неосторожную политику проводили и ФРС, которая довела реальные процентные ставки до отрицательных значений, и правительство, которое от профицита перешло к политике дефицита. Я думаю, что на их политике нам нужно учиться, чего не следует делать. Раз в кои-то веки отрицательным примером являемся не мы, а США. Мы же, вместо того, чтобы учиться, обвиняем их в безответственной политике, а сами делаем то же самое.

***Александр Морозов:***

Прежде всего, разрешите мне сделать оговорку для прессы. Во-первых, я выражаю свое экспертное мнение. Во-вторых, прошу меня не цитировать. Многого мы не знаем, но то, что узнаем, добавляет все больше негатива. Меня это, честно говоря, совершенно не радует. На

прошлой неделе встречался с клиентом в США. Когда я пришел на встречу, он говорит: «Знаешь, акции нашей компании сегодня упали на 50 процентов». И это страховая компания, которая по определению предполагает большую надежность. Я сомневаюсь, что проблема этой компании связана с проблемой саб-прайма на рынке США.

Саб-прайм – это, условно говоря, высокорискованная ипотека и связанные с ней производные финансовые инструменты, опирающиеся на цену базового актива. Высокорискованная ипотека, которая выдавалась гражданам США с не самой хорошей кредитной историей.

***Евгений Ясин:***

Раньше вы торговали первосортным товаром, то потом набрали second hand и поняли, что им тоже можно как-то торговать.

***Александр Морозов:***

Я хочу сказать, что не надо заикливаться на рынке ипотеки. Другой пример – AIG, другая страховая компания, один из лидеров мирового страхового рынка. Третий пример – Northern Rock, пример из Европы. Это британский банк, который занимался ипотекой, но не в США, а в Европе. Там никаких рискованных кредитов не было. Просто в какой-то момент рынок закрылся, и они не смогли рефинансировать свои долговые обязательства. Так что, речь идет не только о саб-прайме.

Далее. Что происходит в реальном секторе США? Компания General Electric недавно стала испытывать трудности с финансированием своих операций и даже с размещением своих векселей: не было покупателей, а банки не кредитовали. Малый бизнес в Калифорнии обратился к своим депутатам с просьбой принять пакет Полсона, потому что банки не дают им кредиты, и они не могут выплачивать зарплату. Это говорит о том, что проблемы возникли не только в финансовом секторе, но и в реальном секторе экономики США. Забегая вперед: если вы посмотрите, что у нас происходит на микроуровне, то увидите, что в реальном секторе экономики России заметны аналогичные проблемы.

Далее. Речь идет не только о корпоративном финансовом секторе, но и о целых странах. Вы, наверное, уже слышали, что происходит в Исландии. Это, по сути дела, страна-банкрот. На очереди стоят многие страны Восточной Европы, в том числе Украина. Многие страны впервые за последние годы обратились к МВФ за помощью. Географический масштаб проблемы уже выходит за рамки одной страны, и проблема является геополитической.

Что еще можно сказать? Товарные рынки, про которые мы уже говорили, тоже падают. Идет падение по всему спектру финансовых инструментов. Все падает. Что же происходит, собственно говоря, в мире? На самом деле, мы уже переступили черту и живем в новом мире,

который выглядит примерно так, как изображено на этой картинке. Тут нарисован горящий адским пламенем земной шар, который сжимает какая-то когтистая рука или лапа. Это новый мир, в котором мы живем с недавнего времени. Честно говоря, это не тот мир, в котором нам предстоит жить вечно, но это иллюстрирует, что наш взгляд на многие привычные вещи теперь должен быть принципиально другим.

Что произошло? Завершился один из кредитных циклов мировой экономики, что уже происходило в прошлом. Причем, этот кредитный цикл отличался рядом особенностей, что позволяет говорить, что завершение его будет иметь гораздо более серьезные последствия, чем это было до сих пор. Во-первых, сама длительность этого цикла беспрецедентна. Здесь уже говорилось про процентные ставки и т.д. Если вы посмотрите, что происходило в мировой экономике, в экономике США, то увидите длительный период непрерывных высоких темпов экономического роста, не прерываемого никакими серьезными спадами.

В этот период происходила очень существенная недооценка риска. Этому есть много объяснений, и с точки зрения практики корпоративного управления рисками, и т. д. Но не в этом дело, важен сам факт недооценки рисков.

Другая особенность, которая появилась в эти годы, заключается в том, что теперь мы живем в глобальном мире, поэтому последствия этого кредитного цикла носят глобальный характер. В этом кредитном цикле оказались все страны мира, включая развивающиеся. Мы жили хорошо, и одна из причин, почему мы жили хорошо, заключается в том, что мы жили в повышательной фазе кредитного цикла, когда деньги были, и были дешевыми, их можно было тратить, увеличивая доходы, и т.д. Сейчас это время закончилось.

Есть несколько технических факторов, которые способствовали тому, что сейчас происходит, и усилили эффект. Во-первых, это риски, которые стали возникать в финансовой системе из-за развития таких изощренных финансовых инструментов, как деривативы, и стали так распределены, что теперь никто не может найти концы. Поэтому сейчас никто не знает, даже когда работает с надежным банком или компанией, каковы качество и цена ее активов. Возможно, эта компания уже банкрот. И, что самое интересное, это может произойти не потому, что она занималась рискованными операциями. Возможно, она инвестировала в считавшиеся высоконадежными активы, которые имели рейтинг AA, но в сложившейся ситуации цена этих активов может составлять лишь 10-30% номинала, потому что продавцов много, а покупателей нет.

Здесь, мы сталкиваемся с еще одной технической проблемой. Как вы знаете, мировая экономика переходит на стандарты бухгалтерского учета Базель-2, и в рамках этого перехода требуется постоянная переоценка всех активов в соответствии с рыночной ценой. Когда в какой-то момент рыночная цена падает, если одновременно пропадает подпорка этой цены со

стороны покупателей, компаниям приходится пользоваться в учете котировками, которые есть на рынке, но, по сути, уже не являются рыночными. В результате, для сокращения своих рисков такая компания вынуждена распродавать активы на неликвидном рынке, продавливая цены еще сильнее вниз. А это может означать крах для компании.

Собственно говоря, совокупность этих факторов обусловила то, что мы сейчас наблюдаем на финансовых рынках и в экономиках, и это носит глобальный характер. Возможно, в скором времени мы будем говорить о глобальной рецессии. Я не исключаю такую возможность, но надеюсь, этого не произойдет, и мы будем говорить о глобальной великой депрессии. Все-таки, действия, которые предпринимают власти многих стран, отличны от действий в 30-е годы прошлого века, когда американские власти очень пассивно реагировали на складывающуюся ситуацию. Сейчас есть обоснованная надежда, что, за счет принятия мер по поддержке банков и компаний, удастся избежать пессимистического сценария развития событий. Пока действия властей несколько запаздывают, но предпринимаемые действия в какой-то момент дадут результаты, и мы не должны сползти в период нулевых темпов экономического роста на длительном временном интервале.

Что я хотел бы в связи с этим прокомментировать? Мы наблюдаем очевидные и существенные провалы рынка (market failures). Это действительно тот случай, когда власти должны вмешаться, чтобы последствия этих провалов рынка не похоронили экономику. Естественно, в результате мы видим увеличение роли и доли государства в экономике и финансовом секторе. Что это, конец либерализма, или нет? Я думаю, что ответ на это вопрос во многом будет зависеть от того, какая стратегия «выхода» из частного сектора будет использована. Если заранее продумать, как правительства разных стран, когда ситуация будет выправляться (я искренне на это надеюсь), будут продавать приобретенные активы частного сектора, то произойдет мягкий выход, и доля государства в экономике снизится. Если же этой стратегии не будет, то выход будет даваться болезненно, поскольку к тому моменту уже появится уверенность, что положительный результат был достигнут именно потому, что вмешалось государство, и поэтому государство должно остаться в экономике, сохраняя приобретенные активы. Против этого аргумента будет тяжело бороться. Тогда будет преобладать госкапитализм.

Теперь, что касается того, как на всем этом фоне выглядит Россия. Давайте обратимся к теории дикаплинга (decoupling theory). Я ее интерпретирую в отношении России следующим образом. Теория дикаплинга исходит из того, что некоторые развивающиеся страны могут развиваться, пусть не полностью независимо от развитых стран, но, тем не менее, в значительной степени опираясь на собственные ресурсы, как экономические, так и финансовые. Такие страны имеют под собой прочную макроэкономическую базу. Россия в

значительной мере подходит под эти критерии. В последние десять лет в России был создан целый ряд макроэкономических буферов, которые позволяют бороться с оттоком капитала, сопровождающим сворачивание внешних кредитов, и другими вызовами. Многие развивающиеся страны таких буферов не имеют.

В результате, что у нас получается? Когда капитал уходит из страны, с ее финансовых рынков, сразу возникают «дырки» в балансах банков и компаний, которые должны срочно где-то искать деньги, чтобы заткнуть эти дырки. Если у страны нет резервов, нет каких-то других источников финансирования, и особенно, если при этом страна имеет дефицит счета текущих операций платежного баланса, то такая страна в значительной мере обречена на очень резкую девальвацию национальной валюты. Как правило, это создает большие проблемы реальному сектору экономики, и страна попадает в экономический кризис, демонстрируя отрицательные темпы экономического роста. Хрестоматийный пример кризиса такого рода, так называемый, «текильный кризис», произошел в Мексике в середине 90-х годов. В результате этого кризиса доля кредитов в ВВП сократилась на 20-25 процентных пунктов, и экономика демонстрировала отрицательные темпы роста в течение 3-4-х лет. Глубина падения достигала 5-ти процентных пунктов.

В России, как я сказал, эти ресурсы есть. Это и международные резервы, и бюджетный профицит, и профицит по счету текущих операций. Вместе с тем, как сегодня уже отмечалось, кризис выявляет узкие места. К сожалению, эти узкие места в России тоже есть. О некоторых из них говорилось. Это нереформированный или недореформированный банковский сектор. Это то, что на финансовых рынках большая доля торговли акциями и облигациями шла на заимствованные средства под залог этих же активов. К этому перечню можно добавить неверие населения в финансовые институты и государство в целом, а также перекредитованность ряда отраслей экономики и компаний. В качестве примера таких отраслей можно упомянуть строительство и розничную торговлю. Я бы еще отметил низкую институциональную эффективность, что, в целом, серьезно осложняет разработку и принятие институциональных политических решений по борьбе с финансовым кризисом. Это касается скорости принятия решений, их адекватности, скорости реализации принятых решений. В конце концов, это касается и того, в чьих интересах принимаются решения. Поэтому, несмотря на то, что у России есть мощные макроэкономические козыри для борьбы с возникшими проблемами, я полагаю, что эти козыри не смогут сыграть в полной мере, и Россию ожидает очень серьезное замедление темпов экономического роста. И я не исключаю вероятности того, что у нас все же произойдет масштабный кредитный кризис. В таком случае темпы роста экономики могут стать отрицательными.

Еще один фактор риска, о котором говорил господин Дребенцов, касается цен на нефть. Как вы знаете, они уже упали до отметки 63-64 доллара за баррель. Это уже ниже средней цены в прошлом году. Интересно, что будет происходить дальше. Для меня было неожиданностью услышать сегодня, что спрос в США уже упал на 2 млн. баррелей. На днях я слушал выступление профессора Филиппа Вертейера из университета Калгари (Канада), который сказал, что он ожидает глобального падения спроса на 4-6 млн. баррелей в день. И при таком падении спроса он ожидает, что цены на нефть могут упасть до 25 долларов за баррель. 25 долларов за баррель стало бы жестоким ударом для российской экономики. За последние годы бюджетная политика постепенно ослабевала, и бюджет будущего года, по словам А.Кудрина, будет сбалансированным при ценах на нефть не ниже 70 долларов за баррель. Платежный баланс, который будет сбалансирован при цене 80 долларов за баррель, тоже получит очень серьезный удар. И даже те буфера, которые есть, будут недостаточны для того, чтобы не допустить серьезных макроэкономических последствий. Поэтому при таком сценарии развития событий нас будет ожидать очень резкое сокращение бюджетных расходов и резкая коррекция валютного курса, потому что удерживать его на сегодняшнем уровне будет совершенно бессмысленно.

Последнее, о чем хотелось бы сказать, касается практических шагов по преодолению финансового кризиса. Если оценивать действия, которые проводятся властями, видно, что они, в целом, направлены на решение правильных проблем: недостатка ликвидности и нехватки длинных пассивов в банковской системе, кредитного сжатия для реального сектора и т.д. Однако как-то так складывается, что основными получателями финансовой поддержки государства выступают государственные же компании и банки. Это создает весьма серьезные риски для негосударственного сектора экономики, особенно для малого и среднего бизнеса. Здесь говорилось, что крупные банки имеют в своих активах высокую долю кредитов небанковскому сектору. Тем не менее, если посмотреть, что происходит в регионах, то там именно малые и средние банки являются основными проводниками кредитов малому и среднему бизнесу, поскольку все крупные клиенты разобраны. Проблема сейчас возникает именно для таких банков. Она связана с тем, что, к сожалению, уже начался отток банковских вкладов населения в наличность, в валюту, в госбанки, что связано с неверием в систему гарантирования вкладов. Это способно погубить даже вполне здоровые банки. Люди начали забирать свои вклады и, если вы посмотрите прессу, то найдете сообщения из многих регионов о том, что банки вклады не выдают, а предлагают записываться в очередь на ноябрь и т.п. Есть опасения, что это только начало, и эта история будет иметь продолжение. Наверное, стоит ввести, и как можно быстрее, полную гарантию всех вкладов населения на какой-то период времени, как это сделали в Великобритании, Германии, Австрии, Ирландии.

Но недостаточно будет просто объявить о гарантиях. Доверие населения находится на низком уровне, поэтому нужно сделать так, чтобы население поверило, что эти гарантии реальны и подкреплены деньгами.

Еще один достаточно дискуссионный вопрос связан с обеспечением доступа малого и среднего бизнеса к кредитным ресурсам. Без такого доступа может возникнуть экстремальная форма государственного капитализма, где будут существовать лишь госкомпании и госбанки. Тогда, если частный бизнес исчезнет, даже если не произойдет спада в экономике, дальнейшее экономическое развитие будет проблематично. Долгосрочные темпы экономического роста в такой ситуации будут ниже, чем в случае сохранения значительной доли частного бизнеса. Поэтому нужно искать новые решения для обеспечения доступа малого и среднего бизнеса к кредитным ресурсам, в том числе, возможно, и за счет субсидирования процентных ставок тех банков, которые будут кредитовать малый и средний бизнес. Ясно, что в противном случае малый и средний бизнес этих денег вообще не увидит, либо увидит по запредельным ставкам, которые ничего хорошего для бизнеса не принесут.

***Алексей Ведев:***

Добрый день. Перед нами, насколько я понял, стоит крайне сложная задача – догнать Португалию и не догнать Вьетнам. Поскольку тема нашего семинара «Международный финансовый кризис и мировая экономика», мои коллеги, на мой взгляд, очень подробно остановились на мировом финансовом кризисе. Я же постараюсь остановиться на возможном влиянии мирового финансового кризиса на российские финансы. Сейчас мы практически закончили расчеты развития банковской системы и нефинансовой сферы до 2011-го года, и я думаю, что в ближайшее время состоится рассмотрение основных направлений единой кредитно-денежной политики до 2011-го года. Это трехлетняя денежная программа.

На мой взгляд, принципиальное отличие этого цикла экономического и финансового планирования от предыдущего состоит в росте воздействия денежной сферы на национальную экономику. Ранее ЦБ формировал денежную программу в рамках двух групп внешних сценарных параметров. Первая группа – темпы роста мировой экономики, цены на нефть (высокие, низкие, средние), приток капитала (большой, незначительный). Вторая группа – это прогнозы МЭРа. Берется, скажем, инерционный прогноз (вариант 2) МЭРа, и на его основе строится денежная программа на три года.

На мой взгляд, сейчас ситуация принципиально изменилась, поскольку состояние денежной сферы воздействует на основные макроэкономические показатели, если не принципиально, то заметно. В частности, в 2007-м году выше 30% прироста совокупного внутреннего спроса было обеспечено банковским кредитованием. Поэтому, собственно говоря, параметры

денежной политики определенным образом уже воздействуют на реальный сектор. Появляется обратная связь между денежными программами и политикой ЦБ и экономической политикой вообще.

Один из основных и традиционных недостатков российской денежной политики состоял в ее пассивности, то есть макроэкономический прогноз и прогноз внешних параметров воспринимались как данность, и под них подстраивалась денежная политика. Полагаю, что денежная политика должна быть активной и адаптироваться к изменениям внешних условий.

Как может повлиять мировой финансовый кризис на российскую экономику? С точки зрения финансов это уже произошло. Отчасти это удорожание внешних заимствований и снижение их объемов. Так называемые «страновые лимиты» пересматриваются. В результате можно ожидать снижения объемов внешних заимствований на мировом рынке и резкого повышения процентных ставок по предоставляемым ресурсам. Это прямые последствия. Косвенные последствия, как заметили коллеги, состоят в том, что снизятся темпы роста мировой экономики, и это отразится на ценах на нефть и на российском сырьевом экспорте. Однако на это российские власти повлиять не могут.

Основная опасность состоит в том, что колебания на мировых рынках капитала могут стимулировать развитие отрицательных структурных диспропорций, которые накапливаются в течение последних трех лет в российской финансовой сфере. Я выделяю три категории диспропорций. Во-первых, это нарастающий разрыв между потребностью нефинансового сектора в кредитах и объемом внутренних сбережений. Этот разрыв начал появляться в 2004-м году и постоянно нарастает. Если соотношение объема кредитов нефинансовому сектору к его депозитам на начало 2005-го года составляло 95%, то на начало 2008-го года оно составляло 120%. То есть, российская банковская система уже «перекредитована», и необходимо что-то делать с этим дефицитом. Собственно говоря, данный дефицит можно финансировать из двух источников: за счет внешних заимствований, либо за счет ресурсов расширенного правительства. Это является политическим выбором и существенным образом определяет сценарии на будущее, на которых я остановлюсь чуть позже.

**Таблица. Оценка недостаточности («-» - избыточности) внутренней ресурсной базы и источники ее пополнения (нейтрализации), млрд. руб. (без учета иностранных взносов в уставный капитал)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Нехватка внутренних ресурсов</b>	-178	-218	27	-97	9	165	112	214	312
<b>Источники пополнения (нейтрализации):</b>									
Внешний мир	-109	-77	25	51	262	120	192	558	625

Федеральное правительство	1	-1	-1	6	-5	59	-57	0	8
ЦБР	-70	-139	3	-154	-248	-13	-25	-344	-321

Источник: Банк России, оценки ЦСИ Банка Москвы

Во-вторых, это структурные проблемы в банковском секторе, связанные с его сегментацией, несбалансированностью и накопленными на сегодня рисками. Сегментация состоит в том, что в банковской системе можно выделить, как минимум, четыре больших сегмента: государственные банки, иностранные банки, крупные частные банки, мелкие и средние. И когда мы рассматриваем банковскую систему в целом, особенно когда говорим о кризисе банковской системы, о кризисе ликвидности, о процентных ставках, то это скорее напоминает «среднюю температуру по больнице», нежели отражает реальные структурные диспропорции. Каждый из этих сегментов имеет совершенно разные возможности доступа к внешним и внутренним ресурсам, имеет различные риски, имеет свою стоимость пассивной части, то есть они отличаются существенно.

Несбалансированность банковской системы проявляется и в использовании внешних заимствований. С учетом того, что за последние три года сохранялся хронический разрыв между внутренними сбережениями и объемами кредитов нефинансового сектора, быстро возрастали банковские заимствования на внешнем рынке. Однако они использовались недостаточно эффективно. Одновременно с ростом валового притока внешнего капитала растет и его валовой отток. Причем, это происходит непропорционально, иначе можно бы было использовать гипотезу о том, что банки привлекают значительный объем средств, не успевают их осваивать и свободные остатки переводят на временное хранение в иностранные банки. Это не так. Статистически, по крайней мере, это не подтверждается. Причем, вопрос об использовании внешних заимствований достаточно важен для того, чтобы оценить реальную угрозу снижения внешних заимствований для российской финансовой сферы. Мы провели расчеты. По итогам 2007-го года только 25% внешних заимствований было направлено на кредитование нефинансового сектора, остальные деньги распределились равномерно между оттоком капитала (размещением внешних заимствований в иностранных банках) и притоком банковских депозитов на счетах в ЦБ. Отмечу, что это не предположения, а статистический факт. В 2006-м году ситуация была еще хуже: только 20% внешних заимствований было направлено на кредитование в нефинансовый сектор. Здесь, конечно, очевидны структурные диспропорции в банковской системе, равно как и показателен потенциал для более эффективного использования внешних заимствований, даже при их сокращении.

**Таблица. Внешние капитальные потоки в российскую банковскую систему, млрд. руб.**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Валовой приток внешних ресурсов	56	106	256	205	531	1070	1212
Валовой отток капитала	32	55	-6	85	337	512	587
Валовой отток капитала в % от валового притока	56	52	-	42	63	48	48
Прирост банковских депозитов в ЦБР	-3	154	248	13	25	344	321
Разница между притоком капитала, его оттоком и приростом депозитов в ЦБР (поступило на внутренний рынок)	28	-103	14	107	169	214	304
Справочно:							
Поступило на внутренний рынок, в % от валового притока	49	-	5	52	32	20	25

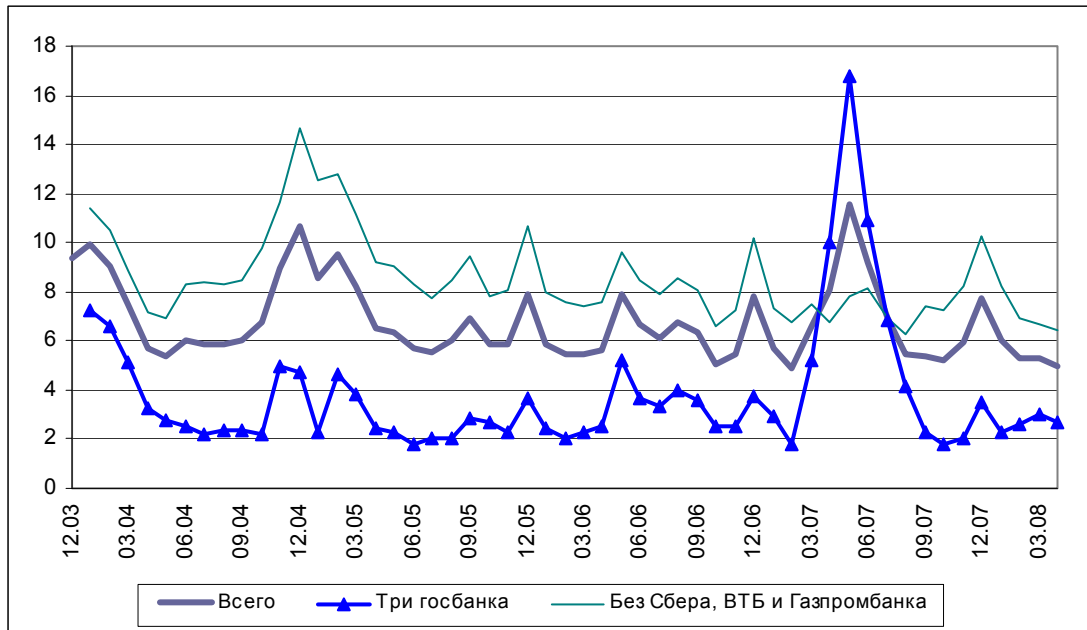
Источник: Банк России, оценки ЦСИ Банка Москвы

На мой взгляд, проблема с ликвидностью связана, прежде всего, с «перекредитованностью» банковской системы. Она не имеет никакого отношения к кризису на мировых финансовых рынках и является, в основном, следствием дефицита ресурсов – нарастающего разрыва между внутренними сбережениями и быстрым ростом кредитования. К этому прибавились рискованные банковские стратегии, связанные с низким качеством управления рисками, либо осознанные, либо в силу низкого уровня банковской квалификации. Наиболее распространенный пример: мы занимаем подешевле (берем зарубежные займы) и преимущественно распределяем деньги в потребительские кредиты. Понятно, что эта система, с точки зрения управления рисками, неустойчива, и достаточно даже незначительного внешнего шока, чтобы возникла угроза снижения уровня ликвидности.

Возникает вопрос, что такое «нормальный» уровень ликвидности. Мы провели расчеты, связанные с оценкой уровня ликвидности в различных группах банков. Если сейчас средний уровень ликвидности в банковской системе колеблется на уровне 5-6% от совокупных активов, то у трех крупнейших банков – Газпромбанка, ВТБ и Сбербанка – этот уровень

составляет 2-3%. У банков вне первых ста уровень ликвидности составляет уже 15%. Если мы предположим укрупнение российской банковской системы на 20-30%, у нас сразу освобождается ликвидности на 200-250 миллиардов рублей. Так или иначе, повышенный и необходимый уровень ликвидности связан с низким масштабом и низким уровнем диверсификации бизнеса мелких и средних банков и с более рискованными стратегиями, которые эти банки проводят.

### Ликвидные активы банков, в % к совокупным активам



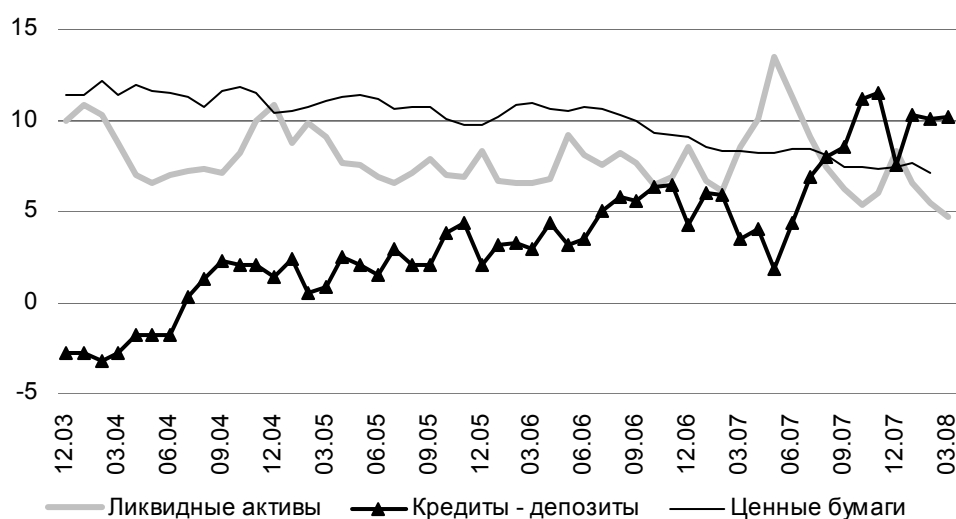
*Замечание: рост уровня ликвидности в апреле-июне 2007 г. был обусловлен проведением SPO Сбербанка и IPO ВТБ, а также притоком капитала, во многом связанным с аукционами по имуществу Юкоса.*

*Источник: Банк России, расчеты ЦСИ Банка Москвы.*

Третья проблема состоит в том, что у нас не развита система рефинансирования и весьма неразвиты финансовые рынки. Я категорический противник либерализации системы рефинансирования вплоть до введения безналогового рефинансирования коммерческих банков. Я считаю, что ЦБ – это кредитор последней инстанции, и его рефинансирование – это рефинансирование уже «пожарного» типа. То есть, рассматривать ЦБ как источник фондирования банковской системы абсолютно неправомерно. Но проблема состоит в том, что когда система рефинансирования работает эффективно, снижаются добровольные депозиты банковской системы в ЦБ, и уровень ликвидности, достаточно высокий сегодня, можно будет признать избыточным. И второе: банковские вложения в ценные бумаги сокращаются с 11,5% на начало 2005-го года до 7,5% от совокупных активов на начало 2008-го года, что можно

признать предельно низкой долей ликвидных активов и ценных бумаг в совокупных банковских активах.

### Ликвидные активы банковской системы, разность между внутренними кредитами и депозитами, вложения в ценные бумаги, в % к активам



Источник: Банк России, ЦСИ Банка Москвы.

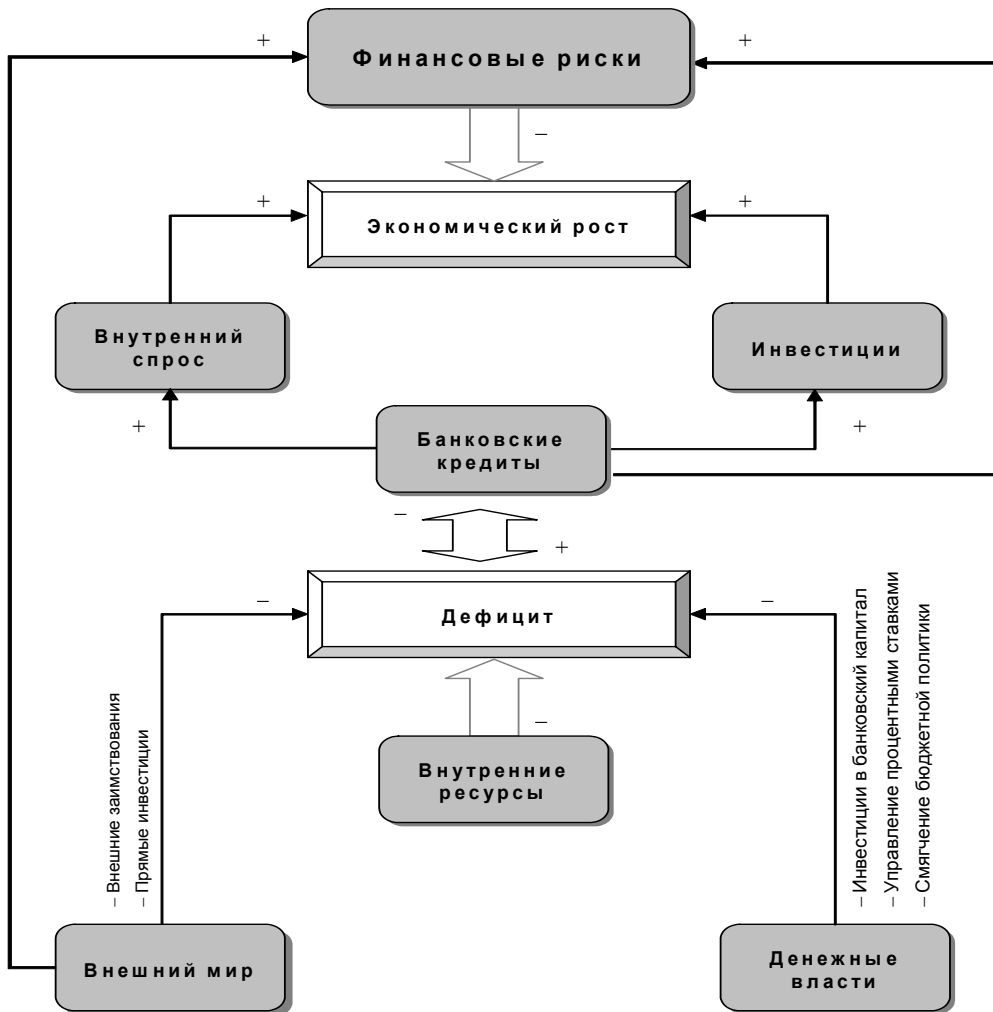
Накопленные структурные диспропорции в банковской системе определяют на ближайшую трехлетку два сценария экономической политики.

Первый сценарий состоит в том, что мы поддерживаем разрыв между кредитованием и сбережениями нефинансового сектора. Я называю это сценарием форсированного роста, то есть мы поддерживаем ускоренный рост экономики и каким-то образом ищем источник покрытия этого дефицита. Соответственно возникают два подсценария: либо этот дефицит покрывать путем внешнего заимствования, либо за счет средств расширенного правительства. Прежде всего, это институты развития, Фонд национального благосостояния, остатки бюджетов и так далее.

Второй сценарий – сценарий сбалансированного роста. Данный сценарий подразумевает снижение дефицита внутренних сбережений, различным способом ограничивая темпы роста кредитования и стимулируя сбережения. Но так как стимулировать внутренние сбережения при такой инфляции, конечно, вряд ли возможно, это произойдет за счет снижения темпов роста кредитования.

На мой взгляд, выбор не так прост, потому что оба сценария имеют свои преимущества и свои недостатки. Каковы преимущества сценария форсированного роста? Основные факторы роста производства у нас практически исчерпаны. Загрузка мощностей близка к предельной, демографический прогноз весьма неблагоприятный, то есть, у нас имеются значительные ограничения и по труду, и по капиталу. И, фактически, единственный способ поддержания экономического роста – фронтальная модернизация основных фондов. Так или иначе, она связана с доступностью кредита. Важна также не только доступность кредита, но и возможность поддержать непрерывный рост инвестиционного процесса. Здесь существует опасность в связи с «перегревом экономики», состоящая в том, что мы можем экономический рост потерять, а инфляцию не победить. Причем, я более чем уверен, что сейчас ужесточением денежной политики мы окажем деструктивное воздействие на экономический рост, тогда как к причинам роста цен это совсем не имеет никакого отношения. Можно упражняться в эконометрическом анализе, но сравнение прошлого года с текущим показывает совершенно разные связи между ростом широкой денежной базы и денежной массы М2 и ростом цен, даже используя различные лаги. На мой взгляд, сейчас основные проблемы инфляции кроются в низкой конкурентной среде на различных сегментах товарных рынков, картельные ценовые соглашения и, отчасти, импортируемая инфляция. Но правительство ужесточением денежной политики сделало одну важную вещь: если и сейчас у нас инфляция будет расти, то уж точно не из-за неправильной денежной политики. Мы максимально снизили темпы роста денежного предложения, и если инфляция по-прежнему будет высокой, то уже, наверное, по другим причинам. Преимущества и недостатки двух сценариев можно описывать достаточно долго. Главное, что эти сценарии отличаются от оценки «хороший - плохой» или «высокие цены на нефть - низкие цены на нефть». Это активные сценарии экономической политики, а не сценарии действий правительства в навязанных внешних условиях. Спасибо.

**Рисунок. Содержание основных сценариев экономической политики**



**Евгений Ясин:**

Почему при подорожании нефти, которое продолжается уже более восьми лет, нет спадов? Такие спады были. Несколько лет назад здесь у нас выступал главный экономист ВР. Я его спросил об этом. Он сказал, что происходило совершенствование механизмов финансовых рынков, которые позволяли привлекать столько денег, сколько нужно. Я интересовался, может ли это куда-нибудь вылиться? Он сказал, что может. Но, все-таки, при таком диком подорожании нефти, спадов нет. И то, что вы говорили о рецессии США, здесь подтверждалось.

Вопрос второй. Немножко отойдем от финансовой проблематики. Идет в России модернизация, или нет? Вроде бы, есть благоприятные условия. Есть ли какие-то сдвиги,

которые позволили бы говорить, что Россия действительно относится к быстроразвивающимся странам и у нее большое будущее?

И третий вопрос: как растут цены в мире, каковы показатели инфляции в других странах и каким образом это связано с нашей инфляцией? Может быть, наша инфляция не имеет прямого отношения к макроэкономической политике или государственным расходам? Какое отношение все это имеет к процессам, которые происходят на мировых рынках?

***Евсей Гурвич:***

Что касается цен на нефть, я думаю, что измерить этот эффект очень трудно. Потому что необходимо сравнивать фактические показатели с теми, которые были бы, если бы цены на нефть так не выросли. Я уверен, что тогда мы наблюдали бы более высокий рост. И если говорить о нынешнем моменте, то в том, что США балансирует на грани рецессии, вклад дорогой нефти не меньше, чем кризиса ипотечном рынке. Что касается инфляции, в какой мере наша инфляция импортирована? Я думаю, что, если грубо говорить, 2% импортировано по двум каналам. Известно, что во всем мире растут цены на сельскохозяйственную продукцию. Кроме того, так как растут цены на нефть, то внутренние цены на нефтепродукты, по законам экономики, тоже возрастают, хотя и с существенным ослаблением на величину экспортных пошлин. То есть, грубо говоря, внутренние цены на нефтепродукты растут на 1/3 от роста мировых цен.

Это вносит небольшой вклад в инфляцию, но сейчас я бы оценил ожидаемую инфляцию на этот год в 12%, из них 2,5% – это импортируемые факторы, а остальное – наша собственная политика. То есть, в любом случае, наша политика привела к тому, что все равно произошел разворот от процесса снижения, замедления инфляции к ее ускорению. Что касается инфляции, я думаю, что у нас происходит ранняя стадия. Есть такая классификация, что сначала происходит импортозамещение, а потом уже экспортоориентированный рост. Понятно, что импортозамещение легче, но по-настоящему успешной экономика может стать, если она будет экспортировать что-то, кроме сырья, на мировые рынки. Импортозамещение объясняется тем, что у нас гигантский и быстрорастущий внутренний рынок. Во-первых, растет экономика, во-вторых, укрупняется рубль, значит, в долларовых терминах растет емкость внутреннего рынка на 25-30% в год. Соответственно, выгодно строить здесь сборочные производства. Одновременно больше, чем на 30%, растет импорт, и строятся импортозамещающие производства. Но от этого до настоящей модернизации, которая связана с экспортными конкурентоспособными производствами, большая дистанция, и нам нужно очень много работать, чтобы взять этот барьер.

***Алексей Ведев:***

В прошлом году я принимал участие в исследовании, которое называлось «Возможность реализации инвестиционной программы РАО ЕС». Сначала инвестиционная программа была утверждена, порядка 4 трлн. рублей предполагалось выделить на модернизацию и расширение генерирующих мощностей. Проблема состоит в том, что эти мощности негде купить в нужном объеме: ни на внешнем рынке, ни на рынках СНГ, ни на российском рынке. Было выделено порядка 220 укрупненных групп товаров, которые необходимы для поставки РАО ЕС, проведено анкетирование 28 предприятий РАО. В ответах 65% респондентов признали наиболее удовлетворительным качество российского производства. Это связано и с обслуживанием, и с исполнением договорных обязательств. После этого была собрана конференция поставщиков электротехнического оборудования, где им был предъявлен перспективный индикативный спрос со стороны РАО по конкурентным ценам. То есть, на мой взгляд, совершенно справедливо было решено отказаться от долгосрочных контрактов и, используя систему электронных торгов В2В, предъявить производителям спрос на их продукцию. Банковская система при этом получила гарантированных заемщиков и отрасль гарантированного роста. Модернизация идет, и, на мой взгляд, достаточно рыночными (а не плановыми) методами и достаточно неплохо.

***Алексей Юртаев:***

У меня два вопроса. Один, наверное, к Евсею Томовичу, а второй – к Алексею Леонидовичу. Алексей Леонидович, вы говорили о том, что сейчас наблюдается кризис ликвидности. Скажите, как может отразиться на этой проблеме введение безналичных платежей между физическими и юридическими лицами?

Второй вопрос. Евсей Томович, можете ли вы прокомментировать, каким образом отражается мировой кризис, по прогнозам о пенсионных системах в развитых странах, в России? Возникает ли в связи с кризисом дилемма между накопительными системами и возможностями их проявления и распределительной пенсионной системой? Спасибо.

***Евсей Гурвич:***

По поводу пенсионной системы, ответ легкий. Я думаю, что в пенсионной проблеме такая рябь, поскольку пенсионные проблемы измеряются 50-70 годами, и пока что у нас не так много накоплений. Мы не решили по-настоящему, что с ними сделать. Они вкладываются в государственные облигации, и поэтому есть проблема расширения круга инструментов, которые вкладываются в пенсионные накопления в нашей стране. Но это внутренняя

проблема, она не связана с кризисом. Эта проблема не может быть решена мгновенно. Это для нас мелочь на фоне остальных. Для других стран затрудняюсь ответить.

***Алексей Ведев:***

Первое, насчет кризиса ликвидности. На мой взгляд, весной этого года со стороны банковских ассоциаций происходил отчасти шантаж денежных властей, один из посылов которого был, что если у нас повалится несколько банков, то всем будет плохо. Поскольку в рамках политического цикла никому не надо было никаких банковских потрясений, Банк России расширил ломбардный список, а Министерство Финансов начало размещать на депозитах остатки бюджетных счетов. Я не вижу, что может измениться.

На ужесточение денежной политики российские банки отреагировали следующим образом. По оценке за май-апрель кредитование населения по-прежнему росло на уровне 2007-го года 56% г/г., ускорился рост кредитования предприятий. Одновременно продолжает сокращаться ликвидность, и так же сокращаются иностранные активы. Дополнительно наблюдается приток ресурсов от региональных бюджетов в банковскую систему.

Я не вижу, что может измениться. Это все краткосрочные ресурсы. Когда они уйдут, все кредиты останутся. Очередной кризис ликвидности будет в сентябре. Собственно говоря, стратегия не меняется. Это совершенно тупиковая ситуация. Нужны какие-то волевые решения: либо ЦБ усиливает контроль над частью банков, либо банки начинают свои действия и проводят квалифицированное управление рисками. То есть, одно из двух. Здесь я сторонник проведения операций Банком России с крупными банками для частичного управления ликвидностью. Это чисто техническая, но проблема.

Относительно безналичных и наличных платежей. В рамках подготовки прогнозных расчетов при разработке денежной программы мы подняли международную статистику по 70-ти странам. В частности, соотношение агрегата М0 к М2 (наличные деньги в обращении вне банковской системы к общей денежной массе в национальной валюте). По развитым странам оно колеблется на уровне 7%. По некоторым странам данное соотношение возрастает вплоть до 13-15%. У нас же, соответственно, 26-30% с небольшими отклонениями! Это означает, что в России порядка 2 трлн. руб. наличных денег – это потенциальные деньги, которыми могут быть депозитами до востребования. Сегодня идут дискуссии, где взять ресурсы для банковской системы. Предложения варьируются от Фонда Национального Благосостояния вплоть до Пенсионного Фонда. В данном случае 2 трлн. руб.– это деньги, которые отчасти обслуживают теневой оборот, отчасти являются следствием неразвитой системы безналичных платежей. Есть много, так называемых, кейсов, которые использовались в США, в Южной Корее, в Южной Африке и других странах для расширения безналичных платежей. То есть,

это абсолютно нормальная мировая практика. И это статистический факт, что в России крайне высокая доля наличных денег в обращении по отношению к общей денежной массе.

**Алла Салмина:**

В конце прошлой недели Roll Bank of Scotland заявил, что ближайшие три месяца в мире произойдет такой кризис, которого не было на протяжении последних ста лет. Как вы расцениваете прогноз этого банка, насколько вероятна реализация этого прогноза?

**Александр Морозов:**

У меня короткий ответ на этот прогноз. Очевидно, они встали в такую агрессивную короткую позицию.

**Евсей Гурвич:**

Я не видел их аргументацию. Не зная этого, очень трудно говорить. Я не вижу оснований для такого прогноза.

**Алла Салмина:**

Они связывают это с ожидаемыми невыплатами по ипотеке и с возможностью повышения ставок в Европе. Не знаю, насколько это вероятно.

**Евсей Гурвич:**

Маловероятно, что эта информация доступна только им.

**Яков Паппэ:**

Вопрос к Евсею Томовичу. Вы сказали, что мировой кризис, по чьим-то оценкам, имеет цену в 700 млрд. долларов. Обосновали это так, что оценка темпа роста была 4,9, стала 3,7. Для меня, наверное, если говорить о темпе прироста мирового ВВП, что 3%, что 5%, это одно и то же. Это два случайных показания счетчика в одной и той же ситуации. Вот темп роста мирового ВВП 1% и 5% – это разные ситуации, а 3% и 5% – одинаковые. Но так полагаю я. Какова точность измерения в современной статистике такого показателя, как средний темп роста мирового ВВП?

**Евсей Гурвич:**

Я понял. Но это часть большого разговора, насколько вообще имеет смысл говорить об ускорении ВВП на 0,5% или замедлении на 1 пункт. Проблема здесь есть. Не только в том, что

мы понимаем неточность этих методик, а и в том, что сам Росстат часто пересматривает на большую величину, это подчеркивает условность оценок. Единственное, что оправдывает такие вычисления, то, что если неточность и присутствует, она не носит систематического характера. То есть, бывают случайные отклонения, но если применяется одна и та же методика, я думаю, тенденция улавливается. В данном случае содержательность этого различия делается значимой, потому что основная часть замедления связана с экономикой США, где, я думаю, точность больше, чем в Зимбабве. Можно спорить, составляют ли потери 730 или 620 млрд. долларов, но, я думаю, что порядок эти цифры передают.

***Александр Веселовский:***

Один небольшой комментарий относительно сказанного Александром Геннадьевичем Морозовым по поводу оценок в недавнем докладе о наличии «пузырей». Я позволю себе не согласиться с тем, что наличие «пузыря» – это обязательно плохо, и он обязательно лопнет. «Пузырь», с моей точки зрения, – это ожидания финансового сектора относительно доходностей и, соответственно, размещение ресурсов, исходя из этой оценки доходности прибыли, в отраслях и предприятиях. Опасность «пузыря» в том, что этот процесс выходит за некоторые рамки, рынки недооцениваются, размещение происходит с фактической реализацией, не вписывающей в эти оценки. Если же финансовыми институтами будет скорректировано размещение средств в реальном секторе, будет возможность должным образом среагировать, какова фактическая отдача в реальном секторе в производственных объектах, как были размещены средства. По-моему, это опасности не несет, и «пузырь» не обязательно лопнет и создаст какие-то предпосылки для банкротства финансовых институтов, невозврата кредитов. С моей точки зрения, есть опасность в наличии технической вещи, которая нормальна и естественна, в том, как функционирует экономическая система. И перекликающая с этим вещь – полемика в докладе Евсея Томовича. Очень часто звучало слово «кризис». Я понимаю, что это достаточно серьезная цифра с точки зрения того, каково движение финансовой системы, какова стоимость ошибок в финансовой сфере, цепных банкротств или риска крушения. Но, в то же самое время, говоря об американской экономике, думаю, надо делать коррективу на силу экономики и достаточно мощный реальный сектор. Когда человек просит деньги в долг, ему дают, или нет (имею в виду личное отношение), исходя из того, что это за человек. Если он профессионален, умен, здоров, может что-то хорошо делать, производить, дают много. Финансовый сектор – посредник, который стоит между заемщиками и может перераспределять ресурсы. Поэтому, несмотря на то, что объем ожиданий достаточно большой, я понимаю, что это зрелая, мощная система, в которой

экономика может производить качественную продукцию. Поэтому риторика здесь должна смещаться немножко в сторону привязки к мощности реального сектора.

***Ольга Дюсуше:***

Насколько я поняла, внимание предыдущего выступающего было направлено, скорее, на реальный сектор. То, о чем докладчики говорили ранее, касалось проблемы изменения цен, в первую очередь, цен ресурсов, проблемы работы банковского сектора и явлений в экономике, связанных с ними. Однако, когда произносятся слова «кризис» или «возможность кризиса в экономике», хотелось бы рассмотреть эти проблемы с точки зрения, скажем, больших циклов конъюнктуры: что, собственно говоря, происходит, какие технологии меняются? Если, например, в свое время появились паровые машины, затем появились новые технологии электроэнергетики, то значит, происходят (произойдут) некие изменения реального рынка, и, соответственно, трансформации секторов экономики. Грубо говоря, извозчики с рынка уходят, приходят автомобили, развиваются новые сектора и т.д. Что происходит сейчас? Понятно, что экономика стала очень дифференцированной (многоотраслевой), и происходит трансформация в области технологий как таковых. Доля реального промышленного производства (исчисляемая как доля занятых по рынку труда или как доля ВВП) снижается.<sup>1</sup> Увидеть реальную картину – вот что хотелось бы. Я хочу поблагодарить всех докладчиков, доклады были очень интересными. Просто хочется лучше понять эти проблемы, хотя бы на интуитивном уровне. Думаю, что есть реальные основания для того, чтобы сделать какие-то оценки, куда мы идем.

***Евсей Гурвич:***

Я думаю, что это совсем другая тема. Есть вопросы биологической эволюции, которые исчисляются миллиардами лет, и есть болезнь лихорадка, когда больной может сразу умереть. И очень трудно это обсуждать в одном пакете.

***Ольга Дюсуше:***

Но Кондратьев говорил о циклах в 50 лет, что сравнимо с теми периодами, о которых мы говорим.

***Евсей Гурвич:***

---

<sup>1</sup> Сегодня я бы сказала «Шторм на финансовых рынках – это волнения денег, не нашедших еще применения в реальной экономике, потому что контуры реального сектора еще не видны. Когда происходят континентальные сдвиги, в океане уже не шторм, а поднимается цунами». Думаю, что Евгений Григорьевич меня понял, потому, что он стал говорить об структурных сдвигах в 90-х.

Но сейчас у нас мировой кризис начался в третьем квартале. Я не думаю, что именно в третьем квартале произошел перелом Кондратьевского цикла.

**Ольга Дюсуше:**

Безусловно, но я думаю, что все-таки можно поставить какой-то вопрос.

**Александр Морозов:**

Давайте я попробую ответить на этот вопрос, опять же, на интуитивном уровне. Не претендую на полноту ответа, но мне кажется, что если говорить о факторах в развитии экономики, то несомненным ключевым фактором в 21-м веке является человек. Если раньше в разного рода производственных функциях он рассматривался в качестве некоего приложения к капиталу (не изобрели способного робота, и соответственно, нужен кто-то, кто бы что-то переносил, ставил в нужное место), то в 21-м веке именно человеческий капитал, понимаемый в совокупности не только как грубая механическая сила, но и как творческая сила, является основным моментом, основным конкурентным преимуществом экономик, которые этот потенциал смогут использовать. Это глобальный вызов для всего мира, для развитых стран и для России. Должен признать, что правительство, во всяком случае, на уровне признания, говорит об этом. Здесь кроется существенный потенциал именно выхода на передовое место в мире. Другой вопрос, как этот потенциал использовать. Это влечет целую массу проблем, которые требуют своего решения: комфортная среда проживания, адекватная система образования, медицинское обслуживание. В этом направлении пока, к сожалению, мало что делается. Относительно того, что у нас осталось с советского периода, что касается базового образования, отношения к нему как к общей ценности, готовности инвестировать в образование на уровне семей, этот потенциал снижается.

Давайте я воспользуюсь случаем и прокомментирую то, что говорилось про «пузыри». Я далек от того, чтобы давать морально-этическую оценку тому, хорошо это, или плохо. «Пузыри» – это имманентно присущая часть для функционирования мировых финансовых рынков. Чем более мягкая финансовая политика проводится Центральными Банками, тем большая вероятность формирования «пузырей» на разного рода рыночных сегментах. Если бы монетарная политика была жесткая, соответственно, «пузыри» бы возникали, но в гораздо меньших объемах и количествах. Что касается того, что «пузыри» должны обязательно взрываться, я об этом не говорил. Есть случаи, когда пузыри взрывались мягко. Последним примером может служить фондовый рынок США, который после нескольких лет достаточно бурного роста достаточно мягко корректировался, и сейчас нельзя однозначно говорить о том, что там наблюдается перегрев на текущих уровнях котировок. В то же время, когда мы

говорим о сырьевых рынках, эти рынки отличаются достаточно большой волатильностью, и вот на этих рынках, как правило, если «пузыри» формируются достаточно значительные, они затем не мягко корректируются, а взрываются. То есть, риск того, что «пузыри» лопнут, на этих рынках существенно выше. Почему туда все инвестируют? Потому что на финансовых рынках очень типично поведение стадное: если кто-то куда-то пошел, инвестирует и на этом зарабатывает, все тоже пытаются копировать эту деятельность, потому что нужно отчитываться, почему тот зарабатывает, а мы нет. Независимо, кстати, от того, что они реально думают об этом рынке. Поэтому здесь действует такой принцип: все понимают, что этот пузырь есть, что он надулся, но продолжают туда инвестировать, потому что он дает доход, надеясь на то, что они выскочат первыми. Кто-то выскочит первым, но всегда окажется последний, который не успеет. Собственно, на этом все и теряют деньги. Так устроены финансовые рынки.

***Евгений Ясин:***

Под занавес я скажу несколько слов. Я после этого семинара испытываю чувство облегчения, потому что уважаемые авторитетные специалисты сказали, что «ничего страшного», это рыночная экономика. У Кудрина тоже нет мотива, потому что он все время находится под ощущением своей ответственности. Вот он скажет, что инфляция будет 14-15%, она такая и будет. Именно потому, что он подогрел инфляционные ожидания. Как было в 1998-м году. Президент Б.Н. Ельцин говорил, что ничего не произойдет. В это время Илларионов выступал с мнением, что все взорвется, будет кризис. Он оказался прав. Ну и что, вам от этого было легче? Это реальность. В данном случае я чувствую, что люди за все хватаются, боятся всякой мелочи. На самом деле, ничего страшного не происходит. В российской экономике это явление очень неприятное.

Я спросил про модернизацию. У нас в гостях совсем недавно был Риккардо Хаусман, профессор Гарварда, который тесно работает совместно с Дени Родриком, известным специалистом по промышленной политике, очень толковым человеком. Хаусман меня спросил: «Скажите, а за все это время вы на рынок какой-нибудь новый продукт вывели?» Мне нечего сказать. Конечно, не считая, что мы вывозим на 3 млрд. программного обеспечения. Но такой компании, как Google, и такого продукта нет. Нет новой машины, перехода от аналоговой к цифровой технике. Это называется производить инновации для рынка, не для себя. Когда ты усваиваешь технологии, которые придуманы другими, нет никаких сдвигов. Я специально анализировал структурные сдвиги, которые были в российской экономике в 1990-е годы, они колоссальны, мы получили структуру рыночной экономики ценой разрушения значительной части промышленности. Но с тех пор, если вы

проанализируете структуру и зададитесь вопросом, что бы произошло, если бы выдвинулись вперед добывающие отрасли или отрасли высоких технологий? На самом деле, ничего. Можете посмотреть доклад «Структура российской экономики», написанный мною перед конференцией. Доля добывающей промышленности в структуре инвестиций в основной капитал до 2007-го года не увеличилась, даже уменьшилась. Если вы думаете о каких-то отраслях высоких технологий, то здесь тоже нет никаких изменений: как зафиксировалось к 2000-му году, так на том же уровне все и осталось. Исключение составляют телекоммуникации. В этой отрасли был очень большой рывок до 2004-го года, потом он несколько остановился. Доля отрасли в совокупном ВВП увеличилась не существенно. Если мы говорим об инновационной экономике, то я должен сказать, что сегодня в структуре ВВП доля инновационных отраслей составляет 0,5%. А для того, чтобы мы могли предлагать весомые инновации на рынке, необходимо иметь хотя бы 10-15%. Это масштаб изменений, которые должны произойти, если мы хотим играть какую-то роль в мировой экономике.

Ситуация, мне кажется, чрезвычайно острая. Вызов заключается в том, что мы, условно, попали в створ между Китаем и Америкой. С Китаем мы не сможем конкурировать, по крайней мере, еще лет двадцать, пока у него сохраняется дешевая рабочая сила. Потому что он усваивает технологии: частично ворует, частично приглашает иностранцев. То же самое в Индии. Эта страна будет делать рывок немного позже Китая, если она использует тот же механизм. Если организовать массовое производство дешевой продукции за счет завоза технологий, например, вывозить автомобили в Европу, в Америку и т.д., у нас через 2-3 года будет дикая конкуренция на этом рынке, но я подозреваю, что мы будем заперты и не сможем вывезти почти ничего. С другой стороны – Америка, это инновационный рынок, который демонстрирует, что произойдет со всеми нами, когда в основном будут исчерпаны природные ресурсы. Мы должны будем переходить к воспроизводимым ресурсам, и тогда единственным фактором роста будут инновации. Нефть, газ все равно когда-нибудь кончатся.

Поэтому мне очень интересно, в какой связи находится последний кризис с инновационной природой американской экономики. Штаты являются инновационной экономикой уже давно, начиная с ЭВМ первого поколения, потом ПК, мобильные телефоны, Интернет – все изобретено в США. Япония тоже инновационная страна, но они пока работают на подхвате, ничего особенного не придумали. Получается, что уже 30 лет не было ни одного крупного изобретения, которое обеспечило бы колоссальную технологическую революцию. Поэтому начинают вылезать всякие «болячки». Это очень интересный момент как раз на пересечении финансового взгляда, всех неопределенностей, которые с этим могут быть связаны, и интенсивности инновационного процесса. Для России самый существенный вопрос, сможем

ли мы в эту игру играть. Футбол получается. Может, пора уже начать играть «в инновации»?  
Спасибо всем большое.