

## **Уроки кризиса и перспективы развития российской и глобальной экономики**

В рамках научного семинара под руководством Евгения Ясина с докладом выступила директор Центра макроэкономических исследований Сберегательного банка России Ксения Юдаева. В дискуссии приняли участие директор по макроэкономическим исследованиям ГУ-ВШЭ, к.э.н. Сергей Алексашенко, главный экономист по России и СНГ, ВР, к.э.н. Владимир Дребенцов, зам. начальника аналитического управления Банка «Ренессанс-Капитал» Алексей Моисеев, главный экономист по России и СНГ, HSBC Bank (RR), к.э.н. Александр Морозов, генеральный директор компании Standard&Poor's EA Ratings Алексей Новиков.

### ***Евгений Ясин:***

Конечно, мы определяли тему и назначали семинар до известия о кончине Егора Тимуровича Гайдара, но все-таки, я думаю, мы обязаны посвятить этот семинар памяти Егора Тимуровича. Это был великий гражданин, совершивший почти невозможное. Вчера я читал новую книгу нашего замечательного ученого В. Полтеровича «Элементы теории реформ». Она насыщена весьма разумными размышлениями о том, как надо обращаться с институтами, настолько институциональные изменения – дело непростое. Многие его соображения надо учесть. Может быть, они и лягут в основу будущей теории, хотя она уже сделала большие шаги, в основном, впитывая то, что было сделано раньше. Пока серьезной теории институтов нет. Может быть, эта книга будет важным вкладом в нее. Но материал, который автор использовал для иллюстрации своих выводов, о том, почему Гайдару иначе надо было проводить реформы иначе, и что вообще проводить их надо было не ему. После сегодняшних известий у меня ощущение мелочности этих замечаний. В жизни все выглядит иначе. Егор – великий человек. Мы его будем помнить. Почтим его память вставанием.

Итак – макроэкономическая проблематика, мировой кризис. Я считаю, что на сегодняшний день, может быть, самые лучшие материалы по этому вопросу мы получаем из центра макроэкономических исследований Сбербанка. Ничего удивительного в этом нет, потому что Ксения Валентиновна – один из блестящих наших ученых. И я предоставляю ей слово.

### ***Ксения Юдаева:***

#### **Причины кризиса**

Я начну издалека. В конце я обязательно скажу про Россию – каковы уроки кризиса для России, и, вообще, что мы должны вынести из этой ситуации, и что должны сделать. Но начать я все-таки хотела бы с обсуждения глубинных причин кризиса. Если вы посмотрите на литературу по кризису, публицистическую и научную, то увидите, что есть много слоев объяснений того, что произошло и почему это произошло. Разобраться в причинах кризиса нужно не просто с точки зрения научной любознательности, а для того, чтобы понять, как мир будет развиваться дальше, и когда, в конце концов, закончится кризис. Ведь, скорее всего, до тех пор, пока не будут устранены глубинные причины кризиса, периоды восстановления экономики возможны, но будут носить характер новых пузырей, а не устойчивого развития.

Первый слой причин – развитие в США суб-прайм ипотеки и ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. Это очень простое объяснение – американцы в отсутствие

регулирования увлеклись новыми финансовыми инструментами, изобрели их достаточно много, а система по управлению рисками, связанными с этими инструментами, не была разработана. И в какой-то момент вся эта ситуация закончилась кризисом, который мы с вами начали наблюдать с середины 2007-го года.

Следующее объяснение – денежная политика Гринспена. В 2001-м году, когда был предыдущий американский кризис, ФРС США опустила процентные ставки и слишком долго держала их на низком уровне. В этих условиях у финансовой системы появились стимулы создавать финансовые инновации, о которых я говорила выше.

Следующий пласт причин – это проблема глобальных дисбалансов, т.е. наличие большого дефицита торгового баланса США и, одновременно, большого положительного сальдо торгового баланса у многих стран, прежде всего, у Китая. Есть несколько объяснений данного феномена. Самый простой ответ – дело, собственно, в международной торговле, точнее, в политике экономического развития Китая, связанной с занижением обменного курса и – за счет этого – привлечением инвестиций, повышением конкурентоспособности своих товаров и так далее. Если объяснять глобальные дисбалансы таким образом, то, вроде бы, никакой прямой связи с финансовыми кризисами не проявляется. Но понятно, что у торгового баланса, или, если смотреть более широко, у баланса текущих операций есть и другая сторона. И если одна страна находится в дисбалансе, значит, и вторая находится в дисбалансе.

Еще более фундаментальное объяснение того, с чем сейчас имеем дело, это объяснение, связанное со стратегиями инвестирования частных и государственных агентов из развивающихся стран. И резервы центральных банков, и частные сбережения из развивающихся стран обычно вкладываются в активы с низким уровнем рисков. В самих развивающихся и переходных экономиках таких активов не много, поэтому последние лет 20 все капиталы из этих стран искали пути приложения вовне. Основной рынок, где можно было бы найти подобные активы – это крупнейший рынок мира, т.е. США. Но в последние годы существующих инструментов стало не хватать, и спрос породил предложение в виде ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и другими активами.

Таким образом, мы имеем три объяснения кризиса разной степени глубины. Я на время оставляю эту тему и вернусь к ней в самом конце своего выступления. Но я специально остановилась на ней сейчас, ведь от того, насколько далеко мир находится от устранения причин кризиса, зависит срок окончания кризиса.

### **Этапы кризиса**

Коротко о ходе кризиса. Мы с Алексеем Моисеевым, который здесь присутствует, в свое время разработали некую периодизацию этапов кризиса, которую я и хотела бы вам представить. Первый этап – вторая половина 2007-го – начало 2008-го года, когда кризис, в основном, был сконцентрирован в США и, в основном, в финансовой сфере. Из прочих стран кризис затронул некоторые совсем перегретые экономики, к примеру, Прибалтику и Казахстан. Россия была слегка затронута осенью 2007-го года: если вы помните, в это время был кризис ликвидности в банковской системе. Но Россия быстро из него вышла, в том числе, и за счет политики ЦБ по введению новых инструментов предоставления ликвидности.

Следующий период мы назвали «периодом decoupling», это уже после кризиса с BearStearn, когда стало очевидно, что в финансовом секторе США накопились большие проблемы. В этот момент был некоторый рывок в экономическом росте и индексах

фондового рынка во многих развивающихся и переходных экономиках. В частности, Китай и Россия росли беспрецедентно высокими темпами. Многие аналитики предлагали в этот момент теорию decoupling, согласно которой развитие на «новых рынках» перестало зависеть от экономической ситуации в США.

Эта иллюзия закончилась 16 сентября 2008-го года. В США в этот момент обанкротились LehmanBrothers. Мы видим на верхнем графике, где показаны финансовые переменные, что в этот момент начался период бегства от рисков. И оно привело к полному параличу глобальной финансовой системы, обрушению мировой торговли, а затем и обрушению промышленного производства и ВВП практически во всех странах мира. Темпы роста ВВП могли остаться в положительной зоне, но резко упасть. Про Китай до сих пор все спорят, что именно там происходило с ВВП. Согласно официальной статистике Китая, экономический рост там снизился. Но многие аналитики считают, что он в определенный момент упал до нуля. В целом этот самый критический для глобальной экономики период мы назвали «периодом количественного ослабления», потому что в этот момент центральные банки крупнейших стран мира начали прибегать к этой политике для стабилизации ситуации.

Следующий период можно назвать периодом «зеленых ростков», когда началось некоторое успокоение в финансовой сфере и заговорили о том, что ситуация нормализуется.

В последнее время можно уже говорить о реальном восстановлении экономик. Темпы экономического роста стали положительными, однако этот рост неустойчив, так как базируется на государственной поддержке. На финансовых рынках в марте началось ралли, продолжающееся, с некоторыми падениями, до сих пор. Таким образом, ситуация на финансовых рынках в целом нормализовалась. Однако от докризисной она отличается несколькими специфическими моментами, такими как повышенный уровень предпочтения ликвидных инструментов. К примеру, объемы облигационных кредитов растут, а банковские кредиты падают.

### **Каналы трансмиссии кризиса на Россию**

Через какие каналы кризис распространился на Россию и развивающиеся страны? Как я уже сказала, после кризиса LehmanBrothers обрушились цены на сырьевые товары, обрушились фондовые рынки, начался отток капитала. В Россию, так же, как и в большинство других переходных и развивающихся стран мира, кризис пришел через все эти каналы. Понимая специфику России, нужно говорить еще об одном внутреннем канале распространения кризиса, наличие которого важно с точки зрения экономической политики. Российский рубль подешевел к доллару приблизительно в такой же степени, как многие другие валюты, скажем, английский фунт или шведская крона. Но при этом в большинстве стран мира не наблюдалось того, что мы наблюдали в России, а именно – массового бегства населения и всех экономических агентов из национальной валюты в доллары или евро. Девальвация для россиян была синонимом ожиданий высокой инфляции. Население отреагировало на эти ожидания бегством из национальной валюты, которое способствовало усилению кризиса. Политика Банка России в этих условиях – а именно, политика медленной девальвации - имела и положительные, и отрицательные стороны, обсуждение которых я за недостатком времени хотела бы опустить, так как этот вопрос уже многократно обсуждался.

### **Антикризисные меры**

Многие страны пытались бороться с кризисом на всех его этапах и мерами денежной, и мерами фискальной политики. Сперва, когда кризис начался только в США, там стали быстро снижать процентные ставки и, в случае необходимости, спасать некоторые абсолютно обанкротившиеся, но системно важные финансовые институты. Затем, во время острой фазы кризиса, стал модным термин «количественное ослабление», то есть, основные центральные банки, снизив процентные ставки до уровня, который они считали минимальным, стали пытаться увеличивать предложение ликвидности прочими, нестандартными способами, закупаая активы, покупая валюту и так далее. Начался период расширения балансов Центральныx банков. Из графиков видно, насколько серьезно расширились балансы ЦБ основных стран мира. Одновременно мультипликатор упал настолько сильно, что на денежную массу, на M2 расширение балансов центральных банков практически не повлияло, более того, в некоторых странах она даже снизилась. Поэтому пока результатом политики правительств было замещение одной компоненты денежной массы на другую. Но есть масса опасений, что когда мультипликатор начнет восстанавливаться, страны должны будут вовремя выйти из этой политики или сократить ликвидность каким-то другим способом, иначе произойдет скачок денежной массы, который будет иметь значительные последствия для инфляции.

Если говорить о фискальных мерах, то безусловной особенностью кризиса было коллективное принятие решений. Большое влияние здесь сыграла большая 20-ка, которая приняла рекомендации по внедрению мер фискального стимулирования во всех странах мира. Большинство стран последовали этому решению и приняли соответствующие пакеты поддержки экономики. Что касается размеров антикризисных пакетов, то некоторые из них сложно оценить. Скажем, по китайскому пакету есть общая сумма, но какую часть из этой суммы составляли новые расходы, а какую – старые, не всегда понятно. Но зато понятно, что китайский пакет оказался достаточно эффективным с точки зрения того, чтобы вернуть китайскую экономику в чувства.

Что происходит сейчас? Уже прошло чуть больше года после начала кризиса, но, тем не менее, существуют опасения продолжения кризисных тенденций. Начавшийся экономический рост, по всеобщему мнению, базируется в основном либо на поддержке государства, либо на внешнем спросе. Причем, для большинства стран, где действует внешний спрос, этот спрос сводится к спросу со стороны Китая, который, в свою очередь, базируется на активной государственной поддержке экономики. Поэтому большинство стран сохраняют меры государственного стимулирования экономики. Тем не менее, определенные шаги по выходу из государственной поддержки делаются. Сами собой сходят на нет программы чрезвычайного предоставления ликвидности в США и других странах. К примеру, в России отмирает сама по себе программа предоставления беззалоговых кредитов. ФРС время от времени экспериментирует с тем, как будет происходить выход из политики количественно ослабления. Но в целом вопрос о выходе из мер по поддержке экономики пока не стоит. Более того, вводятся некоторые новые меры, а отдельные существующие и успешные продляются. Скажем, США продлили все меры по поддержке ипотечного рынка и вводят дополнительные. Вводятся дополнительные меры по поддержке малого бизнеса и созданию рабочих мест.

### **Текущая ситуация в экономике**

Чуть больше статистики о том, что мы видим в настоящий момент. Повсеместно начался рост ВВП и рост промышленного производства. Почти везде, кроме Индии, Израиля и еще нескольких стран, инфляция продолжает снижаться или стабилизировалась. С безработицей происходят совершенно разные вещи. Скажем, в США она до недавнего времени очень быстро росла, в Европе безработица росла гораздо медленнее, зато

существенно больше выросла неполная занятость. Про Россию вы все хорошо знаете, что у нас статистика безработицы сделала кульбит, связанный со специальными мерами государственной борьбы со статистикой по безработице.

От меня все ждут рассказа о том, что происходит с кредитованием, поэтому покажу несколько графиков. В развивающихся странах, Китай – это хрестоматийный пример, корпоративное кредитование растет, и достаточно быстро. А во всех крупнейших развитых странах кредитование падает, в России оно также падает. И если год назад падение, в основном, было связано с ухудшением условий предоставления кредитов и с предложением кредитов, то сейчас, во многом, это уже становится следствием снижения спроса. Кроме того, как я говорила, сейчас спрос на ликвидные кредитные инструменты гораздо выше, чем на неликвидные, то есть, спрос на облигации выше спроса на кредиты. Такая ситуация имеет негативные последствия для кредитования малого бизнеса. По этой и другим причинам восстановление малого бизнеса в мире происходит гораздо медленнее, чем восстановление крупного. И поэтому сегодня внимание всех стран приковано к мерам поддержки малого бизнеса: в США принят специальный пакет по поддержке малого бизнеса, в Европе в разных странах вводят омбудсменов по кредитованию малого бизнеса и т.д.

А теперь вернусь к тому, о чем мы говорили с самого начала – насколько решены фундаментальные проблемы, которые лежали в основании кризиса, что мы можем ждать дальше, когда может закончиться кризис. Что касается ипотеки, там ситуация продолжает оставаться сложной, но делаются весьма серьезные шаги по реформированию этого рынка. С глобальными дисбалансами с точки зрения торговли все гораздо хуже. Формально в этой сфере видны улучшения: торговый дефицит в США уменьшился, китайский юань слегка подорожал к другим валютам, что привело к снижению профицита, и т.д. Но сейчас ситуация начала меняться в обратном направлении. Стоит признать, что в этой сфере мы наблюдаем типичное в экономике противоречие, когда долгосрочные потребности и краткосрочные меры политики противоречат друг другу. То есть, в долгосрочном плане нужно, чтобы Китай больше потреблял и меньше экспортировал, США меньше потребляли и больше экспортировали. А какие краткосрочные меры предпринимаются и в той, и в другой стране? В Китае пытаются как-то поддержать свой экспорт, чтобы экспортировать больше, в США – поддержать потребление, чтобы оно не падало. То есть, краткосрочная политика связана с некоторой консервацией старой модели, хотя понятно, что окончательное развитие ситуации должно идти в сторону структурной перестройки этих экономик и переходу к другим моделям.

То же самое мы видим и с точки зрения второго глубинного объяснения причин кризиса, связанного с характером сбережений и накоплений и наличием избыточного спроса на безрисковые активы. Если вы посмотрите на политику МВФ, то понятно, что он пытался создать инструменты страхования для развивающихся экономик, чтобы они меньше накапливали резервов и, таким образом, меньше пытались вкладывать деньги в другие экономики. Но пока этого не происходит. Валютные резервы стран Азии в последнее время начали расти, и, скорее всего, пока изменений ментальности не происходит: развивающиеся страны и их население продолжают накапливать зарубежные безрисковые активы. Поэтому ситуация пока остается неустойчивой. К сожалению, глобальные дисбалансы, видимо, будут существовать еще достаточно долго, потому что, как мы видим, здесь долгосрочные и краткосрочные действия противоречат друг другу. Кроме того, чтобы решить эту проблему, нужны серьезные структурные изменения в экономике.

Какие могут быть сценарии дальнейшего экономического развития? Их может быть несколько. Один – довольно затяжной кризис, точнее, затяжная стагнация. Второй –

возврат в эпоху пузырей, потому что проблема глобального дисбаланса существовала уже последние лет 15, и все время надувались пузыри, просто они не выглядели такими страшными, как последний. Видимо, мы увидим и то, и другое, судя по тому, что происходит на рынках.

### **Ситуация в России**

Про Россию подробно рассказывать не буду. В России пока ситуация выглядит как устойчивая стабилизация, а не как экономический рост. Если говорить о будущем, то Россия, видимо, при любом сценарии, не вернется на предыдущий тренд, который она демонстрировала последние 8 лет. С другой стороны, появился шанс снизить инфляцию. Воспользуется им Россия, или нет, не очень понятно.

И в конце я бы хотела два слова сказать про уроки кризиса. Мне кажется, что главный урок связан с денежно-кредитной политикой, с поведением населения во время кризиса, с качеством нашей финансовой системы, которая обрушилась под первыми же волнами кризиса. Чтобы в следующий раз опять не случилось валютной и банковской паники, необходимо снизить инфляцию до низкого уровня и удерживать ее на этом уровне. Это значит, что нужно отойти от предкризисной денежной политики стабилизации колебаний валютного курса, в результате которой были потеряны все номинальные якоря, и денежная политика стала абсолютно зависимой от настроений внешних рынков. Кроме этого, нужна программа консолидации и развития финансовой системы. Из теории следует, что развитие финансовых систем внутри развивающихся и переходных стран – это и есть основной путь к решению проблемы глобального дисбаланса. Только когда собственные финансовые системы станут надежными, спрос на безрисковые активы будет покрываться внутри страны, а не за рубежом. В России есть еще и целый ряд стандартных глубинных проблем, мешающих устойчивому долгосрочному развитию. Это коррупция, низкий уровень защиты прав собственности и качества институтов в целом. Надо понимать, что без решения этих проблем финансовые рынки никогда не разовьются в полной мере. И еще один момент, на который я в последнее время всегда обращаю внимание – это структура нашей экономики. Очень много говорится о том, что у нас сырьевая экономика, и это ее основная проблема. Это так. Но если мы посмотрим на влияние текущего кризиса на разные отрасли, станет понятно, что сырьевой характер экономики способствовал быстрой стабилизации кризиса. Цены на сырье во время кризиса быстро восстановились, что поддержало экономику. Есть еще одна, не менее важная структурная проблема. В России очень большая часть экономики сосредоточена в циклических секторах – наша любимая тяжелая промышленность, производство средств транспорта, производство других товаров длительного пользования. Все эти сектора быстрее растут во время подъема и быстрее падают во время кризиса. Подобная структура экономики может создавать дополнительные проблемы во время кризиса. В ходе текущего кризиса это хорошо видно, особенно если смотреть на статистику по регионам. Совершенно очевидно, что регионы, где сосредоточена такая промышленность, пострадали больше всего. Поэтому, для повышения устойчивости роста необходима структурная перестройка экономики, направленная не только на снижение зависимости от сырьевых товаров, но и на повышение устойчивости к кризисам и повышение устойчивости.

***Евгений Ясин:***

Все говорят – реформа, подразумевают – модернизация, говорят – модернизация, а имеется в виду реформа.

*Сергей Алексашенко:*

Я хотел бы чуть более переместиться в сторону России, хотя есть три сюжета в мировой экономике, на которых нужно остановиться. Мне не очень понравился тезис Ксении относительно того, что Китай проводил политику ослабления юаня в предкризисный период, чем создавал дисбаланс в торговле с США. Этого не было, потому что Китай ревальвировал юань в 2003-м-2006-м годах, после чего зафиксировал его на стабильном уровне. А с учетом чуть более высокой инфляции в Китае, чем в США, это означает, что китайский юань в предкризисное время утяжелялся по отношению к доллару. Поэтому этот тезис не выдерживает проверки фактами. Я прочитал недавно большое исследование Института международной экономики в Вашингтоне (Институт Петерсона), где очень подробно разбирается ситуация взаимоотношений США и Китая. И парадокс, отмеченный авторами, состоит в том, что торговый дисбаланс США и Китая начал резко нарастать ровно после того, как Китай решил укреплять юань. Вывод, который сделан в той работе – Китай, укрепив свой юань, способствовал расширению торгового сальдо в свою пользу – очевидно, не соответствует канонам экономической теории.

У меня на этот счет есть своя гипотеза: Китай переживает своеобразную «голландскую болезнь», когда экспортируемым дорожающим сырьем является рабочая сила, внутренняя цена которой остается на стабильно низком уровне, а в мире цена труда постепенно возрастает. Способом удержания внутренней цены рабочей силы на низком уровне является давление со стороны деревни, где сосредоточены колоссальные трудовые ресурсы, и отсутствие социальной нагрузки на работодателя и бюджет, сопоставимой по своим масштабам с тем, что мы видим в развитых, да и в развивающихся странах. Мало у кого есть сомнения в том, что по своему качеству (исполнительская дисциплина) китайская рабочая сила находится на одном из первых мест в мире, а её низкая цена позволяет Китаю выигрывать конкуренцию на мировом рынке. Поэтому быстро выйти из этого состояния не получится – для этого Китай должен повышать стоимость своей рабочей силы (вводить пенсионное страхование, медицинское страхование и т.д.), что вряд ли реалистично в ближайшем будущем.

Второе замечание о мировой экономике связано с интересной книгой, которую читаю сейчас, японского профессора Richard Koo, «The Holy Grail of Macroeconomics». Она посвящена анализу «потерянного десятилетия» в Японии, когда японская экономика никак не могла возобновить рост после тяжелейшего финансового кризиса начала 90-х годов. Для объяснения происходящего он ввел термин «балансовая рецессия», смысл которого сводится к тому, что резкое падение стоимости финансовых активов (недвижимости, акций) привело к образованию огромных балансовых убытков у компаний, которые активно использовали эти активы как залог при получении кредитов. В результате схлопывания финансового пузыря компании получились с очень странными балансами: результаты текущей деятельности могли быть весьма приличными, с положительными финансовыми потоками, а вот в балансах сохранялись убытки. Этот парадокс приводил к тому, что никто не был в состоянии определить, сколько стоит бизнес. Формально все бизнесы стоили минус, т.е. вообще ничего не стоили, потому что накопленные при переоценке активов убытки поглощали всё.

Главный тезис автора книги сводится к тому, что на протяжении десятилетия японские предприятия за счет текущих результатов гасили накопленные убытки. Ровно поэтому им не нужны были банковские кредиты – предприятия осознанно не брали кредиты. В такой ситуации центральный банк теряет инструменты воздействия на ситуацию, денежная политика не работает, единственным инструментом в руках властей остается дефицит и расходы бюджета. Поэтому восстановление японской экономики шло по синусоиде:

бюджет проводил политику устойчивого дефицита, и японская экономика начала оживать. Как только приходили реформаторы и начинали этот дефицит резать, приезжал МВФ и говорил, что надо все сокращать, японская экономика снова падала.

Я обратил внимание на это в связи с тем, что после выхода из текущего кризиса процесс уменьшения кредитного плеча во всех секторах, во всех экономиках – и в российской, и в американской, и в европейской – точно будет иметь место. Многие финансовые регуляторы в мире отмечают, что финансовые институты подошли к кризису с чрезмерно большим кредитным плечом. В России реальный сектор был явно перекредитован, причем кредиты зачастую брались не на развитие бизнеса, а на реализацию амбициозных, но низкоэффективных проектов (в том числе и поглощений). В связи с этим многим компаниям придется решать проблемы накопленных долгов, что будет утяжелять выход из кризиса. Объективно финансовый надзор за банками и финансовыми институтами будет усиливаться во всем мире. На эту тему имеется решение 20-ки. Сейчас многие страны друг за другом принимают решения по усилению надзора. Это означает, что банковский бизнес, в силу дополнительных ограничений, будет становиться менее эффективным, более дорогим, а значит, банки будут давать меньше кредитов в мировую экономику. Вот такое долгосрочное сжатие кредита должно произойти.

Еще одним интересным уроком для мировой экономики, для европейской экономики будет проверка еврозоны на устойчивость. Потому что слабость бюджетной политики таких стран как Португалия, Испания, Италия, Греция была очевидна на протяжении многих лет. Что делать в ситуации, когда одна из стран еврозоны подходит к состоянию, близкому к дефолту, когда ценные бумаги правительства перестают приниматься в качестве залога в европейском ЦБ, банковская система любой страны может рухнуть – не знает никто. Выход из зоны евро не прописан. Это интересный урок: создавая новые институты, надо всегда предусматривать и самые плохие сценарии, потому что в хороших все проблемы будут решаться сами по себе.

Теперь про Россию. Не буду специально останавливаться на политике нашего Центрального банка – мне тут же скажут, что я их слишком сильно критикую. Позволю себе порассуждать о других проблемах. Я категорически согласен с тезисом Ксении о том, что возникли огромные проблемы со структурой нашей экономики, хотя мы, похоже, немного по-разному их оцениваем. К, безусловно, верно замечанию Ксении о том, что в России очень велик сырьевой сектор и производство машиностроительной продукции для сырьевиков, я бы добавил, что за последние годы в нашей экономике гипертрофированно развился сектор услуг и строительства. С точки зрения потребителя, эти сектора, возможно, не сильно развиты, но с точки зрения структуры экономики этот сектор у нас получился очень большой. И в этом отношении Россия чем-то напоминает Великобританию, где финансовый сектор стал слишком большим, и если сейчас финансовые институты начнут съезжать из Великобритании в другие страны, то, конечно, английской экономике будет очень тяжело.

А нашей экономике еще хуже, потому что услуги, в основном, посреднические, промежуточные, и сектор услуг вряд ли сможет начать снова успешно развиваться, если основные сектора, которые производят добавленную стоимость, находятся в депрессивном состоянии. Потому что перераспределять просто нечего. Надеяться только на растущие цены на нефть не следует, потому что известно, что от каждого доллара прироста нефтяной цены нефтяные компании в лучшем случае имеют 10 центов, все остальное идет в бюджет. Поэтому рост нефтяных цен от 40 долларов до 80 резко улучшает состояние бюджета, но мало влияет на финансовое положение нефтяных компаний, на их инвестиционные планы.

Такие изменения в структуре экономики – сжатие конкурентных секторов, секторов перерабатывающей промышленности в последнее десятилетие – является объяснением того, почему во время этого кризиса в России мы практически не видим примеров импортозамещения. Их просто негде наблюдать. Если еще десять лет назад, после кризиса 98-го года, воспользовавшись девальвацией рубля, перерабатывающая промышленность воспользовалась окном возможностей и резко воспряла, то в последние 3-5 лет она окончательно сникла, благодаря последовательной политике укрепления рубля. В связи с этим, большой, долгоиграющей проблемой на ближайшие годы станет вопрос о выживании остатков нашего машиностроения в конкурентной борьбе с китайскими товарами на российском рынке. Этот вопрос встает в силу того, что в мире есть долгосрочный тренд на укрепление евро. Даже если Банк России не укрепляет бивалютную корзину, то укрепление евро в мире приводит к укреплению рубля по отношению к доллару – а это китайский юань привязан к доллару, что делает китайские товары в России относительно дешевле. И эта ситуация, мне кажется, будет сильно неблагоприятным фактором для развития нашей экономики.

Три важных вывода, урока, которые нужно извлечь из того, как российское правительство встретило кризис и с ним боролось. Первое – это очень важно – не то, что правительство прошлой осенью оказалось не готово к кризису (думаю, что редко какое правительство всегда готово к кризису), а то, что у правительства явно отсутствует механизм адекватной оценки текущей ситуации. Все оценки, которые давало правительство с сентября и до мая-июня, когда ситуация более-менее стабилизировалась, явно запаздывали. И на основе запаздывающих оценок принимались все решения. Естественно, с большим опозданием. Вспомните упорство, с которым правительство проталкивало в Думе абсолютно нереалистичный бюджет-2009, когда уже было ясно, что его нужно пересматривать. Вспомните, что план антикризисных мероприятий, включая фискальный пакет, был утвержден только в апреле-мае 2009-го года, а с точки зрения экономики, очевидно, что чем быстрее вы начнете вкачивать бюджетные деньги, подталкивать экономику этими деньгами, тем легче поддержать ее. Постоянное запаздывание с оценкой ситуации и с принятием решений – это и есть первый, очень важный урок.

Второй урок – это то, что в структуре антикризисного пакета российское правительство очень большой упор сделало на нетрадиционные составляющие стимулирующего пакета. В первую очередь это повышение пенсий. Я все понимаю с точки зрения социальных проблем, но в условиях кризиса ни одна страна не шла на повышение пенсий, а мы пошли. И спасение собственников, когда гигантские средства предоставлялись владельцам корпораций и финансовых институтов. Правительство в условиях кризиса, безусловно, должно спасать население (поэтому даже с повышением пенсий готов мириться). Правительство в условиях кризиса должно спасать некоторые предприятия (поэтому готов смириться с тем, что спасают АвтоВАЗ, хотя опять запоздали). Но я не понимаю, почему правительство спасало собственников. Я считаю, власти зря потратили на это ресурсы, причем колоссальные.

И еще один урок – нежелание работать над ошибками. В связи с этим меня сильно поражает позиция Центрального банка в части банковского надзора. Все центральные банки мира опубликовали доклады с объяснением того, где они ошибались, что они сделали неправильно, что будут исправлять. Банк России стоит на непреклонной позиции: мы все делали правильно, у нас нет проблем, и мы будем делать ровно то, что делали раньше. Смешной пример: пару недель назад, выступая на одном из совещаний в Банке России, я сказал, что накануне кризиса дисбаланс валютной позиции российских банков был 100 млрд. долларов, что было примерно равно всему капиталу российской банковской системы, при том, что норматив открытой валютной позиции – 10%. После этих слов на

меня «набросился» весь надзорный блок – «откуда ты взял это»? На мое признание, что это всего лишь цитирование А. Улюкаева, я услышал в ответ: «Как интересно, мы про это не знали». Отказ от признания ошибок, отказ от признания того, что у нас банковский надзор содержит встроенные дефекты, приводит к тому, что и сегодня ЦБ позволяет банкам прятать проблемы. Нашему ЦБ комфортнее получать красивую отчетность банков, где немного просроченных кредитов, где ситуация с банковским кредитованием улучшается. Это позволяет рапортовать о том, что в банковской системе нет проблем, что ситуация улучшается, хотя хорошо понятно, что никакое приукрашивание баланса не меняет реального качества наших банков. И это будет долгоиграющей проблемой, потому что без устойчивой банковской системы, без активного кредитования экономики с опорой на собственные ресурсы у российских банков не будет внешних займов в значимых объемах в ближайшие 2-3 года. Без здоровой банковской системы выход российской экономики на устойчивые темпы роста, наверняка, невозможен. К сожалению, на это никто не хочет обращать внимания.

### ***Владимир Дребенцов:***

Так как я практически со всем согласен из того, о чем говорила Ксения, то из глобальных проблем, наверное, коснусь только того, что мне ближе, а именно – сырьевых рынков и уроков, которые можно извлечь из нынешнего кризиса. На самом деле, для сырьевых секторов практически никаких новых уроков извлечь нельзя. То, что наблюдается на рынках сырья, в частности, в топливно-энергетическом комплексе, это нормальный циклический спад, который за последние 30 с небольшим лет наблюдается в третий раз и проходит практически так же, как и два предыдущих. С точки зрения перспективы развития энергетических рынков, опять же, я не жду ничего отличного от того, что будет происходить в экономике. Здесь, я думаю, следует иметь в виду сценарий надувания пузыря, о котором сказала Ксения. Я не думаю, что проблема глобальной экономики в том, что в ней надуваются пузыри. По-моему, другого способа существования рыночной экономики нет. Я согласен с теми, кто считает, что это неизбежно, и они будут надуваться.

Проблема глобальной экономики на ближайшие годы, скорее всего, состоит в том, что прежние пузыри пока еще не сдулись настолько, чтобы дать простор для возникновения новых пузырей. То есть, глобальная экономика выходит из этого кризиса, не решив проблем, которые он должен был помочь решить. На самом деле, все то же самое можно сказать и про Россию, и здесь я вынужден с макроэкономического поля перейти в политэкономическое. Два основных урока, которые мне кажутся важными для подведения промежуточных итогов кризиса в России, это: 1) кризиса явно оказалось недостаточно для того, чтобы вернуть к реальности многих из лиц, принимающих решения и 2) если мы вступали в этот кризис, как здесь было справедливо сказано, с ожиданиями, что Россия станет островком стабильности, то, по-моему, Россия выходит из кризиса с опасениями, что она может превратиться в застойное болото. С чем это связано? На мой взгляд, с тем, что практически никаких уроков из своих прежних проблем Россия пока не извлекла.

Сначала я остановлюсь на общих проблемах. Крепнут опасения того, что ничего меняться не будет. Провозглашена программа модернизации, но не совсем понятно, как мы будем двигаться вперед. По-моему, проблема как раз состоит в том, что никакого созидательного разрушения в процессе этого кризиса не произошло. Где-то оно было, а в России его вообще не было. Конечно, понятно, почему решили спасти АвтоВАЗ, на как-то это не помогает развитию конкурентной среды.

Есть еще одна причина слабеющей конкуренции, которая, наверное, все же специфически российская. Опять же ничего нового, но как-то все это более явно обозначается. Проникновение силовых структур в экономику никак не способствует развитию конкуренции, наоборот, только мешает. У этого явления есть два уровня. Макроуровень, когда на достаточно высоком уровне некоторые решения принимаются, исходя из гипотезы о существовании заговора против России. Можно перечислить, какие решения исходили из этого. Это совсем не помогает укреплению конкурентоспособности России. И второе, о чем все знают, сращивание с силовыми структурами на уровне компаний не обеспечивает победу в конкуренции наиболее эффективных. Извечная проблема состоит в том, что побеждает не конкурентоспособный, а тот, у кого лучше связи. Даже когда были бандитские «крыши», между ними была конкуренция. Когда это все оказалось монополизировано силовыми структурами, ситуация только осложнилась.

Теперь, что касается другого урока о том, что в России продолжает наблюдаться отрицание реальности. Исходя из того, что в России оказалось возможным существовать, как раньше, и ничего не менять, все большему числу людей кажется, что и в мире ничего не меняется. А в мире кое-что меняется, и, по-моему, опасно не считаться с новыми глобальными вызовами. Тем не менее, в последнее время меня очень удивили некоторые заявления ответственных лиц. Совсем недавно я услышал, что РФ – новое развитое государство. Почему российская экономика из развивающейся стала развитой в процессе кризиса, у меня вызывает вопросы. Или ещё: люди, ответственные за регулирование финансового рынка, говорят, что только предвзятость мировых инвесторов мешает признанию развитого характера российских финансовых рынков. Мне кажется, это не просто заблуждения, а заблуждения, которые не способствуют извлечению уроков из кризиса. Зачем стране двигаться вперед, если уже всё достигнуто? Зачем делать хоть что-то на поле модернизации? Если ничего не будет меняться, наверное, все кончится таким же анекдотом, который я услышал по пути сюда. Артемий Троицкий на Эхе Москвы рассказывал, что его жена работает в издательстве. Туда пришли люди (по-моему, он сказал из антикоррупционного комитета) издавать журнал «Антикоррупционер» и сказали: «Публиковать мы будем у вас, но нужен откат».

Ксения попросила меня также рассказать о вызовах, возникающих для российского экспорта газа. Я считаю, что России уже в обозримом будущем придётся столкнуться с вызовами, которые она пока не очень готова встретить или даже просто осознать. Ей так комфортно существовать в рамках долгосрочных контрактов по трубопроводной поставке газа в Европу, что растущая конкуренция на внешних рынках упорно не замечается. Я не хочу цитировать конкретных лиц, но в последнее время я слышал очень многое, что свидетельствует о том, что этих угроз никто не хочет замечать. Говорят: «Ну, что вы говорите о сжиженном природном газе (СПГ)? Все равно у нас трубопроводный дешевле. А то, что цены на газовых мировых рынках упали, это явление кризисное». При этом не замечают, что не только происходит циклический рост предложения сжиженного природного газа на мировом рынке, но и этот рост, наконец, глобализует рынок газа, превращает его из трех региональных в единый мировой. СПГ становится равным конкурентом трубопроводным поставкам, в том числе, потому что все большая его часть продается на свободной основе, то есть, там отсутствует привязка к ценам на нефтепродукты.

Вторая проблема из той же области – это нежелание замечать возможную угрозу со стороны развития нетрадиционного газа, хотя все признали, что в США за последние 5 лет добыча нетрадиционного газа выросла настолько, что в этом году нетрадиционный газ будет составлять уже 50% от производства газа в США, то есть, название «нетрадиционный» теряет смысл. Основная причина этого рывка – развитие технологий

гидроразрыва пласта и горизонтального бурения. Слушаю некоторых российских экспертов: они говорят: «Ну что вы говорите, все равно наш газ всегда выиграет, потому что нетрадиционный газ по определению дороже, там нужно много бурить, да еще и добыча быстро падает». Такое самоутешение, по-моему, не оправдано. Потому что люди при этом не замечают, что: 1) из-за развития технологий добыча нетрадиционного газа рентабельна уже и при низких ценах, при которых российский газ неконкурентоспособен, 2) добыча, которая очень быстро растет, окупает инвестиции за месяцы, 3) нужно бурить много скважин, но так как инвестиции окупаются быстро, их можно бурить в большом количестве. Более того, это опасное самоутешение, т.к. запасы нетрадиционного газа в Европе очень значительны.

Таковы конкретные примеры (можно привести случаи и из других отраслей, например, последствия политики противодействия изменению климата) того, что что-то в мире меняется, а в России ответа на это даже не ищется. Слишком комфортно существовать в рамках сложившейся парадигмы. На мой взгляд, это один из печальных уроков кризиса. Не хочу говорить банальности, но все помнят, что в начале 20-го века случилось с Аргентиной, как она из лидирующих стран превратилась в отстающую. К сожалению, пока не видно, как России удастся избежать такой судьбы.

#### *Алексей Мусеев:*

Я хотел бы уже в свете доброй традиции, заложенной сегодня вечером, согласиться с Ксенией практически во всем. Только хотелось бы немножко поговорить по поводу пузырей. Мне кажется, что с точки зрения состояния денежно-кредитной политики и фискальной политики основных стран мира и состояния их экономик, реального надувания пузырей на финансовых рынках в мире сейчас нет. Собственно говоря, если мы вспомним, было известное заявление Бернанке в 2003-м году, когда он выступал на сорокалетию известной статьи Фридмана и Шварц «Становление денежной системы в США», посвященное, в том числе, урокам Великой депрессии. Я уверен, что все здесь ее читали или слышали об этой статье, где один из выводов был такой, что причины того, почему депрессия стала великой, а не закончилась обычной рецессией – то, что очень рано были отозваны все стимулирующие средства. И Бернанке тогда вполне ясно сказал, что его точка зрения – мы такой ошибки больше не допустим. Похоже, что решение было принято – конечно, лучше постараться сделать этот вовремя, но если промахиваться, то лучше промахиваться в сторону перелета. У меня в последнее время складывается довольно устойчивое ощущение, что то же самое можно сказать и про швейцарский национальный банк, и про банк Англии, и про банк Японии, который сейчас неожиданно заметил, что они скатываются в дефляцию, и им надо опять прибегать к мерам по количественному ослаблению денежной политики, и так далее. Думаю, что, как сказала руководство народного банка Китая, как говорило и руководство нашей страны, страны, которые эмитируют резервные валюты, ведут себя местечково. То есть, они решают использовать резервные валюты для решения своих локальных проблем. И в связи с этим мне кажется, что последствия для нас будут вполне очевидные – будет перелет с точки зрения необходимых объемов ликвидности. Да, действительно, мультипликаторы очень сильно упали, но пока не видно серьезного роста этих мультипликаторов. И это говорит о том, что деньги концентрируются на финансовых рынках, и при этом уже валюты этих стран становятся валютой фондирования. И мы видим опыт, хотя бы, октября этого года в России, до ситуации с Украиной, когда в России за октябрь, по нашим оценкам, приток по текущему счету составил около 5 млрд. долларов, приток по счету капитала составил около 10 млрд. долларов, что практически все ушло на финансовые рынки. И это было, на мой взгляд, первой ласточкой. Я думаю, что сейчас, когда в январе вернутся финансовые рынки, мы увидим возобновление этих процессов. Я бы здесь обратил внимание на

решение Бразилии: постараться ввести что-то похожее на налог Тобина, что, конечно, вызвало большое разочарование у всех, потому что Бразилия всегда была примером либерального рыночного развития. Но, тем не менее, факт остается фактом. Приток капитала на рынки развивающихся стран будет происходить в объемах, которые эти рынки переварить нормальным образом не смогут. В связи с этим мне кажется, что тема нескольких ближайших лет – это развитие пузырей, в первую очередь, на рынках стран с недоразвитыми финансовыми рынками, в том числе, первых трех стран из аббревиатуры БРИК. Почему я исключаю Китай? Потому что говорить о нем как об участнике мирового рынка капитала, наверное, не стоит, в силу того, что там сохраняется очень жесткий валютный и кредитный контроль.

Я хотел бы перейти к России. И здесь я хотел бы не согласиться с Сергеем Владимировичем с точки зрения политики ЦБ. Я согласен, что по состоянию на начало 2006-го года, когда началась бюджетная экспансия, политика стала неправильной. Но, исходя из той ситуации, в которой Россия по факту оказалась в ноябре 2008-го года, мне кажется, ЦБ проводил единственно возможную в той ситуации политику, и, фактически, эта плавная девальвация позволила избежать валютно-долгового кризиса. Я просто говорю, что это было правильным в той ситуации. У Ксении был слайд по поводу потоков капитала, на котором она, к сожалению, не остановилась, но мне он кажется очень интересным. У нас, несмотря на колоссальные проблемы с точки зрения доверия к рублю, образовался приток капитала уже во втором квартале, в третьем был некоторый отток, но, как мне кажется, он связан с техническим фактором, с тем, что ЦБ с 1 июля изменил некоторое регулирование, и фактически отложенный отток капитала времен первого квартала просто был зарегистрирован в третьем квартале. Как я уже сказал, в октябре мы видели чистый приток капитала, похоже, что в ноябре и в первой части декабря мы видели какой-то отток, но, тем не менее, мы видим одну конкретную строку, на которую я хотел бы обратить внимание, это так называемые нефинансовые предприятия. Мы видим, что по ним за три квартала текущего года чистый приток капитала составил 36 млрд. долларов. Это говорит о том, что всем российским предприятиям удалось профинансировать внешний долг. Помните, сколько было опасений, что этот внешний долг сейчас окончательно погубит российскую экономику, приведет к массовым банкротствам? Но ничего подобного не произошло, все эти долги были рефинансированы. При этом лично мне не известно о значительных притоках иностранных денег за пределами кредитов китайских госкомпаний российским госкомпаниям, которые составляют приблизительно 12-15 млрд. долларов. То есть, все остальные около 60-ти, по сути, как мне кажется, представляют российский капитал. То есть, впервые в нашей истории условный Газпром занимает у условного Сбербанка, и, мне кажется, у нас впервые появился шанс увидеть ситуацию, когда российская финансовая система будет действительно кредитовать российскую экономику. И это – очень важное последствие кризиса. Мы видим, что согласованные меры ЦБ и правительства помогли избежать коллапса банковской системы, что совсем удивительно для нашей страны: у нас никогда такого не было, чтобы в мире был банковский кризис, а у нас не было, скорее, наоборот, нигде нет, а у нас есть. Да, возникли проблемы с moralhazard, уже разные банки, не буду приводить названия, предлагают рублевые депозиты под 20 с лишним процентов годовых, но это – естественные проблемы, которые описаны, и с которыми примерно понятно, как бороться. Я считаю, что лучший шанс России в следующем кризисе, когда пузыри, о которых я говорил, будут неизбежно лопаться, о чем говорила и Ксения, это наличие банковской системы, которая смогла занять более значительную роль в финансировании российской экономики и поможет нам избежать катастрофических последствий следующего кризиса. При этом здесь важнейшую роль играет механизм рефинансирования ЦБ, как операция РЕПО, так и письмо 312, которое позволяет предоставлять рефинансирование под неторгуемые активы. Есть интересный инструмент, который сейчас приобретает большую

популярность, это рефинансирование под залог неторгуемых активов, он называется 312-п, поскольку его название длинное, а номер короткий, то его все называют 312 письмо. Суть его такова, что любой коммерческий банк может принести в рамках определенного списка компаний, достаточно широкого, кредит, и получить рефинансирование ЦБ под довольно приличные условия. И второй механизм, который сейчас очень активно начинает использоваться при снижении ставок, это механизм РЕПО под залог рублевых бумаг, и внебиржевое РЕПО под залог валютных облигаций российских эмитентов. Да, это такой наш quantitative easing, но, с другой стороны, это мы как никогда близко подошли к нормальному финансированию российской экономики не через канал валютного рынка, а через канал возвратных, кредитных денег ЦБ.

### *Александр Морозов:*

Поскольку времени мало, я не буду останавливаться на деталях, а в сжатом виде постараюсь высказать свое понимание ситуации в мире и в России. Тема нашего сегодняшнего обсуждения – главные уроки и перспективы развития как российской, так и мировой экономики. Главный урок для мира, по моему мнению, заключается в том, что была рассеяна иллюзия возможности поддержки на устойчивой основе высоких темпов роста, которые наблюдались последние пять лет в мировой экономике, за счет вклада стран БРИК, прежде всего, экономик Китая и Индии. Высокие темпы роста оказались всего лишь фазой еще одного экономического цикла, после чего последовала жесточайшая рецессия. Что касается России, то поскольку кризис всегда выявляет наиболее слабые места, как в экономике, так и в политике, для меня главный урок кризиса заключается в том, что он предельно ясно показал сырьевой характер российской экономики, ее зависимость как от цен на нефть, так и от мировых финансовых рынков. В значительной мере эти факторы коррелированы, ясно, что когда цены на нефть высокие, это вызывает дополнительный приток капитала, и наоборот. Если же говорить про более конкретные и более практические уроки кризиса, то для меня, так же, как и для министерства финансов – это было высказано устами Алексея Кудрина – очевидно, что, несмотря на создание стабилизационного фонда, затем резервного фонда и фонда национального благосостояния, в последние годы проводилась недостаточно жесткая бюджетная политика. В результате этого рост бюджетных расходов в реальном выражении шел очень высокими темпами, и мы неожиданно для себя, хотя этого можно было бы ожидать, исходя из сценария развития кризиса, получили резкий рост бюджетных расходов в процентах к ВВП в прошлом и в этом году. Тем самым развеялась еще одна иллюзия, которая существовала несколько лет – иллюзия устойчивости конструкции, при которой бюджетные расходы в процентах к ВВП поддерживаются на низком уровне при быстром росте расходов в реальном выражении. К сожалению, в рамках проводимой сейчас бюджетной политики продолжается дальнейший демонтаж фискальных инструментов стабилизации российской экономики и макроэкономики, которые были созданы до этого. А с исчезновением страховочных инструментов Российская экономика на макро- и микроуровне будет еще больше зависеть от колебаний мировых цен на сырьевые ресурсы, прежде всего на нефть и газ. Далее я выскажу дискуссионное мнение, но для меня еще один урок заключается в том, что в период экономического роста был необходим действующий контроль над привлечением капитала российскими компаниями и банками. Эта идея витала в воздухе, тот же министр финансов Алексей Кудрин ее неоднократно высказывал, но ничего близкого к ее реализации тогда не было сделано. И даже сейчас эта идея находится где-то на периферии обсуждений, хотя, учитывая возможность еще одного надувания пузырей в мировой и российской экономике, это делать необходимо, иначе мы опять попадаем в ту же ловушку, в которую попали в период кризиса. Еще один урок – здесь я не соглашусь с некоторыми из выступавших, заключается в том, что России все-таки требуется более гибкое

курсообразование, и я думаю, что неправильно говорить о пристрастии российского населения к операциям с валютой. Нельзя отрицать плюсов в валютной политике ЦБ по медленному, контролируемому обесцениванию валюты, Однако, тем самым ЦБ создавал очень серьезные девальвационные ожидания и тем самым спровоцировал значительный рост процентных ставок на рынке. Поэтому, когда сейчас удивляются, что это ставки не снижаются теми же темпами, что и инфляция, нужно иметь в виду, что у рынков очень короткая память. Поэтому убеждать их, что низкие ставки, которые существовали до кризиса – вполне нормальные, приходится достаточно долго. Вывод, который я делаю на этой основе: при более низких процентных ставках рост российской экономики сейчас носил бы более устойчивый характер. Последний урок, о нем уже говорилось сегодня, касается необходимости проведения банковской реформы. Это касается и консолидации банковской системы, и укрепления пруденциального надзора со стороны ЦБ. Никакой ЦБ в мире не может эффективно контролировать деятельность 2-х тысяч финансовых институтов, несмотря на то, что по численности сотрудников российский ЦБ опережает центральные банки других стран, если я не ошибаюсь. А возможный будущий урок, который пока не сделан, но, может быть, будет сделан, касается неэффективности мер бюджетной поддержки экономики. Об этом тоже уже говорилось. Поскольку поддержка была направлена, прежде всего, на предотвращение закрытия тех или иных компаний, то, как правило, эти компании оказывались неэффективными. А когда финансовые ресурсы распределяются в пользу неэффективных компаний, тем самым тормозится так называемое «созидательное разрушение», не создаются возможности роста для эффективных компаний. В результате подрывается основа роста будущей экономики. Кроме того, с точки зрения макроэкономики, антикризисная политика, проводимая российским правительством, очень сильно отличалась от антикризисной политики, проводимой большинством других правительств. Разница в том, что в России акцент делался на финансирование текущих расходов, и, что самое удивительное, за счет сокращения инвестиционных расходов. Обычно все делается наоборот, но Россия предпочла другой путь. Если смотреть в будущее, то такой бюджетный маневр порождает серьезные сомнения и проблемы для требуемого сокращения бюджетных расходов. Сокращать текущие расходы, особенно, такие как пенсии, либо невозможно, либо очень трудно. Между тем, при бюджетном дефиците, который сейчас есть, сохраняющемся, несмотря на высокие цены на нефть, сокращение расходов является необходимым. Что касается темы перспектив развития глобальной экономики, после фазы перегрева стоит ожидать рост ниже многолетнего тренда в ближайшие годы. Конечно, возникновение следующего кризиса сложно предсказать, но очевидно, что в мировой экономике есть слабые места, по которым следующий кризис может ударить. Прежде всего, это слабые звенья на развивающихся рынках. С учетом весьма вероятной накачки их новыми деньгами, приходящими из США, из Европы, в какой-то момент экономики, которые накопили слишком большой уровень государственного долга, могут не выдержать долгового бремени, и из них кризис может перекинуться на остальной развивающийся мир. В более далекой перспективе мне видится в качестве причины или сути мирового кризиса кризис государственного долга развитых стран. В каких-то случаях кризис будет носить характер дефолта, в каких-то случаях – монетизации долга через инфляцию и, тем самым, созданием высокого инфляционного фона в целом мире. То, что этого кризиса, скорее всего, не избежать, становится все более явным. Что касается России, если говорить про самую ближайшую перспективу, то сейчас мы находимся в фазе роста по типу латинской буквы V, то есть, очень быстрого восстановления экономики. Это эффект отскока от дна. Падение объемов выпуска продукции, которое произошло, носило чрезмерный характер, и теперь на фоне некоторого восстановления мировой экономики идет рост российского экспорта, но только до определенных пределов. Поэтому, если смотреть в будущее, вероятна реализация одного из двух сценариев. Основной сценарий, который становится менее вероятным с течением времени – это сценарий медленного, но

устойчивого роста российской экономики темпами 2%-4% в год в среднесрочной перспективе после окончания короткой фазы быстрого восстановительного роста. Этот сценарий предполагает дальнейший, но не быстрый рост цен на нефть и приток капитала в Россию, но в меньших объемах, чем было до кризиса. И второй сценарий, вероятность реализации которого возрастает – это сценарий перегрева экономики и пузыря на рынках активов. В этом сценарии быстрый экономический рост продлится еще несколько кварталов, но не лет, так все должно произойти гораздо быстрее в этот раз. Последствия тоже очевидны – очередная рецессия на фоне падения сырьевых цен. Мне кажется, ключ к реализации первого или второго сценария находится не в России на данный момент, а в руках у ФРС и европейского ЦБ. Недавно господин Бернанке ответил на вопрос о том, что ФРС собирается делать для предотвращения надувания пузыря на рынках в других странах. Суть ответа: другие страны и пузыри на других рынках – это не проблемы ФРС, эти проблемы другие страны должны решать сами. Из этого следует, что ФРС, скорее всего, не будет торопиться с повышением ставок, и тем самым сценарий пузыря становится все более вероятным.

*Алексей Новиков:*

### **С кризисом можно справиться**

Мировая экономика в период текущего кризиса показала невероятную устойчивость, несмотря на существенные объемы финансовых потерь, измеряемых сотнями миллиардов долларов.

Благодаря финансовой поддержке правительств, финансовые системы развитых и многих развивающихся стран мира функционирует в режиме, позволяющем избежать катастрофических сценариев, подобных Великой Депрессии.

С точки зрения уровня кредитного риска, крупные финансовые институты (за исключением обанкротившегося LehmanBrothers) по своему кредитному качеству остаются в так называемой «инвестиционной» (выше ВВВ-) категории и продолжают исправно исполнять свои долговые обязательства.

За период кризиса уровень дефолтов в мировой экономике, очевидно, вырос, но существенно не отклонился от уровней, наблюдаемых в течение нескольких последних десятилетий (см. таблицу 1).

Таблица 1. Статистика дефолтов по регионам мира

<b>Дефолты (%)</b>	<b>Мир</b>	<b>США.*</b>	<b>Европа¶</b>	<b>Развивающиеся рынки</b>
<b>12 месяцев (2009)</b>				
Инвестиционная категория	<b>0.29</b>	<b>0.32</b>	<b>0.11</b>	<b>0.58</b>
Спекулятивная категория	<b>9.71</b>	<b>11.11</b>	<b>8.61</b>	<b>5.71</b>
Все отрейтингованные бумаги	<b>4.17</b>	<b>5.68</b>	<b>1.64</b>	<b>3.34</b>
<b>2008</b>				

Инвестиционная категория	<b>0.41</b>	<b>0.72</b>	<b>0.11</b>	<b>0.22</b>
Спекулятивная категория	<b>3.48</b>	<b>4.02</b>	<b>3.37</b>	<b>2.05</b>
Все отрейтингованные бумаги	<b>1.72</b>	<b>2.41</b>	<b>0.71</b>	<b>1.25</b>
<b>2007</b>				
Инвестиционная категория	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Спекулятивная категория	<b>0.88</b>	<b>1.11</b>	<b>0.96</b>	<b>0</b>
Все отрейтингованные бумаги	<b>0.36</b>	<b>0.55</b>	<b>0.18</b>	<b>0</b>

Существенные отклонения фиксируются лишь по узкому набору и сравнительно небольшому объему структурированных долговых инструментов (см. таблицу 2).

Из таблицы видно, что уровень дефолтов по стандартным ипотечным облигациям составляет от 1% до 4%, а по облигациям «subprime» 5%, что находится в пределах средних уровней многолетних статистических наблюдений.

Лишь по категории USRMBSCES (closed-end second-lien) уровень дефолтов вырос значительно. Однако их объем (83.3 млрд. долл.) составляет меньше 3% от всего объема отрейтингованных ипотечных ценных бумаг. (Примечание: Standard & Poor's отказалась от присвоения рейтингов данным бумагам).

Таблица 2. Кумулятивные данные по американским ипотечным облигациям (RMBS), выпущенным в 2005-2007-м годах (млрд. \$) по состоянию на конец декабря 2009-го года.

Тип финансового инструмента	Исходный объем выпуска	Снижен рейтинг	Дефолты	Дефолты (%)
U.S. RMBS Alt-A	1,043.88	856.01	38.15	4%
U.S. RMBS CES	83.31	70.92	21.44	26%
U.S. RMBS NIMS	26.23	18.07	0	0%
U.S. RMBS-other	215.52	83.38	7.31	3%
U.S. RMBS prime	373.00	264.38	2.21	1%
U.S. RMBS subprime	1,065.23	505.51	57.54	5%
<b>Итого</b>	<b>2,807.17</b>	<b>1,798.27</b>	<b>126.66</b>	<b>5%</b>

Приведенные данные подчеркивают тот факт, что значительные убытки финансового рынка в период кризиса происходили, прежде всего, в результате потери различными финансовыми инструментами рыночной стоимости, а не в результате дефолтов.

### **Американская экономика остается сильнейшей**

Что касается долга правительства США, то статистика межстрановых сопоставлений по так называемому «чистому долгу» правительства показывает значительные преимущества США перед другими странами.

Под чистым долгом правительства страны понимается собственно вся задолженность правительства по состоянию на конец года (как резидентам, так и нерезидентам) минус активы правительства как внутренние, так и внешние (как в форме долговых обязательств правительству, так и золотовалютные резервы).

По данным на конец 2009-го года (оценка Standard & Poor's) чистый долг правительства к ВВП в %: Канада 25%, США 55-60%, Великобритания 68-70%, Франция 75%, Германия 76 %, Япония 95%, Италия 115%.

Дефицит бюджета в процентах к ВВП (данные Standard & Poor's, 2009) в США (12%) действительно очень значительный, больше чем в других странах семерки: Великобритания 11%, Франция 8%, Япония 8%, Италия 5%, Германия 5% и Канада 4%.

Вместе с тем жизнеспособность американской экономики, глубина и объем ее финансового рынка (больше 1/3 мирового рынка капитала приходится на США) являются хорошей основой для решения данной проблемы.

По оценкам Standard & Poor's к 2013-му году картина с дефицитом бюджета будет совершенно иная: Япония 6%, Великобритания 6%, Франция 5%, США 5%, Италия 3%, Германия 2,5%, Канада +1% (профицит)

### **Социальные причины кризиса важнее экономических**

Экономических и финансовых источников кризиса много, и они хорошо известны. Вместе с тем финансовые аналитики, рейтинговые агентства, инвестиционные институты, прежде всего, в США, недооценили важнейший социальный фактор – смену потребительского поведения населения в отношении жилой недвижимости.

Новостью для финансового рынка оказалось то, что где-то, начиная с 2005-го года, дом для американца перестал быть традиционной ценностью, ради которой он был готов пожертвовать очень многим, и фактически стал использоваться в качестве «банкомата».

Традиционные финансовые модели расчета рисков основывались на предположении о том, что американец (в силу своего уважения к дому как основе основ знаменитой «американской мечты») допустит дефолт по ипотеке в самую последнюю очередь, только после того как исчерпаны все возможности. Иными словами, ожидания дефолта по кредитной карточке или по кредиту на образование и по другим личным обязательствам американцев были гораздо выше, чем ожидания дефолта по ипотеке.

В реальности произошло по-другому. Дом перешел из разряда «традиционной ценности» в утилитарную категорию «товара», объекта для спекуляций, и стал использоваться просто как источник дополнительных средств. Оказалось, что некоторая часть населения готова легко прекратить платежи по ипотеке, сохранив при этом обязательность расплат по кредитной карте. Произошла смена приоритетов в модели потребительского поведения, которая, будучи незамеченной или проигнорированной рынком, вместе с ажиотажным предложением избыточной ликвидности и сгенерировала кризис.

Важный итог кризиса: современная экономика перестает быть сугубо «экономической», потребительское поведение и другие социальные факторы становятся важной финансовой силой, а рынок пока не умеет ее оценивать.

### **Региональная дивергенция в Европе**

В Европе в последние годы происходит быстрая и резкая дивергенция экономических траекторий стран. Это не итог кризиса, но тенденция, которая им обостряется.

В рамках единой европейской валюты и общего монетарного пространства потерю своей конкурентоспособности за счет, например, роста и без того высокого уровня социальных расходов Италия и Франция не могут более компенсировать политикой валютного курса.

В результате по конкурентоспособности европейские страны расходятся в диаметрально противоположные стороны. В Германии, например, за последние 8 лет производительность труда значительно выросла, а в Италии и Франции она упала.

В конечном итоге оценить такую динамику можно, исходя из расчета затрат на единицу рабочей силы, которые равны общей компенсации (зарплата + премии + пр), деленной на объем конечного продукта (output).

Если посмотреть на последнюю статистику по странам G7 (данные USBureauofLaborStatisticsandEurostat) 2000 – 2008-го годов, то она оказывается весьма выразительной:

Сокращение (-)/рост (+) издержек (unit labor costs) в % с 2000-го по 2008-й: Япония - 21, Германия - 12, США - 5, Великобритания +4, Франция +5, Канада +15, Италия + 18.

Интересно то, что в связи с эксклюзивной экономической ролью Германии Европейский Центробанк зачастую проводит монетарную политику в основном с учетом специфики именно немецкой экономики и немецкого финансового рынка.

### **Ловушка неэффективности**

Что касается России, то в нашей стране по-прежнему существует ловушка возникновения пузыря. Попытки уйти от одномерной сырьевой экономики с ее взлетами и падениями упираются, прежде всего, в отсталую институциональную среду и недостаток реформистских усилий правительства по ее преобразованию.

Отдельная проблема – отсталая инфраструктура, которая препятствует мобильности трудовых ресурсов, капитала и товаров.

Речь идет не только о транспортной инфраструктуре, но и о социальной и финансовой. Незрелость ипотечного кредитования, например, наряду с другими факторами не позволяет гражданам относительно легко менять место жительства, перемещаясь по стране в поисках работы. Отсюда проблема локальной/региональной безработицы при дефиците трудовых ресурсов становится наиострейшей.

В итоге реструктуризация целых секторов российской экономики в условиях узкой специализации городов и регионов оказывается в заложниках у «социальных» проблем.

Угроза безработицы в Тольятти и других автомобильных центрах – экономическая проблема всего российского автопрома. Спасение АвтоВАЗа и многих других крупных автомобильных производителей – это не только спасение собственника, но и спасение городов, в которых находятся крупные предприятия.

Такого рода инфраструктурная неэффективность в стране не позволяет ей быть готовой к новым кризисам.

Сравниться с Китаем, Индией, или даже Бразилией по показателям производительности труда современная Россия не в состоянии, и это необходимо принять как данность. Поиски российской ниши в мировом разделении труда за пределами сырьевого сектора – дело не одного десятилетия. Но даже такие длительные поиски могут закончиться ничем, если не работать над инфраструктурой, в том числе, инфраструктурой экономических и финансовых институтов. Делать это нужно с четким пониманием масштабов российского рынка: он пока очень маленький.

***Владимир Рыжков:***

Вы четко и кратко показали, как структурно меняется мировой рынок газа, а ЛУКОЙЛ вчера сказал о том, что что-то похожее нас ждет на рынке нефти, в связи с выходом Ирака и так далее. Можете ли коротко сказать, действительно ли там будут глобальные структурные изменения, и как это скажется на ценах и российских перспективах?

***Владимир Дребенцов:***

Выход Ирака структурно ничего не меняет, это просто дополнительные объемы нефти. То есть, в этом ничего принципиально нового нет. Следующего структурного изменения на рынках нефти, скорее всего, следует ожидать в результате принятия в большинстве стран политики, которая ограничивает выбросы парниковых газов. Даже Китай на прошлой неделе утвердил цели по сокращению выбросов, а Китай обычно выполняет намеченное. Я об этом коротко упоминал. Я понимаю, что многие в России не верят в изменение климата, это отдельная тема. По-моему, для выработки политики важно то, что (верите ли вы в изменение климата, или нет) что-то в мире будет меняться, и это как раз и может привести к изменениям на нефтяном рынке. Очевидно, что будет расти доля гибридных автомобилей, а потом и просто электромобилей, в том числе, в Китае. Это может очень сильно скорректировать оценки спроса на нефть в будущем. И тут для России есть некая ловушка. Я об этом не упомянул, но в последнее время совершенно явно звучат нотки, что нефть нужно сохранить для будущих поколений, и лучше – в земле. Тут можно промахнуться, потому что с точки зрения экономической эффективности может оказаться, что нефть приберегут к тому моменту, когда она будет не так нужна, как сейчас (вспомните, что произошло с производителями натурального каучука после изобретения резины). Вот такие вызовы нужно учитывать.

***Наталья Смородинская:***

Вопрос к А. Моисееву – на фоне общего хора достаточно пессимистичных представлений о будущем России, мне показалось, что у вас какие-то оптимистичные нотки, довольно четко обозначенные. Еще раз сформулируйте наши преимущества, на которых мы будем выходить, потому что я – тоже оптимист, и мне было бы крайне важно это услышать.

*Алексей Моисеев:*

Я говорил о краткосрочном периоде времени. Я просто решил отметить одно, на мой взгляд, позитивное изменение в российской экономике в целом. Это то, что, на мой взгляд, российская банковская система сейчас находится в состоянии, которое кажется мне беспрецедентно хорошим для российской банковской системы. Ситуация, когда российские банки пережили кризис без значительного коллапса, когда российские банки сейчас играют ту роль в российской экономике, которую раньше всегда играли международные рынки капитала, на мой взгляд, это хороший признак. И мы видели это через очень интересные последствия для счета капитала, об этом я и говорил. Также я выразил надежду на то, что, как здесь говорили практически все выступающие, поскольку следующий кризис так или иначе будет связан с тем или иным негативным развитием событий на международных рынках, либо это будет рынок государственного долга, рынок коммерческой недвижимости, связанный с ним, и так далее, существенное сокращение зависимости российской экономики от международных рынков капитала, возможно, поможет нам справиться со следующим кризисом, если этот кризис будет примерно такой же, как этот. Естественно что мы всегда готовимся к прошлому кризису. Если он будет такой же, то здесь у нас, мне кажется, ситуация будет под большим контролем, чем это было до сих пор. Что касается того, что в отсутствие серьезных изменений и в ситуации, когда в правящей элите, как мне кажется, развивается очень активный склероз, ничего действительно серьезного сделать невозможно. Во всяком случае, исходя из заявлений, что можно, а что нельзя делать в ближайшие 1-2 года, конечно, долгосрочная перспектива не представляется уж совсем радужной.

*А. Симонов:*

У меня вопрос к господину Дребенцову. Хотел бы продолжить газовую тему, которая была затронута. Я присутствовал на одном из ваших докладов, который был позавчера в центре Карнеги. С. Алексашенко тоже присутствовал, к сожалению, он отошел, но если бы он был, он бы не дал мне соврать. Несколько провокационное заявление – вы в достаточно разной степени оцениваете кризисное влияние на нефтяную и на газовую сферу, возможно, как представитель ВР. Вы позавчера предлагали отменить НДС на нефть, либо заменить его каким-то налогом на прибыль, чтобы облагался не доход на нефть, а непосредственная прибыль, полученная от ее продажи. Однако в случае с газом сегодня вы говорили, что кризис очень серьезен, что растет доля нон-кондиционал газа, особенно в США, растет доля жидкого газа в международной торговле. Тем не менее, мне бы хотелось вам немного прооппонировать, потому что в мире, по данным ВР, опубликованным на вашем же сайте, всего 38 терминалов по приему или переработке сжиженного природного газа, из них 9 – в Японии, в США около 5, в Европе – 5-8 терминалов, большинство – в Испании. В связи с этим – вопрос. Россия является основным снабженцем Европы по газу, и в основном этот экспорт осуществляется по трубам. Большинство объемов уже контрактованы, на 20-30 лет контракты, и хотелось бы еще привести данные господина Конопляника А. А., который нам всем известен. Он утверждает, что цена добычи газа в России, если отбросить всю социалку, составляет менее 15 долларов за тысячу кубометров. Поэтому я с вами не соглашусь в той части, где вы говорите, что кризис отразится, что мы не сможем экспортировать газ.

А вопрос простой – как вы оцениваете разницу нефтяной и газовой сфер, и почему вы применяет различные оценки фактически сопоставимых отраслей?

**Владимир Дребенцов:**

Подтверждаю, вы ничего не соврали, хотя некоторые вещи напутали. Я не говорил позавчера о том, что нужно отменять НДС. Я говорил, что России, как и многим другим нефтедобывающим странам, имеет смысл строить свое налогообложение: и НДС, и экспортные пошлины, вообще налогообложение в нефтяном и газовом секторе, исходя из прибыли, а не объемов валовой выручки. Потому что, если вы строите налогообложение на объемах валовой выручки, вы не замечаете роста издержек. Сейчас нет времени, но я мог бы проиллюстрировать это слайдом, из него следует одно – для российской нефтяной компании рост мировых цен на нефть ни к чему не привел. Если вы помните, российская добыча нефти начала падать с октября 2007-го, когда мировые цены стремились в заоблачную высь. Причина очень простая – большая часть изымалась налогообложением, и у нас укреплялся рубль. Покупательная способность экспортируемого барреля на российском рынке с 2003-го года не менялась, при этом издержки в российской нефтедобыче росли очень быстро, т.е. экономика производства ухудшалась.

Теперь – что касается защиты мною нефти, а не газа, потому что я из ВР. ВР – крупнейший поставщик газа на крупнейшем газовом рынке мира, а именно – в США. Поэтому меня трудно обвинить в том, что я испытываю большие корпоративные симпатии к нефти, чем к газу. Я просто отмечаю проблемы российской газовой промышленности – российская газовая отрасль, как и другие отрасли, должна быть конкурентоспособной. Надо смотреть не на число существующих терминалов СПГ, а на их рост в ближайшее десятилетие. Предложение СПГ на мировом рынке выросло в 2009-м году на 16%. А к 2020-му году мировые мощности СПГ могут удвоиться. Да ещё Европа может начать разрабатывать нетрадиционный природный газ. Вот тут, мне кажется, у российской газовой отрасли проблемы есть. И это связано не с тем, что она не так облагается налогами, как нефтяная, а с тем, что она монополизирована. В этом я вижу большие вызовы конкурентоспособности российского газа.

**Лилия Овчарова:**

У меня два вопроса, видимо, оба к Ксении и к А. Морозову. Первый – вы говорили о том, что есть некоторые меры антикризисной программы, которые не нужно было принимать. Кроме того, что ничего не нужно было принимать, какие меры нужно было бы принять, но они в нашей стране, адекватно ее экономическому положению, не были приняты? И второй вопрос. Ксения, вы начали с того, что на поверхности лежали проблемы ипотечного заемщика. Есть ли, с вашей точки зрения, проблемы ипотечных заемщиков и для нашей страны? Мы провели оценку проблемности наших ипотечных заемщиков в связи с кризисом. И результат, который мы получили – примерно четверть ипотечных заемщиков были рискованными еще до момента кризиса, и проблема дефолтов и неплатежей по ипотеке или по жилищным кредитам – это не кризис, а то, что при всех строгих правилах, которые существуют у нашего банковского сектора при выдаче ипотечных кредитов, как ни странно, четверть – это люди, про которых непонятно, как они оказались в числе получателей ипотечных кредитов. Есть ли какое-то объяснение этой ситуации, или это потому, что в нашей стране все так?

**Ксения Юдаева:**

Что касается мер государственной политики, то мне кажется, что можно было бы в большей степени заняться инфраструктурой. На практике инфраструктурное строительство в значительной степени отложили, меры поддержки в основном сконцентрировались на социальных вопросах, причем очень много было по факту концентрации на административных социальных мерах. Вместо того чтобы действительно развивать систему социального обеспечения, создали антикризисные комиссии, которые стали говорить: «Вот вы зарплату повышайте, народ не увольняйте, это у нас и будет поддержка спроса». Более того, занятость попала в сферу ведения прокуроров.

Если говорить об антикризисной программе в целом, то мне кажется, что с антикризисной программой, к сожалению, мы оказались между молотом и наковальней. С одной стороны, нужно было проводить какие-то антикризисные меры, с другой стороны, во многом благодаря российской специфике, хорошей антикризисной мерой было удержание бюджетных расходов от сильного разрастания. Меня очень часто спрашивают, почему ЦБ не понижает процентные ставки в кризис. Очевидно, что Банку России приходилось стабилизировать инфляционные настроения, а значит, повышать процентные ставки, а не снижать их.

Я хотела бы вернуться к кредитам. Вчера я была на очень интересном совещании в АРБ, и там выступала женщина, банкир-общественник с Урала. Она сказала замечательную вещь о том, что сейчас же все, как приличные люди, больше 10% просрочки не показывают. Поэтому хорошее состояние российской банковской системы – это замечательный миф, который удастся поддерживать только благодаря политике дружественного нам Китая и США по закачиванию ликвидности в экономику. Если б за граница нам не помогла, я боюсь, что состояние нашей банковской системы все-таки бы вскрылось. Но благодаря совместным действиям правительств всего мира и ЦБ перечисленных стран, нам удастся не видеть того, что на самом деле происходит в российской банковской системе. В российской банковской системе проблемы очень серьезные. Проблема российской банковской системы является проблемой быстрого роста в том смысле, что существовала до начала кризиса, и заключалась в том, что никакой системы анализа рисков, близкой к приличным образцам, в большей части российской банковской системы не было. Вы привели пример ипотеки, но та же проблема была во всей экономике. Скажем, строители исходили из того, что цены будут расти на 20% в год. В последние месяцы перед кризисом заработная плата по стране в среднем начала расти темпами 28%-30% в год, и при предположении о том, что так же она и будет продолжать расти, тоже можно выдавать ипотеку практически кому угодно, потому что – что с ней может произойти? Ощущения того, что наблюдаемые темпы роста не могут быть постоянными, не было, и системы оценки рисков никак на это не были настроены. В этом смысле российские регуляторы, тот же ЦБ, тоже исходили из представлений о том, что такое может продолжаться бесконечно, и что кредитование и денежная масса могут бесконечно расти теми гигантскими темпами, которые наблюдались во время бума. В связи с этим я считаю, что кризис в России произошел бы в любом случае, вне зависимости от того, произошел бы он в США, другое дело, что экономика обвалилась бы не так, как сейчас, а поменьше. Но, тем не менее, кризис, так или иначе, должен был произойти просто из-за того, что в какой-то момент все решили, что вот так будет продолжаться вечно, и стали экономику только ускорять, когда она и так уже неслась слишком быстро. В связи с этим урок для самого финансового сектора – это то, что нужно менять подходы, нужно развивать анализ рисков, анализ заемщиков.

Здесь немного приходилось поспорить с Алексеем – честно говоря, я не очень хорошо понимаю, где мы видим, чтобы сейчас российские банки кредитовали российские предприятия. Был короткий период приблизительно год назад, когда шла та самая

контролируемая девальвация и были весьма сильные девальвационные ожидания, и когда крупнейшие российские корпорации решили, что они должны перевести долг из иностранной валюты в рубли. И они в связи с этим обратились за займами в крупные российские банки, которые к тому же получили указание сверху наращивать кредитование по 2% в месяц. И даже замечательно выполнили, а многие банки и перевыполнили план на этой волне поворота крупнейших российских заемщиков лицом к своему собственному рынку займов. Но в последнее время, когда мы видим падение кредитования, разговариваешь с банкирами, они говорят – мы выдаем много кредитов, но возвратов – еще больше. Это связано с тем, что крупные корпорации все выплатили, и сейчас физические лица выплачивают ипотеку достаточно активно, и крупные корпорации, как минимум, ушли с рынка кредитов на рынок облигаций, где залогов не нужны, процентные ставки низкие и снижаются быстрыми темпами. Причем на облигационном рынке работают не только русские, но и иностранные потоки капитала. И сейчас ситуация, по-моему, следующая – крупнейшие компании находятся с точки зрения условий кредитования в очень хорошей ситуации. Для них работают рынки облигаций, и ставки там низкие. Средние компании, почему-то, в опросах Гайдаровского института отвечают, что у них ситуация тоже нормализуется весьма быстрыми темпами. Даже в малом секторе ситуация немного улучшилась, что показывают опросы ОПОРА вместе с Бауман инновайшн. Но у меня есть подозрения, что ситуация для малого бизнеса улучшается гораздо медленнее, чем у крупнейших корпораций. А вообще, говоря о диспропорциях в российской экономике, у нас есть несколько корпораций, их можно перечислить, которые являются крупнейшими корпорациями в мире, а во всей банковской системе есть один банк, который не крупнейший, а хороший средний, а все остальные просто весьма мелкие по международным меркам, даже те, которые здесь считаются большими. И совершенно четко видна диспропорция – как эта финансовая система может обслуживать потребности вот этих корпораций? Она их не обслуживает, и это еще одна из причин, почему все крупные корпорации обслуживаются за рубежом – потому что российская финансовая система абсолютно другого размера, чем ее собственные заемщики.

### ***Александр Морозов:***

Есть объективный фактор, который не позволил российскому правительству сделать то, что сделали другие правительства. В своем выступлении я об этом говорил – бюджетная политика до кризиса была экспансионистской, проциклической, и возможности одновременно увеличить и текущие, и инвестиционные расходы, не было. Пришлось чем-то жертвовать, и пожертвовали инвестиционными расходами. Что касается вопроса о том, какие расходы нужно было осуществлять вместо тех, что были осуществлены, можно отталкиваться от положительного опыта других стран. Что они делали? Они поддерживали спрос, а не производство, они решали конкретные проблемы, инвестировали в будущее. Речь не обязательно идет об инфраструктурных инвестициях, как это обычно понимается – дороги, мосты и так далее, речь может идти о вполне прозаических, на первый взгляд, вещах. Что сейчас определяет будущее? Это новые технологии, возьмите развитие технологии 4G, другие технологии в области телекоммуникаций, которые развиваются в других странах, в то время как мы не можем решить вопрос расчистки частотного диапазона. Тем самым, мы уже сейчас проигрываем будущую конкуренцию с другими странами в этой области через 5 лет. Развитие интернета – тоже достаточно тривиальный вопрос, на первый взгляд, но на этом сейчас построено много бизнесов, и тут мы тоже отстаем, особенно в части развития широкополосного интернета, куда можно было бы инвестировать средства. И Россия могла бы развиваться по инновационной или модернизационной экономической модели,

как сейчас принято говорить, в будущем. Решение проблемы АвтоВАЗа – в решении ее как социальной, а не производственной проблемы.

***Наталья Карпова:***

Вопрос Александру Морозову. Сначала хотелось бы поблагодарить Ксению за очень точное описание текущей ситуации, и при этом присоединиться к мнению Владимира Дребенцова, и, наверное, Алексея Новикова, с точки зрения оценки реальных проблем мировой экономики. И в чем-то не согласиться или попросить разъяснения Морозова относительно роли Азии, непосредственно Китая, по поводу которых прозвучало, что упавшая в тяжелую стагнацию азиатская экономика и экономика Китая не показала резистентности кризису. Я бы позволила себе с этим не согласиться – уже в начале 2009-го года было видно, что именно эти страны и, прежде всего, Китай, в силу отказа от спекулятивных форм развития экономики в последнее десятилетие, наученные горьким опытом азиатского кризиса 1997-го года, показали самую высокую в мире резистентность к кризису за счет минимального количества плохих долгов банков и очень продуманной, если говорить о Китае, политике развития внутреннего производства и внутреннего спроса. И укрепление юаня позволило в этот тяжелый период, не говоря уже о 2009-м годе, обеспечить позитивные темпы роста экономики, позитивные темпы порядка 6% прироста прямых иностранных инвестиций, и тем самым дать обещание и здоровый сигнал всей спекулятивной фондовой системе, что играть еще можно и пузыри надувать можно. Благодаря азиатскому региону мы сохранили позитивную конъюнктуру мировых цен на основные сырьевые товары. К этим ценам, как показала Ксения, привязана динамика развития фондового рынка России, и не дай Бог в страшном сне представить, что азиатско-тихоокеанский регион проявит слабость, ослабит контроль, и свернет политику развития прямых иностранных инвестиций и развития реального сектора, привязанного в новой модели. Это кардинально новый момент развития – разворот Китая в сторону внутреннего производства. Для нас все проблемы в этой зоне будут абсолютно смертельными, потому что американская экономика не имеет ни единого шанса поддержать нас сегодня. Последний доклад Ховарда Девиса, блестящий, абсолютный тупик в выборе модели вывода американской экономики из кризиса. Белый дом спорит с ФРС, ФРС с Конгрессом, Конгресс находится под давлением лоббирующих банков. На сегодняшний день, любимый Евгением Григорьевичем господин опубликовал недавно замечательный доклад о том, как зарождался и как закономерен сегодняшний кризис. И что в рамках правовых, прежде всего, норм регулирования банковского сектора США, сегодня нет никаких реальных противоядий дальнейшему возникновению пузырей. Точно такая же система и у нас, только у нас пузырь усугубляется еще и государственно-частным партнерством и огромным расходом бюджетных средств в неучтенных посреднических операциях, которые дают нам рост сектора услуг. В то время как мы все говорим, что нам нужно развивать реальный сектор экономики. А мы пошли по очень странному пути развития как бы инноваций и нанотехнологий, имея богатейшую в сырьевом плане страну в мире, полюса роста в виде секторов реальной экономики, которые должны были потащить и высокие технологии, и инвестиции, и прочее. Мы сегодня слышим о встрече господина Чубайса, когда ему говорят: «На нанотехнологии мы вам дали 2 года назад 14 млрд. рублей, почему за 2 года вы освоили 500 млн.?» Он покрывается красными пятнами, это показывают по телевидению, и говорит: «До конца года освоим». Меня потряс этот ответ, и он абсолютно иллюстрирует все то, что происходит с программами так называемой модернизации.

***Александр Морозов:***

Вы полемицируете с тем, чего я не говорил. Я говорил о том, что была иллюзия, миф о том, что развивающиеся страны, страны БРИК, прежде всего, обеспечат устойчивые высокие темпы роста всей мировой экономики. Этот миф себя не оправдал. Я не говорил о том, что в азиатском регионе, тем более, в таких странах, как Индия и Китай, была какая-то существенная рецессия. Там было замедление темпов роста, но все обошлось легким испугом.

*Евгений Ясин:*

Я хочу поблагодарить всех докладчиков и сказать, что мне понравились все выступления. А когда возникали противоречия, это не имело большого значения, потому что это – вопрос интерпретации, и различий контекстов. Мне кажется, картина получилась многообразная, более или менее отражающая реальное положение дел. Из всего, что было сказано, мне больше всего понравилась мысль Дребенцова относительно того, что России грозит сползание на положение Аргентины, если сравнить наше бывшее сверхдержавное положение с тем, чем была Аргентина в начале XX века. По-моему, это очень серьезная угроза, и мы сейчас бьемся в двух плоскостях. Одна плоскость – это текущие проблемы. Я думаю, что сегодня текущая проблема, которая больше всего заботит руководство страны, заключается в том, чтобы удержать динамику. Радостный голос Эльвиры Сахипзадовой – мы достигли роста 0,2%, ну вааще, просто, наповал. То, что на следующий же месяц может быть -0,4%, тоже ничего не значит. Ситуация такая, что мы находимся сейчас в состоянии очень большой степени неопределенности, и это одна из существенных черт мирового кризиса. Как из этого выбираться – я не знаю, но у меня такое представление, что пока собирается двадцатка и проводятся другие мероприятия, идет разговор о том, какая должна быть процедура совместной работы. Под лозунгом, что демократия – это, прежде всего, процедура, они будут процедурами очень долго заниматься. Потому что, как мне кажется, нужны принципиальные решения, согласно с которыми разные стороны должны чем-то жертвовать, а на это никто не согласен. И более обстоятельное понимание, которое, как мне кажется, было затронуто Ксенией, а именно – противостояние полюсов мировой экономики, США и Китая, во взаимоотношениях которых происходят весьма важные процессы. Есть очень серьезное неравновесие, дефициты, и нужна перестройка валютной системы, и решение проблем, связанных с бизнесом, с его рисками и так далее. Эти по-настоящему серьезные проблемы пока, мне кажется, если и затрагиваются, то только в отдельных статьях отдельных экономистов в большей степени, чем в общей дискуссии. И все равно придется что-то делать. США, как мне кажется, придется решать проблемы развития инновационной экономики, потому что инновации – это последний фактор, где США имеют преимущество. А другие конкурентные преимущества сегодня в значительной степени утрачены. Что касается России, то меня беспокоит больше всего, почему у нас такой слабый финансовый рынок, почему у нас такая плохая система учета в банках, риски и прочее? Почему они не привыкли смотреть на себя и на своих соседей, а смотрят на нью-йоркскую биржу, на лондонскую биржу. Здесь что-то меняется в зависимости от того, как меняется на Западе. И пока у нас своей финансовой жизни нет, об этом говорила Ксения. Крупные корпорации все равно получают деньги на Западе, а мелочь идет в Сбербанк, и для нашей мелочи Сбербанк и даже ВТБ – это очень крупные банки. Если «крупняк» обращается к ним, значит, в других местах не дают, а здесь приказали. Мы находимся в таком недоразвитом положении. Но это изменится только в одном случае, как я себе представляю: если мы догоним Запад по инновационной экономике. Но при нынешнем состоянии всех институтов это исключено, и, по-моему, это сегодня понимается. По-моему, понимание Медведевым инновационной политики состоит в том, что надо взять побольше денег, найти людей или компании, кому их дать, и ждать, когда они принесут что-нибудь на блюдечке с голубой каемочкой. Не принесут они, а если и принесут, то этого задела хватит на 1-2 года, на 3 от силы, а после этого что?

После этого, а точнее, уже давно, вы должны решать вопросы образования, должны думать о развитии науки, а не академии наук, и еще о многих таких проблемах. Но ни за что это мы не беремся! По сравнению с другими странами БРИК мы в очень интересной позе, я бы сказал, даже не в позиции. Я прочитал данные, которые привела в своем эссе моя студентка – трудовые издержки на единицу продукции в производстве постельного белья составляют у нас 1,7 доллара в час, в Китае 0,55, в Пакистане – 0,42. И что? Я себе представляю, что если даже вы будете вкладывать в эту отрасль гигантские деньги в развитие техники, в обновление оборудования и так далее, вы все равно не обойдете китайцев. Значит, надо искать что-то другое. А у нас в таком положении почти вся обрабатывающая промышленность, и за последние 10 лет ничего не было сделано, кроме тех секторов, где сами бизнесмены решали вопросы модернизации, потому что они находились в конкурентной среде по отношению к мировому рынку или к внутреннему рынку. А так – ничего, все разговоры впустую. И получается, что мы неконкурентоспособны. Потому что мы похожи на развитую страну по высоким расходам на трудовые издержки. Но, с другой стороны, мы не в состоянии конкурировать, потому что нам нечего предложить на рынке с точки зрения того, что мы умеем делать. Действительно, нефть и газ – это наше сегодняшнее спасение. Тогда какой выход? Я считаю, что для нас мировой кризис кончится тогда, когда он кончится там. Можно по этому поводу не париться. Парьтесь по тем проблемам, которые у вас реально есть. Мы вышли из плановой экономики и решили, что мы – как все. Нет, мы не как все, и вот это меня беспокоит. На чем-то надо сконцентрироваться, чем-то заняться всерьез и добиться успеха хоть где-то, хоть какого-то. Я пока такого не вижу. И вот это действительно серьезная проблема.