

...А роста нет!

В НАУФОР состоялся круглый стол, посвященный обсуждению экономических итогов 2018 года и перспективам на год 2019. В мероприятии приняли участие ведущие российские эксперты

Фотографии Павел Перов

Участники: Максим Ачкасов (профессиональный инвестор), Евгений Гавриленков (GKEM Analytica, ВШЭ), Ярослав Лисоволик (Сбербанк), Егор Сусин (Центр экономического прогнозирования Газпромбанка).

Модератор — Ирина Слюсарева (НАУФОР).

К обсуждению были предложены следующие вопросы:

1. Какие ключевые изменения основных макроэкономических трендов произошли в мировой экономике в 2018 году?
2. Какие основные факторы будут влиять на мировую экономику и фондовые рынки в 2019 году? В частности, наблюдается замедление темпов роста ключевых экономик мира (США, Еврозоны и Китая). Каковы могут быть сценарии наступившего года и что это означает для экономики России?
3. Каковы основные риски наступившего года? В том числе, каковы риски мировой финансовой системы?

4. Что будет в 2019 году с экономическим ростом?
5. Какого эффекта можно ждать от запуска нацпроектов? Из каких источников они могут/должны финансироваться? Можно/нужно ли финансировать нацпроекты за счет дефицита бюджета?
6. В финансовой системе РФ (в результате действия бюджетного правила, других механизмов, а также отсутствия спроса на свободную ликвидность) скопилось несколько четырех триллионов рублей. Вместе с тем инфляция, ослабление рубля, повышение НДС — все это будет давить на доходы домохозяйств. Какие сценарии здесь могут реализоваться? Следует ли государству наращивать инвестиции или резервы? Можно ли делать то и другое сразу?
7. Каких значений процентной ставки следует ждать в 2019? Каких значений инфляции?

Ирина Слюсарева. Уважаемые эксперты, огромное спасибо, что нашли время для участия в круглом



столу. Нет слов, как мне нравится, что это обсуждение стало традиционным. И что оно привлекает таких блестящих участников. Спасибо.

Вопросы вам были разосланы предварительно. Предлагаю придерживаться нашего традиционного формата дискуссии: вначале все участники высказываются поочередно по каждому из вопросов, предложенных к обсуждению; если возникает дискуссия или надо сказать что-то дополнительно, то делаем это сразу же. В таком формате обсуждаем первые четыре вопроса обязательно; прочие — если хватит времени. Обсуждать перспективы реализации нацпроектов, как выяснилось перед самым началом,

хотят не все. Посмотрим, как это получится в процессе. Если будет время, в самом конце проведем блиц-опрос насчет прогнозируемых значений инфляции и ключевой ставки.

Итак, Максим, вам начинать. Скажите, какие ключевые изменения основных макроэкономических трендов произошли в мировой экономике в 2018 году? **Максим Ачкасов.** В 2018 году в мировой финансовой системе произошла перезагрузка финансовой системы, изменение режима ее работы. Режим ультрамягкой денежно-кредитной политики, который удерживали центральные банки в течение девяти лет, сменился ужесточением, в результате 2018 год стал одним из

самых волатильных в истории мировой финансовой системы.

Так, например, более 90% всех финансовых активов на мировых фондовых рынках показали негативную доходность в долларах США, 61% всех финансовых активов показали негативную доходность в национальных валютах. По данным показателям 2018 год был рекордным в истории мировой финансовой системы. Волатильность резко подскочила, риски подскочили, совокупность этих факторов привела к падению фондовых рынков. Это первый момент.

Второй момент. По моему мнению, мировые рынки акций прошли свой пик в первом квартале 2018 года. С данного

уровня на рынках начался многолетний негативный тренд, который продлится несколько лет. Любые отскоки вверх (например, рынков акций) будут ограничены, прежде всего, противоречивой монетарной политикой центральных банков, слабым макроэкономическим фоном, торговыми войнами, ростом рисков и, наверное, ростом инфляции.

И третий момент. Одним из ключевых факторов, который оказывает влияние на бизнес-цикл, на финансовую систему, на состояние фондовых рынков, является рентабельность корпораций. Большинство корпораций, работающих на основных рынках мира (США, Евросоюз, Индия, Китай) и многих развивающихся рынках, пик рентабельности в настоящий момент прошли. И если какое-то время рентабельность на рынке США все-таки останется высокой, то на остальных рынках мы уже видим начало ее снижения. Хотел бы привести такие цифры: показатель рентабельности собственного капитала компаний (ROE, return on equity) в США вырос с 12,4% в декабре 2017 года до 14,5% в октябре 2018 года. Иными словами, мы увидели скачок рентабельности в 2%. И примерно на этом участке, в области этих значений пик рентабельности был пройден. С того момента, когда пик рентабельности пройден, на фондовых рынках обычно начинаются проблемы. Их начало мы, скорее всего, как раз и увидели в 2018 году.

Ирина Слюсарева. Спасибо. Егор?

Егор Сусин. Да, ушедший 2018 год, с моей точки зрения, действительно был переломным, причем не только в экономике. Помню, что еще в начале того года выделял для себя пять рисков, которые могут стать значимыми, как бы вырасти. Риск первый — протекционизм. Хотя тогда, в начале года, еще не было очевидно, что мы увидим резкое ужесточение протекционизма в торговых взаимоотношениях как тренд, как некий процесс, который в ближайшие годы, думаю, будет нарастать и повсеместно наблюдаться в мировой экономике.

Еще один из тех рисков (которые я видел в 2018 году) — это, конечно же, ситуация на Ближнем Востоке. С моей точки зрения, в регионе произошел качественный переход, который создает достаточно большие риски в целом для рынка энергоресурсов. Много лет там была достаточно сложная геополитическая ситуация, и сейчас, мне кажется, эти процессы вошли в фазу, когда риски начали реализовываться. Для этих рисков 2018 год — тоже переломный.

Далее, с точки зрения экономических процессов, 2018 год стал, наверное, последним годом, когда еще превалировал определенный экономический оптимизм. Сейчас уже видно, что большинство ключевых регионов мира так или иначе вошли в фазу замедления экономического роста. Это касается еврозоны, это касается Китая. Китай уже давно находится в ситуации замедления экономического роста, власти страны предпринимают очень активные попытки поддержать высокий темп: присутствует и монетарная поддержка, и достаточно большой объем фискальных мер, направленных на поддержку экономического роста. Тем не менее в целом 2018 год показывает, что удержать темпы роста выше 6% в среднесрочной перспективе вряд ли получится.

Лучше всех выглядела американская экономика. В ней действуют факторы, часть которых я бы назвал временными: это, во-первых, налоговая реформа, которая дала достаточно большой позитив (кстати, и для фондовых рынков), потому что компании репатриировали достаточно большой объем прибылей и в той или иной мере использовали его для выплат акционерам. Но уже с 2017 года прибыли компаний практически перестали расти, выплаты стали превышать прибыли компаний в целом. Поэтому часть 2018 года была очень позитивна, но сейчас ситуация на фондовых рынках имеет негативную динамику, так как эффект от фискальных стимулов снижается. Хотя все-таки налоговая реформа очень

сильно локально поддержала и экономику, и корпоративный сектор. Объективно, эффект был существенным.

Сейчас этот эффект себя по большей части исчерпал, причем исчерпал и для бюджета. Бюджет из-за репатриации прибыли получил достаточно большие вливания от компаний: зарубежные прибыли, возникавшие вне США, возвращались, и, по оценкам Федрезерва, государство в результате репатриации получило порядка 200–250 млрд долларов. Но сейчас уже появились данные третьего квартала, и они говорят, что процесс завершается. Прибыли легализованы, и в 2019 году дефицит бюджета США вплотную подойдет к отметке 1 трлн долларов.

Американская экономика входит в новый 2019 год с большим дефицитом бюджета, с достаточно мягкой фискальной политикой на фоне замедления экономического роста. Замедление идет во всех регионах мира, просто Америка входит в него позже всех других игроков, за счет локальных факторов и определенных действий. В 2019 году эта ситуация будет развиваться, скорее, в негативном ключе, потому что инструментов поддержки остается не так много.

В монетарной повестке тоже произошли изменения, которые, как мне кажется, рынки еще не до конца осознают. Мы входим в фазу пересмотра монетарной стратегии Федрезерва. В июне в США будет проходить конференция, на которой планируется рассмотреть варианты пересмотра монетарной стратегии. В том числе, варианты, которые существенно отходят от сценариев классического, привычного за последние несколько десятилетий инфляционного таргетирования. Как именно будет идти обсуждение, как будет происходить пересмотр монетарной стратегии Федрезерва, пока, наверное, говорить рано. Конференция призвана рассмотреть все мнения для того, чтобы наиболее полно учесть текущую ситуацию, учесть изменения процессов. Я ожидаю кардинальный пересмотр монетарной стратегии, и 2019 год для рынков будет непростым.

Осознание того, что подходы в монетарной политике нужно менять, причем менять кардинально, тоже принес 2018 год. Таким образом, в 2018 году произошло очень много изменений, явных или неявных. 2019 год, мне кажется, в этом контексте будет достаточно непростым, хотя интересным. Но я думаю, о 2019 поговорим чуть позже, да?

Ярослав Лисоволик. Безусловно, в течение прошлого года произошли существенные изменения. Те проблемы, которые генерировали возникновение предыдущих волн кризиса (скажем, в 2008 году), фундаментально в значительной степени не разрешались, оставались неурегулированными. Это и проблема внешней задолженности США, которая продолжала расти и в прошлом году достигла уже новых рекордных высот, и проблема дисбалансов — как в мировой экономике, так и внутри страны.

Все эти проблемы потенциально остаются, отчасти усиливаются и могут стать детонаторами новых кризисных явлений в дальнейшем. В прошлом году часто ставился вопрос — возможен ли кризис, будет ли это кризис нового типа? Я не склонен считать, что если кризис действительно наступит, то это будет нечто новое. Есть целый набор старых причин, старых дисбалансов, которые могут сгенерировать такого рода неблагоприятный сценарий.

На одно из первых мест по генерированию этих негативных явлений на финансовых рынках в прошлом году вышло торговое противостояние, прежде всего, между США и Китаем. Я лично не помню за весь период своей работы на финансовых рынках, чтобы торговые вопросы таким явным образом становились фактором первой величины при влиянии на динамику финансовых рынков. Здесь, действительно есть риски того, что если в дальнейшем будет происходить замедление американской экономики, то, в силу ряда факторов, аппетит к использованию торговых ограничений может не снизиться, а, наоборот, даже возрасти. Этот риск торговых



противостояний, естественно, переносится из прошлого года в год текущий.

Здесь сделаю небольшое отступление относительно положения России с точки зрения мировых трендов, во многом неблагоприятных. Интересно, что в плане торговой открытости, несмотря на целый ряд негативных факторов, различного рода ограничений извне и так далее, в России уровень импортного тарифа снижался — в силу, в том числе, ее обязательств по отношению к Всемирной торговой организации. По данным ВТО, средний уровень импортного тарифа в РФ сейчас где-то около 7, он ниже среднего уровня по развивающимся странам и лишь на несколько процентных пунктов выше, чем в развитых странах.

Наряду со снижением импортного тарифа Россия и страны Евразийского союза проявляли активность в создании торговых альянсов. В целом такого рода активность, в том числе, со стороны Китая и других развивающихся стран была, я бы сказал, рекордно высока. В прошлом году на мировых рынках многие не замечали, что в Южной Америке сейчас есть перспектива выстраивания панконтинентального альянса между странами региона, такого же рода инициатива возникает в Африке, в евразийском регионе реализуется целый ряд инициатив (в том числе со стороны Китая, по созданию крупнейшего интеграционного мегаблока). То есть мы видим, что, на фоне торговых противостояний между развитыми странами, развивающиеся страны начинают более активно продвигать интеграционные процессы. Это дает определенную надежду, что, по крайней мере, вот эта составляющая — открытие рынков — может дать дополнительный импульс экономическому росту для ключевых развивающихся стран.

Евгений Гавриленков. Продолжу некоторые мысли, которые здесь уже были высказаны. Хотя начну с другого. Я бы не выделял 2018 год как серьезный переломный момент. Действительно, в этом году произошли некоторые изменения,

но экономические проблемы, которые он обнажил, накапливались в течение некоего предыдущего периода. Основную разницу я вижу в том, что, в отличие от многих предыдущих лет, в 2018 очень существенную роль стала играть политика. Проблемы в торговых отношениях Америки и Китая, ситуация вокруг Брекзита... это все создает неопределенность. И отчасти является результатом тех проблем, которые накапливались в результате длительного периода количественного смягчения, начавшегося в 2008–2009 годах. Количественное смягчение, в свою очередь, привело к очень существенному увеличению неравенства, в первую очередь, расслоению даже не по доходам, а именно к имущественному расслоению. Это проявляется, в частности, в росте популярности правых националистических партий по всему европейскому политическому спектру.

И даже не обязательно в этом контексте говорить о партийности: существует беспартийное движение «Желтые жилеты», и каждую субботу мы наблюдаем, какие события оно инициирует в одном хорошем европейском городе. Причем жилетное движение перекинулось было и на Португалию, несмотря на то, традиционно эта страна является крайне спокойной и не очень подвержена протестным настроениям. Во многих странах люди с имущественным положением ниже среднего очень-очень недовольны происходящим...

Или, например, американский президент, цитируя или упоминая международные договоры, достигнутые прежде, использует термин «делка» («это была плохая сделка, мы ее заменим на новую»), совершенно подменяя сущность международного договора, его природу. Политика стала играть, к сожалению, более важную роль. Все это создает неопределенность.

В период количественного смягчения массовый спрос искусственно простимулировали низкими ставками, но показывать прежние высокие темпы роста потребления на фоне увеличившегося объема долга уже не получается даже при

низких ставках. Поэтому инвесторам (в широком смысле), которые в результате десятилетия мягкой денежной политики накопили еще больше денег, не очень понятно, куда можно инвестировать в условиях, когда уверенно растущего массового спроса нет, а на рынках присутствует волатильность.

И, на мой взгляд, та коррекция в США на рынках, которая уже произошла, происходит и будет еще продолжаться какое-то время, начинает влиять на экономическую динамику. У людей с довольно высоким достатком, которые считали, что имеют серьезные сбережения, потребительское поведение сейчас меняется: они становятся более осторожными, видя, что их инвестиции в акциях, в облигациях как-то съеживаются. Мы явно увидим торможение роста экономики в целом.

Если вернуться от политики к макроэкономическим показателям, здесь я бы все же отметил некоторые достижения Америки, а также и новые риски. Некоторое снижение налогового давления, о котором уже упоминалось и которое способствовало ускорению экономического роста, приведет к гигантскому дефициту бюджета — и не только бюджета. Если мы на время забудем про проценты ВВП (для международных сопоставлений это не всегда бывает корректно), а посмотрим на номинальные балансы счета текущих операций крупнейших стран, то увидим, что в Америке дефицит этого баланса растет устойчиво: он немножко съехался в 2009 году, когда сжалась сама экономика, а дальше начал расширяться — в меньшей степени в процентном отношении к ВВП, но в номинальном долларовом выражении он увеличивается очень-очень существенно.

Возникает вопрос — а кто этот дефицит сможет финансировать? Раньше таких охотников было больше, как минимум, существовало две крупные экономики (я бы здесь, кстати, говорил не о странах, а скорее о моновалютных образованиях, в первую очередь имея в виду еврозону, Китай, Америку как три мощных эконо-

мических образования с едиными валютами). В 2007, 2008, 2009, 2010 годах у американской экономики было два основных кредитора: Китай и Япония, у которых счет текущих операций в номинальном выражении сводился с существенным профицитом. У Японии он более-менее сохранился в том же самом номинальном выражении и в настоящее время. Но у Китая (который внес существенный вклад в изменение мирового экономического ландшафта) он не то чтобы исчез, но снизился до уровня примерно 0,6% китайского ВВП. Китайский профицит бюджета сжался. И Китай уже в принципе не может быть мощным кредитором американской экономики.

Наверное, все заметили, что еще не далее, как три года назад американские власти обвиняли Китай в том, что он манипулирует курсом своей национальной валюты. А сейчас такого уже никто не говорит. Несмотря на то, что сам курс доллар/юань существенно не изменился. Это опять-таки политика. И даже словесные интервенции по поводу того, что кто-то играет по правилам, а кто-то не по правилам, — они, к сожалению, мешают пониманию ситуации и принятию инвестиционных решений.

Итак, Китай как кредитор американской экономики — уходит. Япония как потенциальный кредитор Америки сохраняется. Кроме того, в 2018 году чуть-чуть повысилась роль Саудовской Аравии. Но надо вспомнить, что она входила в четверку основных кредиторов США лет 10 назад, когда цены на нефть были высокими; потом два года подряд в 2015 и 2016 годах у Саудовской Аравии был небольшой дефицит счета текущих операций, сейчас он еще немножечко увеличился. Вот и все основные традиционные кредиторы США, собственно говоря. Кардинальным изменением последнего времени является то, что образовался гигантский профицит счета текущих операций у Европы, у еврозоны в первую очередь.

Отсюда — основная интрига будущего. Есть, с одной стороны, глубоко

дефицитная американская экономика (причем в этом году дефицит явно увеличится). И есть, с другой стороны, весьма профицитная европейская экономика (по абсолютному значению профицит счета текущих операций еврозоны в 2013–2018 годах был почти равен американскому дефициту). То есть, Европа останется на ближайшее время основным потенциальным кредитором Америки. Что это означает? Это означает, что опять на главные роли выдвигается политика. Мы будем слышать многочисленные речи о том, что надо покупать американский газ, надо платить за американские военные базы и военную технику, надо увеличивать военные расходы. Думаю, политического шума (заявлений о том, что надо отказываться от прежних «делок» и заключать более выгодные, обвинений в том, что кто-то играет не по правилам ВТО и т.п.) будет много. Этот год, на мой взгляд, будет существенно хуже, чем прошлый, потому что есть фундаментальная проблема: нерешенность основного вопроса о том, как «распределять обязанности» между союзниками по уменьшению дефицита торгового баланса и кредитованию экономики США.

Особенно важно здесь понимать, что рынки думают по поводу дальнейшего роста ставки ФРС. Если еще летом 2018 считалось, что возможны даже три повышения, то сейчас все больше наблюдателей склоняются к мнению, что повышения может не быть вообще. Может быть, случится один шаг на 25 базисных пунктов, а может быть, его и вообще не будет — если смотреть разные консенсус-прогнозы. Так или иначе, но это означает, что доллар остается и останется единственной валютой, которая удобна не только для взаимных расчетов, но и для инвесторов. Другой такой валюты в принципе нет. Во многих банках по активам, номинированным в евро, сейчас можно получать даже отрицательную доходность: банки берут fee просто за то, что инвестор держит депозиты в евро.

Так что доллар будет оставаться наиболее популярной валютой, никуда от этого не деться. Но повышать процентную ставку, делая вложения в американские бумаги еще более привлекательными, уже рискованно. Мы видим торможение роста в американской экономике, видим объемы выданных там кредитов и объем накопленного долга. Если ставки будут повышаться, то долговая нагрузка и нагрузка на текущие доходы начнет увеличиваться, а это ведет к дальнейшему торможению экономического роста.

Соответственно, мое ощущение таково, что макроэкономические рычаги стимулирования собственной экономики у Америки близки к исчерпанию. Сейчас процессы переходят в политическую плоскость, и мы будем слышать еще больше нехороших заявлений разного рода, будем наблюдать гораздо более существенную волатильность на рынках и существенное торможение мировой экономики. России в этом смысле придется сложно.

Основная проблема, напоминая, состоит в том, кто будет готов (или кого заставят) кредитовать американскую экономику и покупать больше американских товаров.

Ирина Слюсарева. Тут уж, скорее, вопрос не в желании или готовности...

Евгений Гавриленков. ...а в способах, да.

Егор Сусин. В принципе, все фундаментальные проблемы мировой экономики какими были, такими остались. Они были и раньше, но в той или иной мере сглаживались действиями правительства и центральных банков. Причем существовало достаточно много инструментов сглаживания. Сейчас возможности поддержки становятся значительно более ограниченными — и монетарные, и фискальные.

В 2018 году начало происходить осознание, что накоплена критическая масса проблем и они не решаются. О самих проблемах говорили и год назад, мне кажется. Но массовое переосмысление их масштаба и совокупности еще только происходит.

Ярослав Лисоволик. Евгений Евгеньевич затронул очень интересную тему.



Считается, что глобальные дисбалансы в 2008 году сыграли ключевую роль при возникновении мирового кризиса. И мы видим, что по ряду параметров (в том числе, в отношении объема дефицита бюджета США) эти дисбалансы не только никуда не уходят, но могут расти дальше. Здесь возникают определенные дополнительные риски, связанные с тем, что, безусловно, доллар остается краеугольным камнем и одним из ключевых факторов мировой экономики на долгое время. Но будет ли это положение неизменным? Наверное, в краткосрочном плане оно не будет меняться радикально. Но именно в прошлом году дискуссия относительно дедолларизации расчетов, относительно отхода от доллара впервые вышла за рамки узко российского обсуждения, расширившись на такие серьезные центры мировой экономики, как Европейский Союз, который всерьез обсуждал вопросы дедолларизации расчетов и более активного использования евро.

Не секрет, что в прошлом году российский Центральный банк очень серьезно поменял структуру своих валютных резервов в сторону увеличения доли евро и юаня за счет доли доллара. Мы видим определенные события, которые, накладываясь на проблему, о которой говорил Евгений Евгеньевич, могут начинать приобретать кумулятивно растущую значимость.

Евгений Гавриленков. Сделаю короткий комментарий. Когда мы говорили о денежной политике, то не особо упоминали Европейский Центральный банк, говорили главным образом про ФРС.

На мой взгляд, почему еще в обозримом будущем от доллара никуда не деться, несмотря на все усилия поменять формат торговых расчетов между странами? Хотя уменьшение роли доллара, возможно и будет происходить, но очень постепенно. Но все равно с точки зрения инвестора держать деньги в евро не всегда удобно. И Европейский Центральный банк вряд ли в обозримом будущем что-то сможет с этим сделать,

как-то поменять свою политику. Потому что европейская система — очень сложная, страны очень разные, и подобрать универсальную, комфортную для всех этих стран денежную политику очень сложно. Есть страны с повышенной инфляцией, где уже давно пора было бы иметь более высокую ставку, на другом конце еврозоны есть страны, где годовая инфляция по-прежнему существенно ниже 1%. Если инфляция на одном конце 3,6–3,7%, а на другом — 0,7%, то выбрать адекватную политику очень и очень непросто. Я уж не говорю о том, что и темпы роста тоже везде разные.

В этих условиях Европейский Центральный банк будет много говорить, но мало делать. Это означает, что, в общем-то, хранить в долгие деньги в евро по-прежнему будет крайней неудобно. Рассчитываться в евро будет можно, но инвесторам и держателям этих денег более чем на два-три месяца все равно придется их куда-то переводить — в US трежерис или еще куда-то.

Ирина Слюсарева. Они же хотят провести пересортицу: создать еврозону первого сорта, второго сорта...

Евгений Гавриленков. Вначале надо решить вопрос с Великобританией. **Максим Ачкасов.** Хотел бы добавить несколько слов по поводу дисбаланса в мировой финансовой системе.

Коллеги говорили о ситуации 2017–2018 годов, но по моим ощущениям, негативные тенденции в мировой финансовой системе начали складываться гораздо раньше, начиная примерно с 2012 года, в результате политики ультранизких процентных ставок. Когда рекордное количество центральных банков удерживали процентные ставки на рекордно низком уровне рекордное количество времени, возникло два момента, которые меня как инвестора очень напрягают.

Во-первых, это возникновение очень большого финансового рычага в финансовой системе. На сегодняшний день на 1 доллар реальных активов в финансовой системе обращается при-

мерно 3–4 доллара, вложенных в финансовые инструменты. Возьмем, например, ипотечную компанию, которая предоставляет ипотечные кредиты населению. Есть конкретный актив, под который выдается ипотечный кредит. Кроме того, ипотечной компанией выпущены акции, облигации, на рынке обращаются соответствующие производные инструменты: опционы, фьючерсы и т.д. Тенденция на самом деле очень опасная, потому что в результате возможной проблемы с базовым активом проблемы возникают во всех инструментах. Это первый момент.

Второй момент — это то, что в текущем бизнес-цикле в результате рекордно низкого уровня процентных ставок возникли достаточно опасные спекулятивные финансовые инструменты, которые при рыночных условиях инвесторам категорически нельзя было покупать. Из-за того, что процентные ставки были низкими, внимание инвесторов привлекала любая доходность выше средней. В результате инвесторы были вынуждены снизить свои требования к риску, снизить свои требования к качественному отбору финансовых инструментов. И что мы видим сегодня? Сейчас, например, в сегменте корпоративного долга 48% корпоративных облигаций инвестиционного уровня (Investment Grade) обладают рейтингом «BBB» а это на самом деле лишь один уровень выше мусорного рейтинга. В результате возможного снижения темпов мировой экономики этот сектор может стать искрой, из которой в будущем возгорится потенциальный кризис.

И последнее, к тезисам, которые обсуждали коллеги, я хотел бы добавить последний факт, касаемо дисбаланса в финансовой системе. Для протокола: на сегодняшний день 25% мировой экономики оперируют при негативных процентных ставках. Соответственно, объем облигаций, которые торгуются с негативной доходностью, сегодня составляет 8,3 трлн долларов США. Это, достаточно опасные цифры, я бы сказал.

Ирина Слюсарева. Если формулировать в самом общем виде, то участники

нашего обсуждения, оперируя разными данными, констатировали одно и то же: в финансовой системе накапливаются риски. Наблюдается замедление темпов роста ключевых экономик мира (США, еврозоны и Китая).

Каковы же могут быть сценарии наступившего года и что это означает для экономики России?

Максим Ачкасов. Здесь поддержку тезиса, что главная интрига 2019 года для фондовых рынков — возможный пересмотр денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы США, то есть возможная пауза в повышении процентных ставок. Глава ФРС, если не ошибаюсь, в первой половине января высказался за то, что Федеральная резервная система будет прислушиваться к рынкам, то есть дал обнадеживающий сигнал. Это привело к небольшому отскоку на рынках акций, небольшому ралли.

По моему ощущению, самой плохой вариант для фондовых рынков в 2019 году будет заключаться в том, что Федеральная резервная система продолжит повышение ставок, не обращая внимания на рынки. Как это было в 2008 году, если не ошибаюсь, когда ФРС вначале совершала действия в области денежно-кредитной политики, а потом глава Федеральной резервной системы звонил главам крупных банков и пытался получить от них обратную связь, узнать, что же банкиры считают по этому поводу. Это первый момент. То есть, главная интрига — это возможная пауза в повышении ставок.

Второй момент, который будет оказывать влияние на фондовые рынки, на мировую экономику — это продолжение существенного замедления темпов роста мировой экономики. В этом контексте меня особенно тревожат два фактора. Во-первых, опережающие экономические индикаторы 34 стран ОЭСР опустились до худшего уровня, начиная с 2011 года. Во-вторых, индексы промышленного производства всех стран в 2018 году находились в продолжающемся негативном тренде.



Факторы, которые будут ключевыми, которые определяют развитие экономики в 2019 году, — это, во-первых, как сказал Евгений Гавриленков, направление движения доллара США. На сегодняшний день большинство экспертов и валютных стратегов склоняются к тому, что доллар США остановит рост и, может быть, начнет падение. В 2018 году доллар США вырос на 4,4% (индекс DXY) в отношении корзины основных валют. Последствия для развивающихся рынков, в том числе для России, были драматическими: рубль упал на 20%, некоторые валюты развивающихся рынков упали больше, чем на 12% и так далее. Акции и облигации упали. Любая пауза в росте доллара США или разворот тренда будут очень позитивно восприняты, поддержат цены на сырье — и это поддержит развивающиеся рынки. На сегодняшний день общемировой объем долларовых кредитов вырос с 5,8 трлн долларов в 2009 году до 11,4 трлн долларов в настоящее время. Треть этой суммы — 3,7 трлн долларов — ушла на развивающиеся рынки, то есть их долларовая задолженность увеличилась, по сути дела, в два раза. Поэтому если рост доллара США продолжится, для развивающихся рынков это будет катастрофично. Если будет пауза, рынки немного вздохнут.

Ну, и последний момент, который, я считаю, окажет большое влияние на рынки в 2019 году, — это государственное стимулирование экономики Китая. Как уже сказали коллеги, темпы роста китайской экономики упали до уровня, который неприемлем для правительства Китая. Прогнозы на второй квартал 2019 года таковы: темпы роста ВВП составят 5,9% перед тем, как, может быть, произойдет отскок. Нужно заметить, что правительство Китая уже достаточно мудро отреагировало на замедление экономики: было проведено два снижения резервных требований для банков, были вербальные интервенции в семидневном РЕПО, в некоторых сегментах экономики были снижены налоги, произошло уме-

ренное, контролируемое ослабление курса валюты. Эти действия уже потихоньку начинают отражаться на экономике. Так, например, индекс промышленного производства в четвертом квартале 2018 года вырос на 5,7% вместо ожидаемых 5,3%. В 2015 году стимулирование экономики Китая спасло развивающиеся рынки.

В 2019 году агрессивного стимулирования ожидать не следует, но любое продолжение стимулирования окажет позитивное влияние как на мировую экономику, так и на фондовый рынок. **Егор Сусин.** Относительно 2019 года у меня очень смешанные ожидания. И в этот раз не очень позитивные, хотя обычно я все-таки позитивно смотрю на процессы. Потому что, с моей точки зрения, в системе присутствует огромный объем политических рисков, которые могут создать очень негативные экономические и рыночные эффекты.

Да, сейчас в торговых войнах Китая и Соединенных Штатов возникла некая пауза, но до 1 марта не так далеко, и, в общем-то, вряд ли мы увидим действительно качественные решения. Хотя Китай заинтересован в том, чтобы оттягивать и растягивать этот процесс. Но он даже не исходит из того, что торговые взаимоотношения улучшатся, он лишь стремится сделать процесс постепенным, более спокойным, то есть адаптироваться к ситуации более эффективно. Но даже представители Китая не исходят из того, что решение будет найдено, потому что слишком уж велики расхождения с США.

Кроме того, в марте — Брексит. Кроме того, март-апрель — это возвращение к санкционной повестке: это касается Ирана, это касается России. Сейчас инструмент санкций начал использоваться как одна из мер реализации политических и экономических целей. И здесь предстоят достаточно сложные ситуации.

Пересмотр монетарной стратегии Федерезерва — тоже очень важная история. Бюджетный кризис в США и политический кризис в США — это по вре-

мени также весна. Меня период весны очень сильно сейчас напрягает, потому что слишком много событий аллоцировано в очень узком временном горизонте. Событий, которые вряд ли найдут решения и которые на данный момент просто отложены. Вот этот момент сильно беспокоит.

Относительно Китая: в 2018 году в этой стране происходила очень интенсивная, я бы сказал, национализация экономических проблем. Потому что Китай существенно нарастил фактический дефицит бюджета, существенно наращивает именно прямые государственные заимствования, не квазигосударственные. Китай, как здесь очень правильно было сказано, фактически выходит из состояния мирового нетто-кредитора, в первом полугодии 2018 у него вообще было отрицательное сальдо текущего счета, а в целом по году сальдо текущего счета ухудшается. Частично ухудшение текущего счета случилось вследствие высоких цен на нефть во второй половине 2018 года, но в любом случае тенденция здесь негативная.

Вполне возможно, что в 2019 году Китай выйдет в состояние нулевого или отрицательного текущего счета. Во-первых, торговое противостояние с Соединенными Штатами ухудшает экспортные возможности Китая; во-вторых, очень значимым фактором являются относительно высокие цены на энергоресурсы, потому что Китай фактически стал крупнейшим нетто-импортером нефти, энергоресурсов в целом — и продолжает наращивать импорт. В последние месяцы он импортировал нефть очень интенсивно. И, конечно, фактор цен на энергоресурсы в последнее время влияет на него достаточно значимо. Китайское правительство уже снизило свои аппетиты, они уже сейчас ожидают роста не в 6,5%, а в 6,0–6,2%. В любом случае тенденция — на замедление, при том, что меры по стимулированию только увеличились.

В Китае идет реформа подоходного налога, которая приводит к тому, что доходы

бюджета от подоходного налога практически обнулятся, поскольку поднимается нижняя планка налогообложения. Мы видим, что по ряду направлений Китай сейчас очень много ресурсов направляет на стимулирование потребления, внутреннего спроса. Но это с одной стороны, а с другой стороны, имеет место дефицит бюджета и необходимость заимствований. Когда экономика была нетто-кредитором — это одна была ситуация, сейчас ситуация меняется. Потому что если Китай перестает быть регионом с избыточным финансовым ресурсом, с большим текущим счетом, то фактически он начинает нуждаться в привлечении внешних ресурсов или, как минимум, их концентрации и консолидации. Поддержка экономического роста становится для него более сложной задачей при тех темпах роста, которые есть, и при той внешней конъюнктуре, которая складывается.

Европа — крупнейший на данный момент нетто-кредитор, единственный регион, который имеет большое положительное сальдо текущего счета, но в последние несколько месяцев ситуация здесь интенсивно ухудшается за счет торговли.

Если брать США, здесь двойная ситуация: с одной стороны, есть существенное улучшение нефтяного баланса. Общее сальдо торгового баланса, текущего счета не сильно ухудшается, потому что чистый импорт нефти постепенно сокращается. Америка перестает быть потребителем энергоресурсов в чистом виде, она становится нетто-экспортером. Но по всем остальным позициям, — если брать нефтепродукты сальдо торгового баланса, — то здесь дефицит, причем рекордный, и по сравнению с 2008 годом, и исторически.

Это создает в сложных политических условиях очень большие риски и очень большой интерес к использованию фактора энергетической независимости для продвижения своих интересов, потому что это конкурентное преимущество, так или иначе. В той или иной

мере энергонезависимость для Америки сейчас — конкурентное преимущество. Вопрос в том, как будет использовано это преимущество, потому что Европа, Китай, Индия, Япония, Корея — это нетто-импортеры и это основные экономические конкуренты. В условиях ухудшения политических взаимоотношений и обострения ситуации в международной торговле, это, конечно же, становится одним из факторов риска. Этот фактор недооценен, пока не очень понятно, как этот инструмент будет использоваться при выстраивании международных торговых взаимоотношений. Но, безусловно, это инструмент влияния.

В целом 2019 год для меня выглядит годом достаточно большой неопределенности и очень высоких рисков. Есть много событий, которые могут стать «черным лебедем», который действительно прилетит и создаст ситуацию, непредсказуемую ни для рынков, ни для экспертов. Комплекс тех рисков, который накопился и транслируется в 2019 год, очень велик. Вот, наверное, так. **Ярослав Лисоволик.** Да, если говорить о рисках 2019 года, то значительная часть уже накопленных в мировой системе рисков остается (та же геополитика, тот же американский госдолг). Но к ним прибавляется сейчас опасность замедления ключевых центров мировой экономики, что дает дополнительные риски уже не просто для количественных параметров экономического роста, но и для качественных параметров.

Замедление мировой экономики, экономики США очень вероятно, учитывая то, что резервы стимулирования, в том числе бюджетного стимулирования экономики действительно исчерпываются. У еврозоны есть свои проблемы — с Брекситом, с высокой задолженностью стран Южной Европы. У Китая тоже очень много проблем, о которых уже говорилось. То есть фактически любой ключевой центр мировой экономики сохраняет значительный потенциал риска. Из любого центра мировой экономики генерируются

достаточно мощные импульсы для роста волатильности на рынках.

В этих условиях замедление мировой экономики является фактором, который может не облегчить, а, наоборот, обострить проблемы торговых ограничений. Валютное противостояние, конкурентная девальвация валют (что, собственно говоря, мы уже видели на протяжении предыдущих лет) тоже может дать импульс более высокой валютной волатильности на рынках.

Замедление мировой экономики — фактор негативный и для развивающихся рынков. Потому что, если инвесторы видят замедление, если они испытывают опасения по поводу того, как ответят игроки (в том числе регуляторы) на возможные события в мировой экономике, это может негативно сказаться на аппетите инвесторов к риску, к активам развивающихся рынков.

Ну, и с точки зрения сырьевых рынков замедление темпов экономического роста мировой экономики — это негативный фактор со стороны спроса. Для России фактор сырья остается значимым. Сколько бы мы не говорили о том, что сырьевая зависимость снижается, в том числе по рублю, для нас фактор сырьевых рынков остается чрезвычайно важным. Замедление мировой экономики будет негативно влиять на развивающиеся рынки, в том числе на российский рынок. Помимо эффекта оттока капитала.

Если мы входим в полосу замедления мировой экономики, то возникает необходимость генерировать совместные, с вовлечением целого ряда стран, меры по выходу из кризиса. Так было в 2008 году, когда при посредничестве МВФ фактически генерировался дополнительный стимул, который давал дополнительные возможности преодолеть спад. Сейчас я вижу меньше предпосылок для того, чтобы страны действовали сообща. Мы видим переход от многосторонних и региональных форматов взаимодействия — к двусторонним или (даже чаще) односторонним. Борьбу с замедлением страны

будут вести, наверное, не столько совместно, сколько поодиночке, что ограничивает возможности для более эффективного преодоления негативных явлений в мировой экономике. Ну, и, конечно, у многих стран, которые уже прошли через предыдущие волны кризиса и волатильности, осталось меньше резервов (по сравнению с предыдущими периодами) для борьбы с экономическим спадом.

Поэтому соглашусь со своими коллегами, которые оценивают 2019 как год более существенной неопределенности и более ограниченного пространства маневра для большинства стран — в плане ответных мер на возможные кризисные явления.

Евгений Гавриленков. Про Россию мы сейчас уже говорим? Или еще нет?

Ирина Слюсарева. Ярослав фактически уже начал потихоньку смешивать оба формата, так что да, переходим к обсуждению российских дел, параллельно обсуждению мировой ситуации.

Евгений Гавриленков. Тогда продолжим обсуждать глобальную ситуацию, и, может быть, дополним то, что уже говорилось мной и коллегами по поводу торможения экономического роста. Настроения инвесторов меняются достаточно быстро. Наверное, даже к моменту выхода из печати материалов нашего диалога ситуация на рынке будет уже несколько иной. Могу просто привести пример того, с какой скоростью менялись ожидания по поводу процентной ставки США, что происходило с кривой доходности за предыдущие несколько месяцев. Еще в конце прошлого года и в начале нынешнего года ряд крупных западных банков предлагал в коротком сегменте депозитов довольно приличную ставку. Буквально за последние 2–3 недели, к середине января, ставка была снижена примерно на 25 базисных пунктов! Это говорит о том, что ожидания доходности, ожидания повышения ставки существенно «притоптались». И действительно американская кривая доходности стала более плоской. Сейчас 30-летняя бумага — это 3,05–3,06% доходность, в

сегменте средней срочности кривая инвертирована, и когда еще и на коротком конце месячной бумаги доходность составляет 2,45–2,46%, то повышать ставку, делая эту кривую еще более плоской, становится очень-очень опасно.

Про Евросоюз я уже говорил. Ситуация вокруг Брекзита может поменяться буквально за месяц-два-три. Это означает, что регуляторы, скорее всего, на ближайшие несколько месяцев замрут, не будут принимать никаких действий. Не думаю, что в этих условиях будет наблюдаться повышенная волатильность в валютах. По крайней мере, пока не появится четкое понимание, что происходит с экономическим ростом, во что эволюционируют геополитические дебаты и внутренние дискуссии в отдельных странах, но потом курсы валют начнут двигаться. Коллеги говорили про большие объемы инструментов с отрицательной доходностью. В принципе, наверное, это естественно, потому что если мы говорим о глобальных инвестициях, кто-то может с удовольствием держать бумаги под отрицательную ставку минус 0,5–0,25, ожидая, что курс валюты, в которой номинированы эти активы в итоге сдвинется...

Ирина Слюсарева. Но зачем держать убыточные активы, да еще с удовольствием?

Евгений Гавриленков. Можно держать активы в иенах, скажем. Курс иены ходит более самостоятельно относительно других валют, причем порой весьма существенно (и укрепляется и ослабевает), и такого рода инвестиции вполне возможны. Йена в последние годы стала, своего рода, safe heaven, куда порой идут финансовые ресурсы в случае обострения ситуации (экономической или политической). Но я бы не сказал, что наблюдают какие-то очень уж резко отрицательные доходности. Они есть, безусловно, но все равно они вряд ли превышают пороговое значение 0,5%, примерно так. Это тоже замечают ощущение, что пока все замерли, и в ближайшие месяцы резкого движения валютных курсов в не

будет. Уместно, правда, в этой связи напомнить, что и в начале 2008 года многие российские игроки прогнозировали, что Индекс РТС (он был тогда на уровне 2200–2300) дойдет до значений около 3000. Но не получилось... Ожидания рынков и аналитиков всегда таковы, что надо покупать-покупать-покупать, а если потом что-то случилось, так ведь это не по нашей вине.

Егор Сусин. Но так работают все рынки, не только наш.

Евгений Гавриленков. Спорить не о чем: весь asset management именно так и работает. Вначале надуваем-надуваем рынок, получаем комиссию; потом, когда рынок падает — ну что делать, ну какое-то время не получаем комиссию. (Смех). Вернее, performance fee не получаем, однако management fee все-таки получаем. Это естественное состояние рынков — быть более оптимистичными, чем диктует общее состояние дел.

К чему я это говорю? К тому, что ожидания роста мировой экономики все-таки были завышены. Если мы посмотрим на статистику, то в третьем квартале 2018 (год к году) прирост американского ВВП составил 3%. Нормальны и устойчивы такие темпы для Америки? Думаю, что ненормально, особенно при том уровне долге, который аккумулировался. Во втором квартале — 2,9%. Нормально это? Ненормально. Причем в течение первых трех кварталов наблюдалось явное ускорение роста. Когда мы видели, что в конце 2017 года еврозона ускорялась (прирост ВВП составил 2,7–2,9%) — наверное, в этом тоже была некая аномалия, если учитывать весь комплекс существующих в Евросоюзе реальных серьезных проблем. Сейчас мы тоже наблюдаем некий пережест, только уже в другую сторону. Статистика по четвертому кварталу в Европе будет очень-очень вялой: промышленность показала минус 5,1% ноябрь к ноябрю. Наверное, немецкий ВВП в целом по итогам года вырастет на 1,4–1,5% максимум. Это очень мало:

в 2017 году было 2,5%. Иными словами, имеют место различные пережесты: вначале завышенные ожидания по росту, в Америке — на фоне избрания Трампа, еще каких-то факторов... В Европе — свои иллюзии...

Может быть, к середине или концу года все-таки наступит определенность, что-то будет (так или иначе) понятно с Брекситом, что-то (так или иначе) произойдет в отношениях Америки и Китая. Начало же года будет достаточно напряженным, но не слишком плохим: потому что все замерли. А во втором полугодии что-то начнет проясняться, как это обычно бывает. Поскольку сейчас ожидания плохие, то, возможно, реальная ситуация будет несколько лучше. Но торможение роста в любом случае будет, — тут вопросов нет, это и МВФ подтвердил в своих обновленных прогнозах, и другие международные организации.

Но что тут надо принимать во внимание. Да, 3% роста, которые мы видели в США, — это аномалия. Но точно так же и Китай не может все время расти темпами 6–7%, торможение его экономики — явление совершенно естественное. Попытки стимулирования там возможны, но на ограниченном отрезке времени и не всегда эффективно. Помимо центрального правительства, в Китае есть и региональные власти, которые ведут себя не всегда ответственно с финансовой точки зрения. Центральные китайские власти сейчас отчасти пытаются решить проблемы забалансовых долгов региональных властей, что тоже создает определенную напряженность — и будет продолжать ее создавать. Поэтому торможение в Китае, на мой взгляд, как раз является процессом более здоровым, более естественным. Нездоровым следует признать только наличие больших дисбалансов и интригу в отношении того, кто будет (как мы уже говорили) кредитовать Америку или снижать ее внешнеторговый дефицит.

А относительно России, если коротко сказать... Россия здесь стоит в очеред-



ной раз особняком. Все мы наблюдали, как Китай (коллеги об этом говорили), видя торможение с 6–7%, допустим, до 6,5%, начинает задумываться о стимулировании. Там обсуждалось снижение подоходного налога для малого бизнеса, налога на добавленную стоимость (на каких сегментах его немножечко поменять, чтобы стимулировать потребление). Америка понизила налоги еще раньше. А Россия налоги поднимает.

Внешнего государственного долга нет, профицит федерального бюджета составляет 2,7% ВВП, налицо гигантский профицит счета текущих операций — и в этой ситуации мы поднимаем налоги.

Получается, что Россия действительно становится кредитором, в 2018 году вошла в четверку крупнейших кредиторов мировой экономики (по сути, американской экономики, поскольку в целом неважно, как перераспределяются эти деньги, в итоге они перетекают в Америку). На фоне такой политики, очень осторожной, Россия живет в немножечко придуманном мире.

Если мы посмотрим на параметры бюджета (на доходы бюджета 2019 года и привязанные к ним расходы, на все эти ограничения в виде бюджетного правила, макроэкономические параметры и так далее) — то на текущий год, если мне память не изменяет, в официальной парадигме прогнозируется ВВП в объеме 105 трлн рублей примерно. Данных за четвертый квартал 2018 года еще нет, однако номинальный ВВП за этот период можно оценить. Мы уже знаем, что [совокупный ВВП] по трем кварталам прошлого года составил 74 (с копейками) триллиона рублей. Как правило, в четвертом квартале ВВП бывает на 1,5–2 трлн рублей больше. То есть, эти самые 105 или 104 трлн рублей ВВП, которые планируется получить в 2019 году, уже как бы были почти получены в прошлом году. А к объему ВВП привязываются все расходные показатели (которые выражаются в процентном отношении к ВВП), дефицит, различные финансовые

правила. Экономическая политика в результате выглядит крайне осторожной.

Я понимаю, есть угроза снижения цены нефти. Но надо не забывать, что инфляция на этом фоне тоже не будет особенно высокой. Кстати, инфляция в тех трех моновалютных зонах, о которых я вначале говорил, упала ниже 2%: в еврозоне в конце 2018 года ее значение составляло 1,5–1,6%; в США — 1,9%; в Китае — тоже 1,9%. Налицо явные признаки замедления — и экономического роста, и инфляции; повышать ставки при тормозящей экономике и падающей инфляции не имеет смысла. Так что, наверное, этого не будет.

Россия себя ведет диаметрально противоположно. Она аккумулирует довольно приличные золотовалютные резервы, проводит интервенции на валютном рынке (Минфин руками Центрального банка), существенно искажая ситуацию на денежных рынках, когда процентная ставка и ее роль становится менее значимой, поскольку есть прямые вливания ликвидности (количественные, условно говоря, меры путем покупок валюты). Это порождает внутреннюю неопределенность, в этих условиях принимать решения сложно. Поскольку бюджетное правило требует регулярных покупок валюты при повышенной цене нефти (если это действительно «правило»), но правительство фактически от этой регулярности иногда отказывается, как это случилось в октябре-декабре 2018 года, когда властям не понравилось движение курса рубля.

Внутренний спрос тоже тормозится. Ставка высокая. По потребительским кредитам ставка за прошлый год понизилась, но сейчас этого движения уже нет, при этом несколько вырос общий объем долга. При умеренном росте доходов в российской экономике опять возникают те же проблемы, как в 2012–2013 годах, когда обслуживание и погашение накопленных ранее долгов начинает придавливать потребительский спрос. И начинается торможение.

Сейчас мы вышли (хотя более медленно, не так резко, как тогда) на ту же самую траекторию. Россия явно тормозится. Явное торможение по всем показателям, в промышленности особенно, на фоне всех внешних проблем — торможения глобальной экономики, торможения всего экономического цикла ...

Хотя мы вроде бы решили в самом начале не обсуждать национальные проекты, но растет уверенность, что России ничего не останется, как переходить к мерам государственного стимулирования экономики, в той или иной форме. На мой взгляд, заложенные в бюджет расходы на 2020 год явно будут увлечены, когда он начнет верстаться. Потому что номинально все цифры изменились. Существенно изменились и ВВП, и собираемые налоги, и от нефтяного сектора бюджет уже получает свыше 10 трлн рублей, хотя изначально в федеральном бюджете планировалось менее 9,8 триллионов. Все эти факторы совокупно уже создают другую номинальную базу. Думаю, что в этих условиях будут даже приняты решения по некоторому увеличению расходов текущего года, в середине года, как обычно. И, наверное, опять-таки заговорят о национальных проектах. Насколько они могут быть эффективны — это уже другой вопрос.

Не хочу проводить параллели, но, говоря об эффективности расходов, я всегда вспоминаю Древний Египет. Ведь пирамида — не просто нагромождение камней, усыпальница, погребение... Это сейчас так. А тысячелетия назад это был некий функционирующий «организм». Мировоззрение того времени говорило о высокого ранга) есть две ипостаси, и потом, когда он умрет, его вторая ипостась может вернуться. Для того, чтобы она вернулась, необходимо сохранить тело и поддерживать комфортные условия, т.е. человеку нужно оставить в специальном помещении все необходимое. И не просто оставить, а постоянно обслуживать: менять пищу, вино, поддерживать порядок и так далее. Со временем в государстве стало

появляться все больше и больше пирамид. Сначала существовало мнение, что возможность построить себе пирамиду имел лишь фараон, потом элиты более низких уровней тоже начали строить пирамиды. Операционные издержки страны росли, потому что одну из пирамид, как помню из истории, обслуживали 80 тысяч человек. Я не хочу проводить параллели (смех), но, говоря о национальных проектах, надо думать об эффективности и операционных издержках, а также адекватно оценивать текущую ситуацию — насколько возможны и целесообразны в принципе такого рода проекты. Например, трезво оценивать, существует ли вторая ипостась или что-то в этом роде.

Кстати, христианская мысль на начальном этапе закрепились в Александрии отчасти именно потому, что население Египта устало. Египет до поры до времени расширялся: фараоны завоевывали территории, сгоняли людей таскать камни для пирамид и обслуживать эти сооружения. А потом людям надоело, честно говоря. Когда христианство сказалось, что нет второго измерения души, умер человек — и все закончилось, то народ воспринял эту концепцию с облегчением. И в Александрии начала развиваться христианская община. А до этого, население Египта достаточно индифферентно отнеслось к вторжению персов и потом греков, которые весьма толерантно отнеслись к местным традициям.

Ярослав Лисоволик. Некоторые люди могли бы сказать, что пирамиды оказались феноменально эффективным проектом, потому что египтяне на них зарабатывают уже через тысячелетия. **Евгений Гавриленков.** Зарабатывать начали не так давно. И не так много. Империя же фараонов рухнула именно по экономическим причинам, потому что невозможно было тратить все больше ресурсов для поддержания порядка в растущем количестве пирамид. Операционные издержки превысили разумные пороги. **Ирина Слюсарева.** Как знать. Возможно, если бы для обслуживания одной пира-

миды требовалось не 80 тысяч человек, а, например, 800, то в Египте был бы нормальный рост. Вопрос эффективности. Ну что, получается, мы двинулись в сторону российской тематики. Ярослав, предлагаю высказаться по вопросу о том, какое влияние могут оказать экономические сценарии наступившего года на экономику России.

Ярослав Лисоволик. Очень тяжело переходить от Египта обратно к России, но, наверное, правильно это сделать все-таки через бюджет, верно? (Смех). Если говорить о бюджете, то, отвечая на третий вопрос (об итогах прошлого года), наверное, можно в целом сказать, что для нашей экономики он стал годом двойных профицитов. В течение прошлого года в среднем преобладали достаточно комфортные, достаточно удобные цены на нефть. Жаль, конечно, что в этих условиях, когда параметры бюджета в целом профицитные и неплохие, в плане экономического роста не было значительных достижений, надежды на инвестиционный рост все больше и больше откладываются.

С точки зрения того, какие факторы в прошлом году были знаковыми и какие могут стать важным фактором в течение этого года, какие индикаторы следует отслеживать. Вспомним эпизод конца прошлого года, когда пошел резкий спад цен на нефть (около 30%), и на этом фоне рубль показал значительную стабильность. Это является существенным изменением по сравнению с ситуацией предыдущих периодов. Останется ли эта возможность стабилизировать рубль в условиях волатильности цен на нефть? — тут необходимо ставить знак вопроса. Но бюджетное правило здесь играет определенную роль. Отдельный вопрос состоит в том, насколько бюджетное правило (и вообще система правил, которая сложилась в российской экономике) будет выдерживать тот напор и то давление, которое мы видели в течение последних лет.

Соглашусь с Евгением Евгеньевичем относительно того, что в целом в эко-

номической стратегии преобладает осторожность. Нет попыток резко, с открытым забралом изменить ситуацию в плане экономического роста, провести масштабное неконтролируемое стимулирование. Реализуется сдержанная стратегия, основанная на правилах, которые призваны скорее сдерживать риски, нежели активно стимулировать экономический рост.

Скорее всего, в течение этого года мы не увидим значительного ускорения экономического роста, нет особых надежд на резкое ускорение потребления. Со стороны денежно-кредитной политики Центральный банк обеспокоен ростом в ряде сегментов кредитования (в том числе потребительского кредитования, ипотечного кредитования), что приводит к ужесточению регулирования и (наряду с внешними рисками) сохраняет возможность повышения ключевой ставки. В плане роста доходов населения возможности бюджета тоже относительно ограничены; так что увеличение потребления вряд ли может стать ключевым фактором роста. Смогут ли запустить механизм роста инвестиций? Тоже большой вопрос, потому что здесь скорее помогли бы структурные меры, улучшение инвестиционного климата.

Ключевой вопрос сейчас — об источниках роста, об основе для ускорения. Мы видим некоторое улучшение темпов роста экспорта в ряде сегментов обрабатывающей промышленности, вырос сельскохозяйственный сектор. Но вряд ли эти факторы настолько значимы, что могут качественно переломить ситуацию слабого экономического роста. Опять-таки, помимо всего прочего, здесь важен фактор открытия новых рынков сбыта. Насколько успешно будет Россия открывать новые рынки сбыта для российских экспортеров?

Россия, как правило, показывала достаточно существенную зависимость от глобальных тенденций. Поэтому, учитывая то, что мы говорили относительно глобальных рисков, относительно пер-



спектив замедления мировой экономики, — ситуация с экономическим ростом выглядит не очень благоприятно. Если мы хотим преодолеть эту негативную парадигму, то больше надежд следует возлагать не столько на глобальные факторы, сколько на внутренние импульсы роста, внутриэкономические меры, которые могут сгенерировать ускорение.

Ирина Слюсарева. Мне кажется, сейчас в сельском хозяйстве потенциал роста почти уже исчерпан?

Евгений Гавриленков. Рост возможен только за счет углубления переработки. **Ярослав Лисоволик.** Да, в сегменте переработки продукции АПК. В плане экспорта существуют дополнительные возможности, и здесь Россия делает достаточно заметные шаги на азиатском направлении, наращивает присутствие на быстрорастущих, очень емких рынках того же Китая. Пока один из немногих сегментов российской экономики, который можно определять как успешный с точки зрения ключевых показателей — это сельское хозяйство.

Евгений Гавриленков. Если позволите, короткий комментарий именно по поводу сельского хозяйства. Тут потенциал для роста действительно существует, но он заключается в снижении субсидирования сельского хозяйства. Когда мы говорим сейчас об АПК, то в голове возникают цифры, характеризующие произведенные российским агрокомплексом объемы зерна, мяса и так далее. Но, когда считается ВВП, когда считается добавленная стоимость, произведенная в конкретной отрасли, то надо вычитать из значения полученной валовой добавленной стоимости все полученные отраслью субсидии. Сделав это, мы увидим, что, несмотря на бешеный рост производства зерна в 2017 году, добавленная стоимость в сельском хозяйстве существенно не выросла — именно потому, что сохранялись довольно существенные субсидии. Поэтому снижение субсидий должно сопровождаться повышением эффективности. Если мы

увидим такие параллельные процессы, тогда реально можно будет говорить о том, что сельское хозяйство вносит существенный вклад в экономический рост. Пока же я не вижу, чтобы ситуация менялась радикально. Просто надо не забывать о том, что зерно в тоннах и мясо в килограммах — не являются добавленной стоимостью.

Егор Сусин. Поддержку коллег: российская экономическая политика — и денежно-кредитная, и бюджетно-фискальная — в текущей ситуации избыточно консервативна, и это в немалой степени влияет на процессы. Хотя нужно понимать, что, с учетом качества существующей среды такая осторожная, очень консервативная позиция в моменте оправдана. Вопрос упирается в то, что и бюджет имеет ограниченные ресурсы и возможности, и в монетарной политике тоже существуют ограничения для попыток стимулирования экономического роста. Далеко не факт, что стимулирование приведет к улучшению динамики экономического роста. Поэтому в целом в плане прогнозов на 2019 я больше склоняюсь к тому, что если не будет значимых внешних шоков, то мы все-таки сможем показать рост в районе 1%. Но нужно понимать, что 1% (плюс-минус 0,5% к нему) роста на самом деле не решает задач, которые стоят перед экономикой. Не решает вопроса экономического роста. Движение в направлении стимулирования роста возможно. Но я не очень верю, что это приведет к существенному улучшению экономической динамики.

Да, отдельные проекты (те же нацпроекты), при условии достаточно высокой эффективности и качественной экономической оценки эффекта от их реализации, могут создать прибавку к экономическому росту, улучшить инвестиционную динамику. Но в плане создания устойчивых условий для роста решение следовало бы искать через более мягкую фискальную политику, через стимулирование экономической инфраструктуры. Я просто для

себя в свое время анализировал (было интересно), насколько влияют расходы бюджета (доля от ВВП) на экономический рост. И если брать длительные периоды, то вышло, что зависимость отрицательная. То есть чем больше доля расходов бюджета в ВВП (у разных стран, я брал только крупные страны), тем ниже средние темпы экономического роста. Исключением является отчасти Китай, но там свои нюансы, имеет место большой объем квазигосударственных расходов, которые формально к бюджету не относятся. Но в целом крупные экономики растут медленнее, если доля расходов государства у них увеличивается относительно размеров экономики.

Поэтому ключевой момент — эффективность тех проектов, которые будут реализовываться. В моменте определенный экономический рост можно обеспечить, другое дело, что устойчивым он не будет. То есть можно создать локальные факторы роста, но для того, чтобы рост был устойчивым, нужны другие условия и глубокая оценка эффективности проектов.

Поэтому в целом на 2019 год у меня взгляд не очень позитивный. Хотя и не такой негативный, как у коллег. **Егор Сусин.** Согласен. Возвращаясь к теме, какой-то экономический рост в стране все же будет, но драйверов для него немного. Потребительский сектор, с моей точки зрения, хорошо бы не стал отрицательным фактором: все-таки присутствует и более высокий уровень инфляции в среднем, и повышение налогов, и крайне слабая динамика доходов населения, и мы вошли в фазу не очень хорошей демографической ситуации с точки зрения рынка труда. Плюс выросла кредитная нагрузка. Хотя не скажу, что она выросла существенно, она не является на данный момент критически значимой, потому что одновременно с ростом кредитной нагрузки росла дюрация долга. Существенная часть прироста долга пришла на ипотеку, а это длинный долг, он базово обслуживается на длительном периоде времени, и это снижает нагрузку

на доходы, с одной стороны. С другой стороны, в целом происходил некий восстановительный рост после периода достаточно негативной динамики кредитования в секторе домохозяйств.

Евгений Гавриленков. Кредитного сжатия, конечно, не ожидается. Просто есть естественное его торможение.

Егор Сусин. Да. Есть дюрация, в 2018 году все еще продолжалось снижение средних ставок. В целом эти два фактора, так или иначе, не привели к существенному росту долговой нагрузки, если смотреть на нее как стоимость обслуживания долга относительно доходов. Существенного роста здесь в 2018 году не происходило.

Безусловно, в 2019 году рост долговой нагрузки будет, потому что и по доходам ожидания не очень хорошие, и ставки в целом перестали снижаться, и срочность среднего портфеля выдаваемых кредитов тоже начинает потихонечку снижаться. И Центральный банк отчасти прав, когда обращает внимание на этот вопрос, потому что действительно потребительский кредит, дорогой и короткий, стал расти быстрее. Рост долга также будет сдерживающим фактором для роста расходов населения и для потребления.

Инвестиционная активность. 2018 год показывает, что в текущих условиях инвестиционная активность не демонстрирует позитива. Здесь есть ряд и внутренних факторов, но есть ряд и внешних. Допустим, в 2018 году РФ погасила достаточно большой объем внешнего долга. Это, с одной стороны, хорошо для финансовой стабильности. С другой стороны, если смотреть на внешний долг как на инструмент финансирования внутренних проектов, то все-таки мы гасим относительно длинный долг, а внутренняя финансовая система такой же объем внутреннего длинного долга не генерирует. В конце года мы видели очень показательную ситуацию, когда, с одной стороны, не было проблем с валютной ликвидностью как таковой: сказались и высокие цены на нефть, и

большой приток экспортной выручки, и Центральный банк ушел с рынка как покупатель валюты. То есть, в принципе значимых факторов дефицита валютной ликвидности не было. Но имел место достаточно сильный дефицит долгосрочной валютной ликвидности. И все банки начали резко поднимать ставки по валютным депозитам не потому, что в системе нет валюты, а потому что в конце года интенсивно уходила долгосрочная ликвидность. Компании в такой ситуации были склонны выкупать свои долги, делать байбэки, и это тоже вымывало валютную ликвидность. Четвертый квартал очень наглядно это показывал.

Ирина Слюсарева. По-моему, граждане тоже забирали валютные депозиты из-за низких ставок.

Егор Сусин. Граждане не очень активно забирали. До ноября фактические ставки по валютным депозитам были очень низкими, но в ноябре-декабре они начали резко повышаться, а кто-то начал повышать их еще даже в октябре, когда в системе начал формироваться дефицит долгосрочной валютной ликвидности. Так что, с одной стороны, мы видим, что в стране нет проблем с валютой как таковой, а с другой стороны, вся эта валюта очень быстро вымывается, уходит на погашение [внешнего] долга.

Ирина Слюсарева. И граждан, желающих давать ее в долгую, не так много.

Егор Сусин. Да-да, она не уходит в сбережения. Собственно, на внутреннем рынке валюта очень сильно подорожала в конце года, несмотря на то что прямых условий для этого было не так много. Конечно, отток долгосрочной ликвидности, так или иначе, будет сдерживать инвестиционную активность. И нужно понимать, что в 2019 году этот фактор так или иначе сохранится. Это тоже не позволит активно наращивать инвестиции, стимулировать экономику с этой стороны.

Есть отдельные позитивные факторы: в сельском хозяйстве, экспорте, обрабатывающей промышленности.

Ухудшение торговых взаимоотношений между крупными игроками создает определенную емкость для других участников. Здесь определенный позитив возможен. Но в плане экономического роста он не будет достаточным, не создаст значимый эффект для экономики. Вот, наверное, так.

Ирина Слюсарева. Мне кажется, что мы все-таки увидим какие-то объемы государственных инвестиций. Но, конечно, в текущем году они будут очень сдержанными, и, вводя их, будут смотреть на эффективность.

Предлагаю, как и договаривались вначале, провести своего рода блиц по ключевым индикаторам. Какую вы прогнозируете процентную ставку и значение инфляции? К этому прогнозу каждый участник может прибавить дополнительный комментарий.

Егор Сусин. С очевидностью прогнозируется пик инфляции, который придется проходить весной. Рост инфляции спровоцирует ряд уже сложившихся и накопленных факторов: это и сезонный эффект, и низкая база прошлого года, и повышение налогов. Все-таки надеюсь, что в середине года значение инфляции останется в пределах 6%, а к концу года мы увидим инфляцию в районе 4,8–5%. Вот такие базовые ожидания. С ростом до 6% (может, чуть-чуть выше) весной.

Но это локальный, с моей точки зрения, всплеск. База прошлого года достаточно низкая, к этому будут прибавляться и курсовые эффекты, и тарифы, и повышение налогов. Все вместе это даст определенный толчок ценам, но к концу года эффект постепенно себя исчерпает, поэтому к концу 2019 года значение инфляции — 4,8–5%.

По поводу ставки. В текущей ситуации, думаю, Центральный банк не будет идти на смягчение кредитно-денежной политики. Ожидая, что ставка будет повышена до 8% и минимум до конца года сохранится. Это, с моей точки зрения, относительно оптимистичный сценарий,

потому что при худшей внешней конъюнктуре могут быть и более высокие ставки в целом. Но я все-таки исхожу из того, что экономический сценарий не будет совсем уж негативным, мы увидим еще одно повышение ставки, и далее до конца года ситуация будет заморожена, в той или иной мере.

Ярослав Лисоволик. Я скорее вижу инфляцию несколько ниже того значения, которое предполагает увидеть Центральный банк. Один из факторов — то, что влияние со стороны обменного курса не будет значительным. Я все-таки ожидаю, что рубль, продемонстрировав стабильность в конце 2018 года, окажется относительно стабильным и в новом году. Вероятнее всего, инфляция будет находиться в промежутке между 4,5% и 5%. Наш прогноз — 4,7%.

По ключевой ставке. Есть риски повышения ставки в первом квартале на фоне того, что, при наблюдаемом сейчас ускорении инфляции, увеличиваются инфляционные ожидания со стороны населения. Центральный банк, помимо этого фактора, наверное, учитывает и внешние риски. Если в течение 2019 года внешний фон нормализуется, то, наверное, можно будет ожидать снижения в самом конце года. Тогда ориентир на текущий год — ставка в пределах 7,75–8%.

Евгений Гавриленков. Скажу по поводу инфляции и ставок чуть более пространно. Во-первых, хотя Центральный банк говорит, что ключевая ставка определяет всю нашу реальность, что это печка, от которой пляшут все игроки, — но данные говорят несколько о другом. Вернусь к тому, о чем уже говорил — к возобновившимся интервенциям Минфина на валютном рынке. В ходе этих интервенций в прошлом году в систему вернулось 2 триллиона с лишним рублей. Под нулевую ставку. Это не могло не сказаться на движении цен.

Плюс надо не забывать про валютный курс доллар/рубль, безусловно. Курс очень важен для понимания того, что может произойти с инфляцией. Потому

что, хотя эффект переноса снизился, но он существует. Он не такой, каким был 5–6–7–10 лет назад. Но сбрасывать его со счета не нужно. Особенно это зависит от сезона: зимой и летом эффекты могут быть разными. Зимой эффект переноса более сильный, летом он более слабо выражен. В этом плане надо отдавать себе отчет, где курс рубля может оказаться в случае дополнительных шоков, которые могут прийти — и придут. Придут из-за санкций, связанных с правилами прохода через Керченский пролив, из-за какого-либо вмешательства России во что-либо, из-за ракет или чего угодно. Санкции — это инструмент политики, никуда от них не деться. Когда они придут, какими будут, никто не знает.

Сейчас в РФ вновь идет некоторый приток капитала, инвесторы опять покупают российские государственные облигации, но не факт, что эта тенденция на каком-то этапе снова не развернется. В моем понимании, когда мы анализируем курс, то не должны забывать: на него влияют не только традиционные связанные параметры (профицит счета текущих операций, процентные ставки). Надо не забывать, что курс ослаб осенью прошлого года, когда экономическая ситуация была, в общем, примерно той же самой, что сейчас. Изменилось только настроение инвесторов. Капитал потек в обратном направлении, и это моментально сдвинуло курс. Подобное может произойти снова, в любой момент. И куда вернется рубль?

В этих условиях он возвращается туда, где чувствует себя более устойчиво. А где ему более устойчиво?

Тут надо, конечно, смотреть на долгосрочную историческую ретроспективу, посмотреть на накопленную инфляцию за какой-то длинный временной период (не буду сейчас вникать в технические подробности, объяснять методику всех этих расчетов). Действительно, номинальный курс должен со временем поправляться на значение инфляции, не обязательно в пропорции 1:1 (с учетом



поправки на уровень долларовой инфляции), но примерно так. Так происходило и с рублем, так происходило и с турецкой лирой. В условиях высокой инфляции курс лиры не мог быть все время стабильным. Курс лиры к доллару лет десять-пятнадцать находился на относительно стабильном уровне 1,3–1,6, потом в 2011–2013 годах от подтянулся ближе к 2: в 2015 году и первой половине 2016 года можно было говорить о колебаниях вокруг уровня 3,0 лир за доллар, в конце 2017–начале 2018 годов речь шла уже о примерно 4 лирах за доллар. В августе-сентябре 2018 года на фоне временного обострения отношений между США и Турцией курс лиры касался уровня 7, но потом он опустился до 6, потом в начале нынешнего года колебался внутри диапазона 5,2–5,5.

Можно сказать, что 7 лир за доллар — это примерно тот уровень, который бы соответствовал поправке на накопленную лет за 15 инфляцию в стране. Но здесь принципиально важна еще и экономическая динамика, темпы экономического роста в стране. Когда мы говорим о российской экономике, которая растет со средним темпом 1% в год на протяжении 10 лет, то может ли национальная валюта такой экономики укрепляться в реальном выражении? Наверное, она не может укрепляться. Поэтому мы должны, помимо инфляционной поправки, делать еще поправку на отрыв нашего роста от мирового роста. То есть, в шоковые периоды курс рубля должен поправляться не только на накопленную инфляцию, но и на накопленное отставание по темпам роста. Турецкая валюта смогла скакнуть до 7 лир за доллар на фоне обострения отношений с Америкой, но потом она вернулась, потому что турецкая экономика, несмотря на все проблемы, росла существенно быстрее мировой экономики. И у лиры был соответствующий потенциал для укрепления.

Поскольку у России ситуация обратная, то, когда случается нечто экс-

тремальное, рубль возвращается в более устойчивый для него диапазон. На данный момент времени более устойчивым кажется диапазон ближе к 70 (65–70 рублей за доллар США).

К чему я это говорю? К тому, что, во-первых, эффект переноса (он может быть больше, может быть меньше) существует, недооценивать его нельзя. Есть риски новых глобальных шоков, каких именно — уж не берусь фантазировать. Капитал может утечь через полгода так же, как приток. Рубль ослабнет, и мы опять увидим повышенную инфляцию. Поэтому точного прогноза инфляции, до десятой доли процента, я сейчас сделать не берусь, никакая традиционная модель не работает. Но я бы согласился, что по итогам 2019 года она будет выше, чем в прошлом году. Не думаю, что намного выше, потому что процентная политика все-таки жесткая. Но сама эта жесткость отчасти компенсируется мягкостью политики количественного смягчения, проводимой путем покупок валюты со стороны Минфина. Это тоже порождает дополнительную неопределенность и осложняет прогнозирование.

У рубля будет повышенная волатильность, на мой взгляд, — в отличие от евро, доллара, фунта, где я ожидаю меньшей волатильности.

То есть, можно подвести такой итог: Россия показывает прекрасную статическую картину. Внешний долг с учетом рублевой компоненты ниже 30% ВВП, профицит бюджета составляет 2,7%, профицит счета текущих операций — порядка 7%. Лучше некуда. А приемлемых темпов роста нет. В то время, как весь мир показывает абсолютно другую ситуацию: все в долгах, но растут. Тормозятся, но как-то растут.

Последний комментарий — на тему ставки. На мой взгляд, Центральный банк здесь следует за рынком. Не наоборот. Если мы посмотрим на значение межбанковской ставки, то увидим: как то же (с начала 2017 года) начали проводиться валютные интервенции,

RUONIA сразу опустилась существенно ниже уровня ключевой ставки ЦБ. Хотя до этого они обе шли относительно рядом. Теперь же мы видим между ними разрыв примерно в 25–50 базисных пунктов, в зависимости от месяца. RUONIA теперь ниже ключевой ставки ЦБ вот на такую величину. Понятно, что значение ставки RUONIA меняется ежедневно, в то время как Центральный банк пересматривает свою ключевую ставку раз в несколько месяцев. Поэтому Центральный банк действует в тот момент, когда значение ставки RUONIA подтягивается к значению ключевой ставки. Если наложить одну картинку на другую с месячным-двухмесячным лагом, то мы увидим, что не ЦБ определяет значение ставки RUONIA, а, напротив, RUONIA толкает процентную политику. **Максим Ачкасов.** Можно мне задать коллегам вопросы в отношении комментариев, сделанных ими относительно России? Будучи инвестором, я всегда выстраиваю вероятные сценарии развития событий на основании ваших прогнозов...

Евгений Гавриленков. Успешно?

Максим Ачкасов. В прошлом, по крайней мере, было успешно. Вопрос следующий. С 1994 года по сегодняшний день ключевым фактором, который влияет на ликвидность развивающихся рынков, на доходность основных инструментов (валюты, акций, облигаций), всегда была денежно-кредитная политика США. То есть, начиная с 1994 года, корреляция между денежно-кредитной политикой США и доходностью основных активов на развивающихся рынках была больше 80%. Сегодня, сейчас я ощущаю, что влияние этого фактора на Россию существенно снижается. Несмотря на то, что доля нефти и газа в экспортной выручке сократилась существенно (она сейчас составляет меньше 50%). Но все-таки влияние денежно-кредитной политики США остается ключевым. Мой вопрос: прав ли я в моих оценках? И какой вы видите на сегодняшний день корреля-

цию между денежно-кредитной политикой США и доходностью инструментов российского рынка?

Егор Сусин. Мне кажется, эта корреляция существенно снизилась, и, в общем-то, по вполне объективным причинам. Это видно и по внешнему долгу, это отражается и в оттоке капитала, и в погашении внешнего долга. Безусловно, доходность американских гособлигаций является базовой в любом случае. Но спред, который был у российского рынка с американским, постепенно снижается. В последнее время он был относительно невысок, если учитывать все действующие факторы и разницу в инфляции. Если в качестве меры риска брать, допустим, CDS и дисконтировать российскую ставку по CDS на разницу значений инфляции, то отечественная ставка в последние годы близка к ставке трежерис, а иногда она даже чуть-чуть ниже.

Корреляция снизилась, но снизилась в значительной мере по той причине, что Россия все меньше зависит от внешнего мира. Объем операций с внешним миром за последние несколько лет существенно сократился, и это снижает чувствительность к внешней конъюнктуре, безусловно, не убирая эту чувствительность полностью. Потому что есть другая сторона. Допустим, то же бюджетное правило снижает зависимость нефтяных цен от валютного курса, но при этом создает повышенную зависимость от потоков капитала. Действуют оба фактора.

В прошлом году мы увидели очень яркую ситуацию, когда оттоки капитала, относительно небольшие сравнительно с заходящим в страну объемом валютной выручки, провоцировали достаточно большие колебания и курсов валют, и ставок, и доходности. Российская экономика сейчас стала более чувствительна к потокам капитала, при этом сам объем потоков снизился. Сложилась не очень однозначная ситуация. Но зависимость в целом снизилась, и спреды (с учетом стоимости риска, с учетом инфляционной картины и прочего) тоже снизились.

Евгений Гавриленков. Это объективное снижение. Во-первых, в 2000-е годы, до кризиса, Соединенные Штаты и Европа соревновались между собой в повышении ставки, двигали ее практически наперегонки, и этот фактор дополнительно увеличивал масштабы синхронного повышения цен на деньги. А сейчас Европа уже какое-то время держит ставку на нуле, Америка же хотя и подвинула немножко, но в целом все равно значения близки к нулю.

Ярослав Лисоволик. Да. Но, помимо денежно-кредитной политики, растет количество факторов, внешних в том числе, которые являются своего рода фактором замещения для ставки ФРС, — по отношению к рублю, к другим активам. Фактор геополитики влияет на динамику и волатильность российских активов. Мы периодически видели достаточно высокую корреляцию курса рубля именно с CDS как определенным индикатором геополитических рисков.

С другой стороны, мы видим, что на стороне торгового баланса появляются инструменты, которые позволяют несколько сдерживать влияние этого канала на волатильность российских активов (в том числе бюджетное правило). Однако в плане ограничения воздействия потоков капитала на волатильность российских активов возможностей меньше. Влияние денежно-кредитной политики США на стоимость российских активов остается достаточно значимым, при том, что именно потоки капитала остаются и будут в дальнейшем все более значимым генератором волатильности для российских активов. **Вопрос из зала.** Можно один короткий вопрос? Вчера я слушал прогнозы аналитиков компании «Ренессанс-Капитал», они плохо оценивают перспективы 2019 года, но оптимистически смотрят на 2020 год. Как вы считаете, это оправданно — с оптимизмом смотреть на 2020 год? **Егор Сусин.** Оптимизм относительно 2020 года в значительной мере объясняется ожиданием, что начнется

активное использование бюджетных возможностей (которые есть и сейчас на самом деле) и бюджетных инструментов для поддержки экономики. 2019 год в этом плане не сулит особенных перемен. Но многие ожидают, что в 2020-м бюджетная политика, фискальная политика станет намного более мягкой и что именно этот фактор закладывается в официальные прогнозы более высоких темпов экономического роста. Такая вероятность есть, поступает много соответствующих сигналов. Существует (опять же) фактор наполнения Фонда национального благосостояния, который в 2019 году, при наличии относительно неплохой нефтяной конъюнктуры, достигнет целевых значений, и это позволит использовать избыточные доходы на стимулирование экономического роста. В общем, в ожиданиях есть определенный смысл. Другое дело, насколько общая повестка будет способствовать уходу от консервативной бизнес-модели — к более стимулирующей. Вопросы здесь есть.

Евгений Гавриленков. Если коротко, то ничего нового я в этих ожиданиях не вижу. Такие речи звучат с 1992 года. Прочитайте любой отчет Министерства экономического развития: в текущем году все будет плохо, но вот зато потом...

Ярослав Лисоволик. Иными словами, разрешение неопределенности откладывается: с 2019-го на более поздние сроки.

Ирина Слюсарева. На этом прогнозе предлагаю закончить обсуждение. Огромное спасибо господам экспертам за то, что нашли возможности для участия. ■