### Цикл публичных дискуссий

«Россия в глобальном контексте»

Выпуск 61

«Деньги, банки, экономика»

### Круглый стол «Деньги, банки, экономика»

11 апреля 2013 года

#### Участники обсуждения:

#### Вьюгин Олег Вячеславович,

вице-президент Никитского клуба, председатель Совета директоров ОАО «МДМ-Банк»

#### Зубов Валерий Михайлович,

депутат ГД РФ, член Комитета Госдумы РФ по транспорту

#### Ивантер Александр Евгеньевич,

заместитель главного редактора журнала «Эксперт»

#### Луков Вадим Борисович,

посол по особым поручениям МИД России; заместитель Представителя Президента России в G8, министр-координатор G20 и по делам БРИКС

#### Мазурик Виктор Петрович,

доцент кафедры японской филологии ИСАА (МГУ им. М.В. Ломоносова)

Медведев Павел Алексеевич, советник Председателя ЦБ РФ

#### Москвин-Тарханов Михаил Иванович,

председатель Комиссии Мосгордумы по перспективному развитию и градостроительству

#### Николаев Игорь Алексеевич,

директор департамента стратегического анализа компании ФБК

#### Привалов Александр Николаевич,

вице-президент Никитского клуба, научный редактор журнала «Эксперт»

#### Рыбас Александр Леонидович,

генеральный директор ООО «Проминвест»

#### Тамбовцев Виталий Леонидович,

профессор, заведующий лабораторией институционального анализа экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова

#### Энтов Револьд Михайлович,

заведующий кафедрой денег и кредита НИУ ВШЭ, заведующий сектором ИМЭМО РАН, академик РАН

**Заседание вёл А.Н. Привалов**, вице-президент Никитского клуба, научный редактор журнала «Эксперт».

#### А. Н. Привалов

Добрый вечер, господа. Хотя некоторые из членов клуба маются сейчас в пробках, как мне сказали, но всё-таки давайте начинать, потому что пробки — дело бесконечное, а заседание должно быть конечным.

Тема нашего сегодняшнего собрания сформулирована так: «Деньги, банки, экономика». Когда мы с Олегом Вячеславовичем обсуждали это заседание, были разные варианты: перспектива денежной политики России, как денежная система может помогать развитию экономики,— в общем, масса всевозможных фраз разного толка, которые все годились, но все каким-то образом предрешали ход обсуждения. Поэтому остановились на таком нейтральном: деньги — они и есть деньги, банки — они, в общем, и есть банки, экономика тоже, говорят, какая-то есть. Вот об этом сегодня будем говорить в том ключе, который выберут наши сегодняшние докладчики.

Докладчиков у нас сегодня трое, и поскольку их трое и скажут они много, я буду очень краток, скажу буквально несколько слов.

Вчера или уже позавчера у нас в редакции «Эксперта» тоже собирались люди поразговаривать о денежной политике. Один из участников разговора, профессор Миркин, сделал, на мой взгляд, очень ценное и точное замечание: «А что мы всё разговариваем о переходном периоде? Переходный период кончился. Просто мы думали, что мы переходим от бедной социалистической экономики в богатую капиталистическую, а мы сделали, уже завершили переход из экономики развитой в экономику развивающуюся». Вот это, на мой взгляд, несомненная правда. Кроме того, можно не без оснований заметить, что она и развивается немножко не в ту сторону, в которую хотелось бы.

Мы сейчас, как известно, находимся в пятёрке мировых экономик по размеру ВВП. Но это по размеру ВВП. А если убрать оттуда божьи дары и посмотреть, что мы делаем... (В ответ на реплику.) Шестые? Шестые, пардон, но это по размеру ВВП. А если не учитывать божьих подарков, а учитывать то, что мы делаем руками, то есть по размеру добавленной стоимости в обрабатывающей промышленности,— мы находимся на девятнадцатом месте в мире, внимание, между Турцией и Таиландом. А если учесть, что ещё по-хорошему все показатели надо смотреть в душевом выражении, то по добавленной стоимости в обрабатывающей промышленности на душу населения мы находимся в самом конце шестого десятка современных держав, уступая, например, Японии вшестеро.



А. Н. Привалов

Вот так развивается экономика, которую некоторое время назад мы справедливо считали второй в мире. И пусть не очень эффективной, не очень удобной для жизни, но вполне себе развитой и сложной. Этого больше нет.

Вопрос о формулировании экономической политики, которая позволит вылезти из этого абсолютно бесперспективного положения,—вопрос более чем актуальный. Разумеется, его можно рассматривать и с сугубо академической точки зрения, он тоже интересен. Но нам уже не вполне до академизма, у нас дело до шкуры доходит. У нас уже почти 30% ВВП занимает внутренняя торговля. Это средневековье, это деградация до каких-то уже тёмных веков. Значит, как-то надо вылезать. Как? Что надо менять? Что надо менять конкретно в денежной политике? Что, может быть, надо менять не только в денежной политике? Это, к сожалению, даже почти не обсуждается.

Обсуждаются странные вопросы, вроде того, надо качнуть денег в экономику или не надо качнуть денег в экономику. Это не вполне адекватно сложившейся ситуации. Это примерно то же самое, как если бы серьёзные люди собрались и обсуждали: надо ехать на велосипеде вдоль железнодорожного полотна, то есть параллельно рельсам, перпендикулярно шпалам, или поперёк железнодорожного полотна, то есть параллельно шпалам, перпендикулярно рельсам? Правильный ответ заключается в том, что на велосипеде не надо ездить по железнодорожному полотну. Для того чтобы по нему ездить, нужны более сложные механизмы, которые надо делать. Об этом даже никто не разговаривает. Инновации, фигации, Сколково...

Я надеюсь, что сегодняшний разговор по крайней мере затронет какие-то базовые вещи, о которых нужно разговаривать, пока ещё есть кому разговаривать, пока ещё есть о чём разговаривать, пока разговор о том, чтобы экономика России вновь стала развитой, можно считать не чисто академическим.

Первое слово я предоставлю Револьду Михайловичу Энтову [заведующий кафедрой денег и кредита НИУ ВШЭ, заведующий сектором ИМЭМО РАН, академик РАН], а затем — Олегу Вячеславовичу Вьюгину [вице-президент Никитского клуба, председатель Совета директоров ОАО «МДМ-Банк»].

#### Р.М. Энтов

Сразу хочу сказать, что на действительно самые главные вопросы, сформулированные Александром Николаевичем, ответа у меня нет, и я даже не буду пытаться на них отвечать. Я попытаюсь в рамках отведённого мне времени немного порассуждать о некоторых новых явлениях в этой области и как-то косвенно затронуть те проблемы, о которых сказал Александр Николаевич, говоря, прежде всего, о мировой экономике.

В книге «Исповедь» Августина Аврелия (у нас он чаще фигурирует как Блаженный Августин<sup>1</sup>) есть фраза, с недавних пор уже «захватанное» место, где он пишет: «Мне кажется, что я понимаю, что такое время, но когда меня спрашивают об этом, я не могу ответить». Боюсь, что аналогичная ситуация складывается и с таким понятием, как деньги.

 $<sup>^{\</sup>rm 1}$  Августин Аврелий (354–430) — Блаженный Августин, Святитель Августин, философ, христианский богослов.



Р. М. Энтов

Каждый из нас с раннего детства держал в руках какие-то монетки, когда тебя посылали в магазин, и каждый день имел дело с деньгами. Но что такое деньги? На самом деле, достаточно трудная проблема, очевидно, не вполне решённая, по крайней мере на сегодняшний день.

Дело не в том даже, что до сих пор нет, как признаёт современная экономическая теория, удовлетворительного определения денег. (В конце концов, нет у физиков хорошего определения электричества, и это не мешает нам пользоваться электричеством.) Практические проблемы связаны скорее с тем, что деньги преподносят нам всё новые и новые сюрпризы. И я хотел бы в пределах отведённого мне времени коснуться двух проблем, которые озадачивают меня как экономиста и которые связаны с некоторыми новыми явлениями в современной экономике.

Первая из них, наверное, связана с тем, что, хотя деньги всегда имели универсальный характер, и это проявлялось в том, что с некоторых пор

монетарный металл, например золото или серебро, во многих странах надолго занял особое положение в товарном мире,— *деньгами*, строго говоря, были только золото или серебро определённого чекана. Одной из главных функций суверенитета государства (монарха) всегда была чеканка монеты. И во времена золотого стандарта, если состоятельный покупатель приезжал с золотым слитком, формально он не имел права рассчитываться золотом, он должен был сначала обменять его на золотые или серебряные монеты.

Чеканка всегда имела чётко выраженную национальную окраску, в которой проявлялся суверенитет государства, пускающего в обращение металлические деньги. Мы видим это с достаточно давних времён: на одной из первых монет, лисимаховской<sup>2</sup> тетрадрахме, вычеканен портрет Александра Македонского. Прошли многие столетия, и выработалась тысячелетняя традиция, когда каждый курфюрст, каждый князь в Средние века, каждый король в централизованной монархии печатал, чеканил на монете своё изображение. В результате, как известно из истории, отказ принимать в уплату порченую, обесцененную монету мог иметь достаточно неприятные «политические» последствия, потому что подобный отказ трактовался как неуважение к власти, к императору, отчеканенному на этой монете.

И дело не только в глубокой древности. Я думаю, что люди, даже те, кто помоложе меня, помнят, что начиная с довольно ранних лет молодой советской республики вплоть до последнего времени на более или менее крупных купюрах присутствовал портрет Ленина. И это тоже было одним из проявлений той же традиции: выпуск денег оказывался одним из проявлений реализации государственного суверенитета.

Сегодня мы сталкиваемся с иной ситуацией — ситуацией интеграции в валютной сфере, когда в ряде государств в обращение поступают некие общие для всей зоны, «наднациональные» деньги — евро. На таких купюрах уже не обнаружишь чьего-нибудь портрета, начиная от пятиевровой купюры, на лицевой стороне которой изображена некая арка старинного образца, и кончая пятисотевровой банкнотой, на которой столь же безликое, но очень изысканное архитектурное сооружение в стиле модерн. И ведает выпуском евро, регулирует выпуск евро новый центральный банк — Европейский центральный банк.

 $<sup>^2</sup>$ Лисимах (ок. 361–281 до н.э.) — диадох (полководец) Александра Великого, царь Фракии с 324 г. до н.э., царь Македонии с 285 г. до н.э.

Впервые складывается очень странная ситуация, с точки зрения экономиста, когда у каждой страны появляется не один, а два центральных банка, или один и  $\frac{1}{17}$  (поскольку в еврозону входит семнадцать стран). Но всё равно нововведения производят несколько ошарашивающее впечатление, как если бы художник изобразил на представленной картине два солнца.

На самом деле, это создаёт немало проблем, потому что до недавнего времени для большинства экономистов уникальность, единственность центрального банка и его независимость играли абсолютно принципиальную роль. Именно такая институциональная структура экономики позволяла осуществлять в национальных масштабах эффективную денежно-кредитную политику.

Сегодня возникает ситуация, при которой важнейшая функция, с которой был связан национальный суверенитет, частично по крайней мере, отбирается у национального центрального банка и переходит к единому Европейскому центральному банку. Возникает деликатная ситуация: а как же быть с независимостью национальных центральных банков, в какой степени они подчинены Европейскому центральному банку, в какой степени не подчинены? Это очень сложная ситуация, при которой, скажем, центральные банки еврозоны фактически могут рассчитываться между собой, минуя Европейский центральный банк. Там очень много маленьких хитростей, но существенно то, что, в общем, как-то удавалось найти в последнее время некие контуры «разделения властей».

Формула подобного разделения продиктована двойным кризисом, с которым столкнулись страны, входящие в зону евро. Европейский центральный банк занимается, прежде всего, спасением государственных финансов стран, оказавшихся в ситуации глубокого кризиса: Кипр, Греция, далее со всеми остановками. Тогда как национальные центральные банки пытаются как-то противостоять неблагоприятной конъюнктуре, обнаруживающейся сегодня в Западной Европе.

Ситуация довольно острая, всё чаще можно слышать критические возгласы: а куда же смотрит Европейский центральный банк! В странах союза насчитывается 12% безработных (а в некоторых из них, скажем в Испании, достигает четверти всего трудоспособного населения). Это самый высокий уровень с того времени, когда начали вести сводную статистику безработицы по Европе. А «главный» центральный банк (Европейский) играет в какие-то игры, покупая чьи-то государственные

ценные бумаги. В известном еженедельнике «Economist» на днях появилась статья с вызывающим названием: «А видел ли кто-нибудь, вообще, Европейский центральный банк?». (Удалось ли заметить его существование?)

Здесь возникает ряд очень серьёзных и трудных проблем. Тем не менее это развивающаяся ситуация, при которой, в общем, тенденции европейской монетарной интеграции обнаруживают прочность, которую до недавнего времени трудно было даже предположить. Вместе с тем я не стал бы и преуменьшать мощь дезинтегрирующей стихии.

Поскольку у меня не так много времени, хотел бы обратить ваше внимание и на некоторые другие новые явления в денежно-кредитной сфере. Сегодня, как вы знаете, замедлились темпы роста российской экономики. И если ещё сравнительно недавно, когда мы разоблачали буржуазные теории, всякие разговоры о денежно-кредитной политике, которая может подхлестнуть производство, рассматривались как обман трудящихся (ну что может сделать какое-то денежное вливание, если всё определяется внутренними противоречиями капиталистического способа производства! Далее шли все требующиеся заклинания...), то сегодня ситуация радикально переменилась.

Сегодня выступают влиятельные представители различных министерств и говорят, что ситуация критическая, и если не влить в экономику деньги, будет плохо. Экономика замедлила свой рост, дайте денег! Вслед за тем выступает один из руководителей нашего Центрального банка и, по-моему, с полным основанием говорит, что если мы сильнее приоткроем денежные шлюзы, то в стране ускорится инфляция. Иными словами, на расширение денежной массы экономика отреагирует ростом цен, а не ростом производства. Здесь опять-таки есть над чем поразмыслить...

Думаю, что за много десятилетий никто не видел такой волны глобальных «количественных послаблений» на денежных рынках, какие можно наблюдать сегодня в США, в Англии, в Японии и некоторых других странах. Налицо довольно радикальный отказ от прежней практики, от прежних форм осуществления центральными банками операций на открытом рынке. Примечательны и результаты указанных послаблений. Под влиянием прошедшего кризиса, а также денежно-кредитной политики центральных банков процентные ставки, особенно краткосрочные, в указанных странах сильно упали. В Японии центральный банк установил пределы колебания целевой процентной ставки от 0 до 0,1%. Совет управляющих Федеральной резервной системы установил аналогичные пределы от 0 до 0,25%. Даровые деньги! В Западной Европе Европейский центральный банк установил целевую процентную ставку, не превышающую 0,5%.

Казалось бы, цель достигнута! Возможности дешёвых кредитов невиданно расширились. Сложилась ситуация, когда, например, многонациональная корпорация Procter&Gamble совсем недавно смогла разместить на западноевропейских рынках свои десятилетние облигации под ставку 2,3%, что вдвое меньше, чем ставка, по которой итальянское правительство размещает десятилетние обязательства государства. Экономисту, в общем, нелегко было представить, что государственный кредит мог бы оказаться намного дороже частного.

Подобная ситуация вполне соответствует пожеланиям упоминавшихся чиновников. Многие, по крайней мере крупные, предприниматели располагают возможностями получить сравнительно дешевые кредиты. Более того. Поскольку уровень цен в указанных странах продолжает расти, вполне вероятно, что реальный процент по кредитам, по крайней мере краткосрочным, вообще может оказаться отрицательным,— заёмщики смогут при погашении долга вернуть меньшую (в реальном исчислении) сумму денег.

Но, как нетрудно заметить, никакого чуда не происходит. В Европе новые капиталовложения, особенно доля инвестиций в ВВП, продолжает снижаться, несмотря на то что, казалось бы, наиболее острая фаза кризиса давно миновала. Безработица остаётся, как уже упоминалось, фантастически высокой. Чрезвычайно вяло развиваются процессы в сфере ипотечного и потребительского кредитования. Не берут эти деньги. Не берут их в Японии, где на протяжении последних трёх десятилетий темпы экономического роста не превышают 1% в год. Сравнительно невелика активность заёмщиков и в США. Корпорации «сидят» на огромных ликвидных средствах. По примерным подсчётам, в США ликвидные средства, которыми там располагают нефинансовые корпорации, составляют примерно 2 трлн долларов, причём большая их часть — в избыточных резервах банков. В Европе — свыше 1 трлн евро, то есть существенно больше 1 трлн долларов. И эти деньги как бы лежат «без дела».

Выявляется довольно любопытный парадокс, связанный опять-таки с деньгами. Наши (как, впрочем, и многие зарубежные) СМИ говорят о том, что центральные банки США, Японии печатают деньги во всё больших количествах и зловеще намекают на то, что не сегодня-завтра

развернётся такая инфляция, что мало не покажется... Соображение, вообще говоря, не лишенное некоторых оснований. Чрезвычайно быстро во всех этих странах расширяется денежная база. Растут резервы, прежде всего избыточные резервы, банков. Это финансовые ресурсы, которые могли бы стать не просто платежными средствами, а деньгами повышенной мощности. На этой базе мог бы развернуться кумулятивный процесс экспансии, связанный с мультипликацией денежных средств. Но этого пока не происходит.

В результате, по мере того как накачиваются дены повышенной мощности и расширяется денежная база, растут избыточные резервы и падает величина так называемого денежного мультипликатора. В той мере, в которой возрастает масса избыточных резервов, падает мультипликатор. Значит, возникает какая-то, казалось бы, просто противоречивая ситуация: вроде как дены есть в достаточном количестве, дешёвые, а не помогает, где-то «не срабатывает». В подобных случаях экономисты говорят обычно о пассивности, наблюдаемой в пространстве основных «каналов трансмиссии», о частичном параличе соответствующих механизмов. Не работают в полной мере механизмы трансмиссии. И дены не становятся активными деньгами. В результате интенсивное накачивание денег повышенной мощности в ряде стран сопровождается некоторым снижением темпов общего роста цен, а отнюдь не усилением инфляции.

Некоторые из указанных парадоксов в той или иной форме можно было наблюдать в ходе предшествующего циклического развития. Другие представляют собой качественно новые явления. И те и другие, на мой взгляд, настоятельно требуют более глубокого научного исследования, а вместе с тем — оптимального практического регулирования процессов, протекающих в денежно-кредитной сфере.

#### А. Н. Привалов

Спасибо, Револьд Михайлович. В любом случае, чрезвычайно утешительно знать, скажем, нашим промышленникам, вынужденным брать кредиты под 16-18-20% (потому их и не берут, не по силам), что есть кредиты, которые брать можно, которые бесплатны, и даже приплачивают, но не вызывают интереса.

В какой степени это отвечает на вопрос, надо ли продолжать так обращаться с нашими промышленниками, я не очень знаю, но это действительно интересно. И очень грустная, на мой взгляд, аналогия, которой завершил Револьд Михайлович своё выступление, потому что, что бы там

ни говорили добрые экономисты, добрые историки, а выход из Великой депрессии со всеми её последствиями дала только мировая война.

Предоставляю слово Олегу Вячеславовичу Вьюгину. Прошу Вас.

#### О.В. Вьюгин

Я продолжу то, о чём говорил Револьд Михайлович, потому что мне кажется, он очень чётко подвёл к тому, чтобы можно было уже немного и порассуждать на эту тему.

Действительно совершенно понятная ситуация. Растёт денежная база — доллары, евро, и действительно эти деньги не трансформируются в кредиты банков и соответственно не трансформируются в рост потребительского спроса и в инвестиции компаний. Хотя какие-то инвестиции, на самом деле, происходят.

Нулевая процентная ставка не означает, что деньги не надо отдавать. Всё равно кредит надо отдать, но хотя бы без процентной ставки. Поэтому, конечно, очевидно, что во всех этих процессах огромную роль играют экономические ожидания. Они и движут деньгами, отношением к деньгам, о которых сейчас Револьд Михайлович говорил. Если, будем говорить, предприниматель не уверен в своих экономических ожиданиях, что потратив заёмные деньги, пусть даже они стоят совсем дёшево, и что-то создав на них, он это не сможет продать,— он не будет предпринимать таких действий, он скажет: «Спасибо. Деньги хорошие, дешёвые, но делать я ничего не буду». Поэтому сейчас, скажем, на этих развитых рынках дешёвые деньги активно используются для того, чтобы покупать финансовые инструменты, а не какие-то реальные проекты. Почему?

Финансовый инструмент, например, государственный долг. Да, в Америке процентная ставка низкая, но она всё равно больше, чем ноль. А в Китае, скажем, она выше. В России можно купить российские облигации. Да, есть риск. Но если риск правильно разложить — можно заработать. Вот это всё мы сейчас и наблюдаем. Весь вопрос в экономических ожиданиях, а они пока не являются оптимистичными. И поэтому компании копят деньги — особенно компании, которые занимаются традиционным бизнесом. Сейчас деньги во многом даже больше тратятся на то, чтобы совершать сделки по слияниям, поглощениям, чтобы реструктурировать активы. Но ожидания пока, действительно, не очень позитивные.

У нас в России ситуация несколько иная. В каком смысле иная? У бизнеса в России тоже весьма пессимистичные ожидания, но у нас ещё



О. В. Вьюгин

к тому же искажена система мотивации. Я бы это назвал «искажённая мотивация». Ведь наша экономика,— несмотря на то что она уже другая, рыночная, как мы считаем,— вышла из советской системы, из советской системы ценностей в экономике. Я не говорю про общие культурные, моральные ценности, это немножко другая история, но экономические ценности тоже оттуда.

Как вы думаете, скажем, компания «Apple», которая создавалась руками известных людей,— они что, это делали для того, чтобы просто заработать миллиард долларов или два? Вот они решили, что надо просто сделать деньги, придумать какую-нибудь идею, раскрутить её, быстро сделать и продать? Или, например, владельцы Microsoft стремились только лишний миллиард сшибить? Нет, конечно. Там мотивация гораздо более глубокая, и она как раз и позволяла создавать такие вещи.

Посмотрите на мотивацию компаний, скажем, в Швеции, где реализуется модель «социалистического капитализма», как мы говорим. Там совершенно другая мотивация. Там даже менеджеры не получают большую зарплату. Когда я был в Стокгольме и знакомился с разными компаниями, мне объяснили, что у них не принято, чтобы СЕО [Chief Executive Officer; дословно: главный исполнительный директор компании, высшее должностное лицо] получали очень много, миллионы. У них СЕО компании получают больше других сотрудников на 20–30%, то есть другая система мотивации.

Наша система мотивации — советская, мы остались в советской системе мотивации при принятии экономических решений. Поэтому — что я наблюдаю в определённой практике? Очень многие люди начинают проекты в бизнесе, чтобы его раскрутить до стоимости 10 млн долларов, продать и уехать из страны навсегда или, может, просто уехать и когда-нибудь вернуться. А в развитых странах, да, люди берут саббатикл [sabbatical, длительный перерыв в работе], когда они что-нибудь заработали, но они деньги вкладывают в новые проекты.

Я считаю, что мы застряли вот в этой мотивации. Нельзя сделать гигантский шаг в брюках, как говорил Маяковский, брюки порвутся. Мы застряли в этой системе мотивации, в этом менталитете. Мы сказали, что будем строить рыночную экономику. Мы её недоделали, потому что рыночная экономика предполагает очень большую свободу при принятии решений. У нас есть эта свобода? Какая-то определённая есть. Но вся эта свобода очень условная. Когда-то можно было поставить ларёк вдоль Ленинградского проспекта, а теперь нельзя. Снесли этот ларёк, закрыли бизнес — иди, гуляй. Я не говорю, правильно это или неправильно. Я просто говорю, как мы относимся сами к себе. Говорят, что крупный бизнес не заинтересован в развитии страны, он заинтересован в набивании собственных карманов. Может быть, я не знаю. Да — потому что в крупном бизнесе тоже есть такой же менталитет. Эта проблема, когда мы не там и не здесь, и создаёт вот эти 2% роста, о которых сейчас говорят. Хотя есть и внешние факторы: в Европе плохо, наш экспорт перестал расти. Не покупают, потому что денег у людей нет, то есть деньги у них есть — ожидания не те.

Понятно, что когда экономические ожидания не очень позитивные, то, конечно, можно печатать деньги. Это показала практика. Если Кейнс догадывался, то сейчас это проверено практикой, потому что впервые в рамках нынешнего кризиса основные мировые регуляторы (собственно, два центра — доллар и евро) решились запустить печатный

станок, беззастенчиво забыв о тех парадигмах, которые они втолковывали развивающимся странам через МВФ, и говорили, что печатать деньги нельзя, нужно быть жёсткими в денежно-кредитной политике. Оказалось, что можно. Вопрос — в каких условиях и для каких целей. Условия понятны: ожидание краха. Цели — предотвратить это. Как это сделать? Люди, страны, у которых долг, получают возможность хотя бы не платить проценты, грубо говоря. Вот, собственно, и вся идея: ничегоничего, спасибо, даже проценты не платите, но хоть как-нибудь живите.

Чем это закончится, сказать трудно, потому что, в принципе, это великий эксперимент. Хотя логика в нём есть. Есть надежда на то, что вдруг в какой-то момент ожидания почему-то изменятся. Почему они могут измениться? Какие-то экономические факторы изменятся. Например, в Америке сейчас очень дешёвый газ. Это может способствовать какимто позитивным ожиданиям. Может быть, в США компании найдут какуюто новую идею (там это всегда очень хорошо работает), которая способна перевернуть экономический мир. Например, создадут Интернет 3D или ещё что-то (это я пошутил), и это будет двигать ожидания, что компании могут заработать хорошие прибыли. Вот где-то такой, наверное, выход из этого.

Возвращаюсь к российской ситуации. В принципе, во всех системах, и в развитых и в развивающихся, кредиты компаниям предоставляют коммерческие банки. Не центральные банки, а коммерческие банки. И они принимают решение, брать риск на себя или не брать. Они принимают решение, сколько должен стоить кредит, то есть какова стоимость риска и стоимость их капитала, грубо говоря.

У нас сложилась вроде бы такая уникальная ситуация. Ожидания у компаний действительно не очень позитивные. Это мы видим через снижение инвестиционной активности, довольно существенное. Причём нельзя сказать, что у компаний нет денег. Есть деньги, но ожидания, я бы сказал, если в Европе совсем плохие, то в России они лучше. Может быть, тоже не сильно оптимистические, потому что людей запугали второй волной кризиса. Многие бизнесмены говорили: «Кудрин сказал, что будет вторая волна кризиса, поэтому мы сейчас сидим чистыми, то есть мы поддерживаем бизнес, но никуда не инвестируем, потому что министр финансов сказал, что надо готовиться ко второй волне кризиса». Может быть, это сыграло свою роль.

А банковский кредит дорогой. Интересный вопрос: почему дорогой банковский кредит? Ведь, по идее, банки должны быть заинтересованы

в том, чтобы расширять свои возможности, зарабатывать. Хитрый вопрос. Конечно, можно всегда сослаться на инфляцию. Если инфляция 7% — ожидаемая, то, наверное, для того чтобы люди сберегали, ставка должна быть выше 7%. Потому что если её опустишь ниже, то люди, скорее, предпочтут просто потратить деньги или купить доллары. Поэтому ставка выше 7%. Ставка по депозитам сейчас — в среднем 9%, по кругу устойчивых банков. Вроде бы разумно: 7% плюс 2–3% дополнительно: мне же должны платить реальные деньги за то, что я отказываюсь от потребления. Но ставки банков ещё выше. Возможно (это моя гипотеза), проблема в том, что на самом деле российская банковская система недокапитализирована, и банки просто пытаются эту проблему недокапитализации решить через повышенную маржу. Но это моё предположение.

Да, формально капитализация банков по российским стандартам сейчас порядка 13–14%, что выше 10%. Но кто знает, что это за капитал, о котором сообщают и рапортуют? Такой ли он на самом деле? И какова реальная достаточность капитала? Конечно, сами банки, их менеджеры знают реальную ситуацию. И я думаю, возможно, что вот это требование высокой маржи связано и с этим фактором. Ну и, конечно, с тем, что финансовый сектор до сих пор не очень сильно развит. Видимо, и финансовая грамотность населения сказывается в том, что граждане готовы брать кредиты по чрезвычайно высоким, нелепо высоким ставкам. Понятно, что это позволяет держать высокие ставки по депозитам, делая этот бизнес на высоких ставках по потребительским кредитам.

Вот такая совокупность факторов рождает текущую ситуацию. Может ли помочь Центральный банк в этой ситуации? Я ещё раз подчёркиваю: кредитуют коммерческие банки, в этом суть двухуровневой банковской системы. Одноуровневая система, когда есть только один центральный госбанк,— не госбанк, а просто один центральный банк,— предполагает, что он и кредитует, он и определяет риски. Получается, что он фондирует экономику как бы напрямую, предоставляя деньги компаниям. А если система двухуровневая, то центральный банк не фондирует коммерческие банки. Они должны собирать свои фонды с населения и из других источников — с рынков капитала, выпуская облигации, занимая за границей. Они формируют пассивы, как это называется в балансе, и исходя из этих пассивов предоставляют кредиты, потому что в любой реальной экономике инвестиции могут родиться только из сбережений.

Нельзя родить инвестиции из ничего. Инвестиции могут быть профондированы только тем, что фактически сберегли домашние хозяйства или компании. Ведь, каким образом возник когда-то банковский бизнес? Люди несли деньги в храмы, потому что храмы были неприкосновенны, их не грабили, и там можно было сохранить свои деньги цельми и невредимыми. А хранители храмов догадались, что эти деньги можно использовать для того, чтобы давать взаймы. Так вот получилось, что в обществе всегда есть те, кто хочет сберегать, и те, кто хочет тратить и инвестировать. И те, кто хочет сберегать,— складывают деньги, а те, кто хочет тратить, эти деньги заимствуют. Вот так, собственно, банки и устроены.

Что может здесь Центральный банк сделать? Профондировать коммерческие банки, то есть просто дать им фиктивные сбережения, которые не существуют? Просто сказать, давайте нарисуем у вас в пассивах некие сбережения. Чьи? Их нет. Центральный банк, конечно, втягивается в эту ситуацию. Тогда нужно убирать коммерческие банки, и Центральный банк будет напрямую кредитовать компании, потому что он же должен оценивать риски. Вся суть как бы в этом.

Призывы напечатать деньги: всегда надо понимать, что имеется в виду. Очень конкретно. Купить государственные облигации для того, чтобы бюджет мог профинансировать какие-то обязательства, — это один мотив. Его можно исследовать, смотреть и призывать к этому, если это разумно. Купить валюту? Понятно, если Центральный банк покупает валюту, — он производит рубли, но против этих рублей есть валюта, то есть некий универсальный эквивалент, на который есть всегда спрос в мире и потому это всегда можно обменять в обратную сторону. Или предоставить краткосрочную ликвидность? Это может делать Центральный банк. Но эта ликвидность предоставляется для того, чтобы банки могли управлять своим балансом, потому что у каждого банка есть обязательства, которые он должен исполнять перед вкладчиками, и есть требования к тем компаниям, которым выдан кредит. И не всегда это всё балансирует.

Можно, конечно, выстраивать такой идеальный банк, в котором всё сбалансировано, то есть сроки кредита и сроки депозита совпадают по возвратам. Таких банков в мире практически нет, поэтому всегда существует некий разрыв. Как его можно закрывать? Просто держать в сейфах cash, наличные, на случай если вдруг у тебя разрыв — достать и выдать. А можно этого не делать, а держать облигации. Облигации

отдавать в центральный банк, получать рефинансирование, что, кстати, Центральный банк в России очень здорово и делает.

В принципе, закладывать по операциям РЕПО можно не только государственные облигации, но и целый большой список корпоративных облигаций, включённых в этот список, и получать соответствующее финансирование. И банки этим активно пользуются. Большее? Большее — это опять нарушение логики. Давайте строить что-нибудь одно: либо двухуровневую систему, и тогда придерживаться правил, или одноуровневую, и тогда уж жизнь будет совершенно другая. Вот то, что я хотел сказать.

#### А. Н. Привалов

Спасибо, Олег Вячеславович. Должен заметить всё-таки, что как-то пока наши оба докладчика не хотят спуститься к нашей грешной земле, к которой я их призывал спуститься. Замечательно, что банки устроены в соответствии с каким-то уважаемым учением, в соответствии с какимито заслужившими доверие учебниками. Это всё очень хорошо и замечательно. Меня интересует вот что.

Недавно значительную популярность в Рунете приобрела замечательная такая ленточка, где уральский крестьянин, председатель сельскохозяйственной артели, выступая на Московском экономическом форуме, рассказывал, как жизнь устроена. В одном из своих интервью — он быстро стал знаменит — он сказал гениальную фразу: «Россия производит впечатление великой страны. Больше ничего не производит». Я призываю обратиться к этому, потому что выстроенные по замечательным учебникам финансовые системы полетят к чёртовой матери, когда это придёт к краху. Не может 150-миллионая страна даже штанов себе не шить. Это замечательно, что мотивация у нас какая-то не такая, выросла из Павки Корчагина, ещё из кого-то или, наоборот, из Васьки Буслаева, — не знаю. Как-то она не оттуда выросла, поэтому народ не рискует, хочет быстренько слинять за границу. Всё, наверное, так и есть. Причины, наверное, таковы. Делать-то что?

Александр Евгеньевич Ивантер [заместитель главного редактора журнала «Эксперт»]. Прошу Вас.

#### А.Е. Ивантер

Добрый вечер, уважаемые дамы и господа! Большое спасибо организаторам за предоставленную возможность выступить.



А. Е. Ивантер

Я новичок в столь респектабельном собрании, для меня это большая честь и ответственность.

Я рискну спуститься с академических высот на нашу грешную практическую землю, и так как мы в «Эксперте» любим копаться в цифрах и графиках, немножко напрягу вас. Но, может быть, мы нащупаем какието ещё мысли и гипотезы для дальнейшего обсуждения.

Первая часть презентации посвящена тому, о чём упомянул Олег Вячеславович,— проблеме доступности кредита, цене денег в России. Мы деловой журнал, поэтому нам трудно рассуждать с академическим спокойствием о цене денег в России. На этом графике (рис. 1) вы видите средние процентные ставки на основании официальных оценок ЦБ по кредитам и депозитам на фоне инфляции и ставки рефинансирования. Здесь представлена не номинальная ставка рефинансирования, а реальная операциональная ставка, по которой проводится большая



# Номинальные процентные ставки и инфляция в России



01

часть рефинансовых операций,— это минимальная ставка недельного аукционного РЕПО. Мы видим, что за последние пять лет кредитные и депозитные ставки систематически превышают инфляцию. Более того — характерный период где-то со второй половины 2011 года, когда мы видим интенсивное снижение инфляции и при этом неожиданный разворот средних ставок — и кредитных и депозитных — к росту.

Почему так случилось, мы обсудим позже. Есть некие гипотезы на этот счёт. Но важно, что в 2011—2012 годах возникла ситуация, когда, по крайней мере, острая фаза финансового кризиса точно осталась далеко позади, одновременно завершилась фаза восстановительного посткризисного роста в реальном секторе экономики. Примерно к середине прошлого года докризисный уровень реального ВВП был восстановлен, несмотря на то что масштабы кризисного спада ВВП у нас превышали любые ориентиры в странах «большой семерки» (среди них максимальный накопленный провал ВВП был зафиксирован в Японии в размере 9%, у нас же было 11%). В этот период, когда восстановительный рост



### Фактическая цена кредита выше официальных оценок ЦБ РФ

Диапазон кредитных ставок по опросам «Эксперта» в октябре 2012 г. составлял:

- Лучшим крупнейшим заемщикам 8-14% годовых
- Компаниям малого и среднего бизнеса 18-22%
- В ряде регионов страны банки предлагают ресурсы компаниям сектора МСБ по цене выше 30% годовых





закончен, экономика входит в некую новую стадию и кредитная поддержка для инвестиционной фазы роста особенно важна,— с кредитом и его доступностью, его стоимостью начали происходить неприятные вещи.

На этом слайде добавлен небольшой акцент (рис. 2). Средние ставки, приведенные на предыдущем слайде, которыми оперирует большая часть и аналитиков, и, в общем, чиновников, и лиц, принимающих решения, представляют собой на самом деле среднюю температуру по больнице. Этот индикатор в действительности сильно смещен вниз вследствие включения в выборку крупнейших корпоративных заёмщиков, которые живут относительно благоприятно и могут получать кредиты тоже по реально положительным, но существенно более низким ставкам, чем «живой» средний, а тем более малый бизнес.

Диапазоны фактических ставок в региональном разрезе составлены на основании анонимного опроса. Мы обещали банкирам не называть конкретные банки, не называть конкретных заёмщиков, а только предоставить характерные операциональные диапазоны стоимости кредитования. Я не беру Северный Кавказ, там специфическая ситуация



## Реальные процентные ставки в России



03

и особые риски. Но вот, скажем, город Екатеринбург, где всё ещё живая, но тоже уже теряющая разнообразие и конкурентность банковская система, где есть пока региональные банки: разброс ставок на октябрь 2012 года (сейчас точно не ниже, наверное, даже выше) от 12 до 33% годовых в рублях. А некоторые екатеринбургские банки (не буду называть конкретно) активно кредитуют индивидуальных предпринимателей, малый и средний бизнес по цене выше 30% годовых. Как можно брать кредит под такие проценты, сказать трудно. Но очевидно, это как минимум серая, а то и чёрная бухгалтерия или какие-то схемы. В общем, это некое зазеркалье.

Здесь мы видим долгосрочный тренд роста реальных процентных ставок по кредитам и депозитам (рис. 3). Вот такая характерная цикличность непонятной природы, но сейчас не время и не место изучать её причины. Мы видим, что при наличии волн прослеживается долгосрочный растущий тренд реальной стоимости как кредитов, так и доходности депозитов. Казалось бы, годы идут, банковская, финансовая система



### Дорогие деньги: облигации для избранных

Рынок облигационных займов не является рабочей альтернативой дорогим банковским кредитам. Требования к эмитенту и процедура листинга закрывают этот инструмент для малых и многих средних компаний

о Стоимость привлечения внешнего финансирования через выпуск бондов также существенно выше инфляции

04

Реальная стоимость обслуживания займов для нефинансовых компаний в России существенно выше, чем в США

(% годовых)

Уровень риска эмитента	Россия	США	
Базовая ставка центрального банка	8,25	0 - 0,25	
Государственные облигации	5,95 - 7,49	0,13 - 2,72	
1-й эшелон	7,17 - 8,79	0,88 - 3,45	
2-й эшелон	8,82 - 10,47	1,77 - 4,04	
3-й эшелон	10,50 - 16,08	нет данных	
Справочно: уровень инфляции	6,6	2,0	

Источник: анализ "Эксперта" по данным rusbonds.ru и finance.yahoo.com по состоянию на середину ноября 2012 г.

должна становиться всё более зрелой, более дружественной для заёмщиков, а происходит ровно наоборот.

Облигационный рынок тоже развивается (рис. 4). Но — не за 20, а за 15 лет точно, когда он набирает силы, — он, тем не менее, не стал реальной альгернативой банковскому кредитованию с точки зрения поднятия денег для широких слоев среднего бизнеса. Это всё-таки по-прежнему деньги для избранных. Кроме того, стоимость облигационных займов также крайне велика. Вы видите, корпоративные заёмщики, если это не первый эшелон, имеют возможность размещать облигационные займы под высокие положительные реальные ставки, в отличие от американской современной ситуации, которую мы видим в правой колонке таблицы.

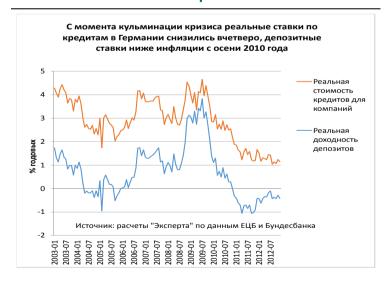
Для разнообразия, чтобы просто показать, что жизнь где-то, в принципе, может быть устроена по-другому,— на слайде, аналогичном первому, приведены базовые ставки в Германии, тоже на уровне инфляции (рис. 5). Мы видим, что реальная процентная ставка в разгар кризиса тоже была высокой — 4% годовых (рис. 6). Это очень много, это мало по российским меркам, но запредельно много для Германии. К прошлому

# Номинальные процентные ставки и инфляция в Германии



### ЭКСПЕРТ

# Реальные процентные ставки в Германии



06



# Стилизованная российская дискуссия о цене кредита

- **п** Дорогой кредит
  - **Б** Высокая инфляция
- **П** Для банка важна маржа, а не инфляция
  - **Б** Цена пассивов формируется по формуле «инфляция +»
- П Цена депозитов за рубежом часто устойчиво ниже инфляции
  - **Б** В реальном секторе мало хороших проектов
- П Снизьте ставку и экономика проектов улучшится



году уровень реальной стоимости кредитов в этой стране опустился до 1% годовых. Спроса на кредит действительно нет, кредитная активность не возобновляется там, но по каким-то другим причинам, видимо, не вполне тождественным нашим.

Что ещё характерно — мы видим, что где-то последние полтора года, с осени 2010 года, уходит в отрицательную область реальная доходность депозитов (рис. 6). То есть средняя доходность депозитов в реальном выражении отрицательна. И небо не падает на землю. Рост депозитов продолжается. Это довольно важный момент. Олег Вячеславович [Вьюгин] этого касался: какая должна быть структура номинальных процентных ставок. Мы к этому подойдём чуть позже.

Чтобы немножко отвлечься, я привёл некую такую стилизованную схему дискуссии о цене кредита в России (Рис. 7). Её действительно уже довольно легко структурировать, потому что эти дискуссии идут все последние двадцать лет: П — это предприятие, потенциальный заёмщик; Б — это банк, кредитор. И вот они обмениваются репликами.

07

Действительно, что в разговоре президента с банкирами, что в менее высоких собраниях, самое первое напрашивающееся оправдание дорогого кредита — высокая инфляция: дождёмся или сделаем низкую инфляцию, тогда и процентные ставки упадут. Возразить на это можно просто: банки — это финансовые посредники, они торгуют не инфляцией, они торгуют деньгами; инфляция, конечно, имеет значение, но важнее цена пассивов, цена привлечения средств, а не инфляция. На что банки и финансисты традиционно парируют, что цена пассивов всегда формируется по формуле «инфляция плюс», иначе это зазеркалье или какая-то неестественная ситуация — ситуация, к которой мы не привыкли.

Тем не менее на примере Германии мы видели, что вполне возможны и довольно продолжительны ситуации за рубежом, когда цена депозитов устойчиво ниже инфляции. На это у банкиров есть другая группа аргументов: мы бы и рады кредитовать, но не вас, чумазых, у вас слишком рискованные, слишком непонятные, слишком непрозрачные проекты. Очищайтесь, обеляйте бизнес, а ещё лучше берите нас в долю какимто образом — тогда будем разговаривать. При этом на такое небольшое асимметричное возражение, что часть рисков заёмщиков, часть избыточных рисков заёмщиков, связана как раз с неразвитостью финансовой системы и с архидорогим кредитом, — реакции нет, обычно это не проговаривается, хотя многие наглые предприниматели говорят: «Снизьте ставку, и экономика наших проектов одновременно улучшится». Понятно, что это спор — бесконечный. И здесь специально оставлено место: может быть, мы эту цепочку продолжим, если будет желание и интерес.

Понятно, что это тупик. За этими тремя точками нет кредитного договора, нет не только инвестиционного проекта, но замедляются даже поддерживающие оборотный капитал кредиты. Это некая патовая ситуация. Как её разрешать — действительно не очень понятно.

Теперь от лирики — немножко к математике. Мы попытались оцифровать разрыв в номинальных кредитных ставках в России и Германии (рис. 8). Второй и предпоследний столбики — это номинальные кредитные ставки. Для России мы взяли условно 13%, для Германии — 3%. Общий разрыв — 10 процентных пунктов. Мы попытались посмотреть, из чего он состоит. Экономика не физика, оценки довольно приблизительные, тем не менее полученные по реальным балансовым данным банковской системы по итогам 2012 года.

Общий разрыв в ставках состоит из четырех качественно различных составляющих. Прежде всего, это разная стоимость привлечённых



# Анатомия разрыва цены кредита в России и Германии



08

средств. Если немецкие банки привлекают деньги, по крайней мере, от населения по реально отрицательным ставкам, по крайне низким номинальным ставкам, то у нас почему-то, в том числе вследствие процентной войны, развязанной в прошлом году розничными банками, ставки по депозитам чрезвычайно завышены.

Следующий разрыв формируют неодинаковые уровни операционных расходов — грубо говоря, производительность. Не только труда, это и организационная производительность, IT и прочее.

И дальше — это маржа. Мы её попытались тоже разбить на две части. Одна часть — это то, что стоит против рисков, то есть разрыв в уровнях премий за риски всех видов: валютных, макроэкономических, отраслевых, рисков конкретных заёмщиков. Разрыв в оценках совокупных рисков в России и Германии мы оценили в три-четыре процентных пункта.

Наконец, разрыв в уровнях безрисковой маржи тоже есть. Российские банки как предприниматели, как хозяйствующие единицы в чистом виде,



### «Странный перегрев» реального сектора экономики

Уровень использования среднегодовой производственной мощности (по крупным и средним предприятиям, %)					
	1990	2000	2007	2011	
Леталлорежущие станки	81	17	14	13	
Гкани льняные суровые	86	28	36	20	
Экскаваторы одноковшовые с ковшом емкостью от 0,25 до 3,2 мЗ	98	28	57	20	
Водка и ликероводочные изделия	н.д.	30	30	22	
Гкани шерстяные готовые	68	17	32	25	
Крупа	99.8	24	38	29	
Масло сливочное и пасты масляные	76	25	31	31	
Подшипники шариковые или роликовые	89	55	41	33	
Грубы и муфты асбестоцементные	83	35	51	35	
Безалкогольные напитки	67	37	58	40	
Автобусы	79	56	85	40	
Писты асбестоцементные (шифер)	90	41	61	41	
Грузовые автомобили	90	39	69	42	
Консервы плодоовощные	72	32	65	49	
Воды минеральные	73	52	56	49	

уже за вычетом всех рисков, ориентируются на существенно больший возврат на капитал, чем немецкие банки.

В принципе, каждая из этих составляющих разрыва может быть уменьшена усилиями самих банков, без участия Господа Бога и центрального банка. Тем не менее политика центрального банка имеет значение.

Что касается Центрального банка РФ и упомянутых здесь проблем. Довольно долго, как мы видели на первом слайде, когда конечные процентные ставки стали увеличиваться, в последнее время в процентной политике Центрального банка поддерживается некое статус-кво, несмотря на сильное давление со стороны и промышленности, и реального сектора, и СМИ в пользу смягчения процентной и — шире — всей денежнокредитной политики.

Какие аргументы есть у ЦБ? Прежде всего, святой аргумент — это инфляция. Темпы инфляции по итогам марта — 7% годовых, по отношению к марту прошлого года целевой диапазон — 5–6%. Раз инфляция выше целевого диапазона, значит, считает ЦБ, уже снижать ставки опасно.

Второй аргумент — совокупный выпуск вблизи своего потенциального уровня. Это совсем весёлый аргумент, целиком заимствованный



### Кредитного «перегрева» в целом по совокупному портфелю нет



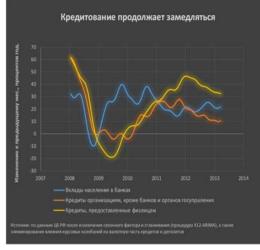
из зрелой стационарной экономики США. Я специально не поленился, взял и посмотрел, о каком, вообще, потенциале говорит Банк России. В этой скучной табличке приведены пятнадцать подотраслей промышленности, уровень загрузки производственных мощностей в которых меньше 50%, и он ниже 2007 года, то есть максимального предкризисного выпуска (рис. 9). Отраслей, где физическая загрузка мощностей 50–60%, ещё гораздо больше. О каком перегреве и близости к потенциалу говорит ЦБ? На мой взгляд, это странная аберрация зрения у регулятора.

Дальше мы смотрим: возможно, перегрет или избыточно бумирует кредитный рынок. Здесь показана траектория роста совокупного кредитного портфеля предприятий экономики с 1996 года (рис. 10). Действительно бумирующий тренд, который укладывается в строгие определения МВФ о кредитном буме, это период 2005—2008 гг., когда отношение совокупного кредита ВВП увеличивалось в среднем за год на шесть-семь процентных пунктов. До этого была совсем низкая траектория. Сейчас посткризисная траектория где-то примерно посередине.



### Спад кредитной активности

- По сравнению с пиком кредитного бума, пришедшимся на конец 2011 г., темпы прироста розничного кредитного портфеля банков снизились с 45% годовых до 33%.
- Расширение кредитования предприятий замедлилось в 2,5 раза – до 10% годовых сейчас против 25-26% в 2011 году



11

На самом деле уже сейчас видно, что она опускается ближе к более низкой кривой. То есть даже по строгим учебникам МВФ кредитного бума в целом в стране сегодня не наблюдается.

Да, происходит нечто экстраординарное в розничном сегменте — это жёлтая кривая на тёмном графике (рис. 11). Но и здесь мы видим излом, начиная где-то с конца 2011 года, когда темп роста этих кредитов разогнался почти до 45% годовых. Дальше идёт плавное снижение по разным причинам. Есть и сознательная политика ЦБ по охлаждению этого сегмента, есть некие внутренние ограничители роста. Так же медленно снижается кредитная активность для корпоративных заёмщиков, и там уже рост — 10% годовых.

Теперь я попытаюсь сформулировать выводы. Во-первых, у нас уже назначен новый председатель ЦБ, госпожа Набиуллина, которая заступит на пост в конце июня с.г. Кроме того есть тяжёлая ситуация в реальном секторе экономики. Олег Вячеславович её обрисовал, но, на мой взгляд, недостаточно тревожно. По итогам первого квартала темп роста ВВП опустился до 1%. Промышленность ушла в минус

с января. Инвестиции либо вообще остановились, либо приостановился их рост. Ситуация крайне тревожная. Особенно с учётом внешних факторов: откладываются выздоровление Европы по крайней мере на год (сначала ждали дружного выхода из рецессии в 2013 году, сейчас это всё отложилось на 2014 год) и быстрое выздоровление Америки, что, на самом деле, не может не тревожить. Это будет означать старт долгосрочной волны удорожания доллара к основным мировым валютам, а значит, почти автоматический тренд на снижение номинальных сырьевых цен, со всеми последствиями для нашего самочувствия.

Итак, есть ощущение некоей развилки. Тонкость и сложность момента состоит в том, что как сохранение статус-кво, так и резкое шараханье в противоположную сторону, а именно к роспуску бюджетных резервов, международных резервов, фронтальной накачке ликвидностью банков — это тоже губительный путь, и он будет столь же разрушителен, как и сохранение статус-кво. Нужно переместиться в некое новое состояние, пройти между этими двумя крайностями.

Как это сделать, что делать конкретно, — сказать безумно сложно. На наш взгляд, как мы это видим в «Эксперте», требуется продуманное расширение мандата Банка России. Понятно, что от одного изменения записи в Законе о ЦБ жизнь никак не изменится. Это должно быть только вершиной айсберга. Каким-то образом должны измениться некое целеполагание и конкретные операциональные процедуры в жизни ЦБ. Должна быть скорректирована, на наш взгляд, чрезвычайно жёсткая модель таргетирования инфляции, которая была списана с лекал наиболее ортодоксальных сторонников этой модели, в частности ЕЦБ. Хотя, скажем, есть страны типа Норвегии, которые используют более гибкую, менее ортодоксальную модель таргетирования инфляции, существенным образом учитывающую уровень безработицы и темпы экономического роста.

Наконец, бессмысленно и неэффективно трогать только денежнокредитную политику. Она очень сильно связана и переплетена с бюджетной политикой. Очевидно, нужна мягкая корректировка бюджетного правила. Здесь мы поддерживаем предложение Минэкономики. С нашей точки зрения, они не сильно повредят подушке резервов, тем не менее, позволят разумно расходовать часть дополнительных нефтегазовых доходов для стимулирования инвестиций.

#### А. Н. Привалов

Спасибо, Александр Евгеньевич. Теперь, если позволите, я предложу задать вопросы докладчикам. Реплики? Тогда предлагаю брать слово для реплик.

#### А.Л. Рыбас, генеральный директор ООО «Проминвест»

Я хотел бы, во-первых, отметить бросающуюся в глаза разницу в методологическом подходе к тому, что мы сегодня обсуждаем, у нашего председательствующего и у докладчиков. Она заключается в том, что, на мой взгляд (мне так показалось, я могу ошибиться), докладчики в основном пытались дать какие-то объяснения, исходя из теории денег, из каких-то экономических теорий. Но Александр Николаевич задал сугубо практический вопрос: что делать? И здесь мы, конечно же, должны понимать, что помимо теории существует человеческая воля, и значит, существует человеческий произвол. Рискну высказать мысли, может быть, не очень глубокие с позиций теории.

Исходя из теории возникновения денег, всё-таки если не объём денежной массы, то по крайней мере денежный поток в самом начальном периоде соответствовал потоку материальных средств. Со временем он стал отрываться, и особенно сильно — когда появился учёт стоимости не только материальных благ, но и услуг. В результате, конечно же, мы сегодня имеем ситуацию, когда, на мой взгляд, даже не объём материальных благ и объём услуг должны быть адекватны денежной массе, но, главное, потоки должны быть адекватны друг другу.

Почему у нас сегодня существуют проблемы, связанные с тем, что, условно говоря, нет каких-то инвестиционных проектов, не развивается материальный сектор экономики? Если у вас ставка по депозиту примерно равна рентабельности проекта в машиностроении, в энергетике,—понятно, что сегодня риски в банковской системе всё-таки меньше, чем риски, возникающие при осуществлении какого-то проекта.

Александр Николаевич [Привалов] приводил печальные показатели по поводу места России в мировой экономике. Но у нас, к сожалению, нет пока равных конкурентных условий ни на международном рынке, ни внутри страны. Нет — потому что экономика и конкурентная среда очень сильно деформированы принятием разных произвольных решений.

Я согласен с оценкой по поводу денежной накачки по академику Глазьеву: Сергей Юрьевич в последнее время говорит о какой-то войне станков, как будто если мы включим станок, мы сможем победить другие



А. Л. Рыбас

страны в этом плане. На мой взгляд, всё-таки сила национальной валюты определяется не только её рыночной меновой стоимостью, но прежде всего экономическим и военным потенциалом государства-эмитента. Поэтому если у нас будет сильная экономика, то у нас и валюта будет сильная.

Речь шла о том, что кредиты вроде бы и дешёвые, но их не берут, чтобы инвестировать в какие-то новые проекты. Я думаю, проблема всётаки в том, что рынок капитала просто чудовищно оторвался от рынка материальных благ и услуг. В этом, мне кажется, причина. Я могу ошибаться, но я высказал своё мнение.

#### А.Н. Привалов

Спасибо, Александр Леонидович. Прошу Вас, Михаил Иванович [Москвин-Тарханов].

#### М.И. Москвин-Тарханов

Я председатель Комиссии Мосгордумы по перспективному развитию и градостроительству уже почти двадцать лет. Всё время приходится заниматься реальными делами с бюджетом города Москвы, смотреть, откуда берутся деньги и на что они тратятся. Вещь тяжёлая, но привычная. Всё было бы тяжелее, если бы у меня не было до этого другой профессии. А профессия у меня была физиолог — биолог человека и животного, медико-биологическая профессия. И когда я вижу разные сложные графики, мне сразу вспоминаются энцефалограммы, электрокардиограммы и многое другое, что связано с деятельностью и параметрами неких сложных систем.

Сложные системы устроены, с одной стороны, каждая индивидуально, а с другой стороны, в них есть некие общие принципы. И когда я вижу больной организм,— а то, о чём сейчас говорится, это явно организм тяжело больной,— то всё-таки надо искать причину, потому что у больного бывает и высокая температура, и синий язык, и диарея, и Бог знает ещё что. Но причина ведь какая-то одна, главная. Может быть, две. Может быть, три. Но не сто тридцать три! Поэтому в данном случае нужен, конечно, какой-то хороший руководитель, который позволит посмотреть, что надо искать, где искать.

И я нашёл такого человека. Это Алан Гринспен<sup>3</sup>, который мне объяснил, на что он смотрел в экономике как на самое важное. И вдруг я увидел в нём просто какого-то советского человека: он смотрел на производительность труда. И когда я посмотрел эту составляющую нашей экономики, именно производительность труда, то я решил, что нащупал какой-то основной диагноз нашей болезни. Всё остальное — давление в кровеносной системе финансов, какие-то другие параметры, потребительский рынок, но когда видишь чудовищное состояние рабочей силы, чудовищное состояние менеджмента, чудовищную микроэкономику, то сколько ни впрыскивай с помощью капельницы туда кровь, всё равно эта кровь будет переработана или сделает ещё что-то страшное, что-нибудь порвёт внутри. Поэтому нужно сначала лечить эту болезнь.

Мы развивались. Почему? Рынок был полупустой, рабочая сила валялась на дороге, ещё советская, страшно дешёвая, которую можно было нанимать за копейки. Вот, скажем, владелец небольшого магазина

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Алан Гринспен (1926) — американский экономист. Председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы США (1987–2006).



М. И. Москвин-Тарханов

на Речном вокзале, итальянец, набрал себе в штат только кандидатов наук. У него было четыре класса образования, и он гордился, что только люди с PhD работают у него уборщиками и очень хорошо метут пол. Рабочая сила была на дороге. Теперь её нет на дороге. Часть спилась, часть испортилась, а часть устроилась на работу.

Цены на сырьё были копеечные, да ещё всё воровалось. Теперь всё это стоит дорого и очень серьёзно. Рынок набит, наполнен товарами. Законодательство делается всё более и более сложным, а главное, непредсказуемым в своей сложности. Оно всё время страшным образом меняется и, в общем, заставляет тратить огромные силы на борьбу с законодателями и законодательством. И жизненная практика тоже как-то очень тяжела. Это уже решения конкретно исполнительной власти.

Всё это вместе приводит к тому, что производительность, доля добавленного продукта снижается до нуля. Что говорить, если больной

истощён, обморожен и т.д. Почему мы хотим, чтобы у него было высокое кровяное давление или чтобы у него кислород хорошо доставлялся в ткани (имеются в виду эффективные деньги)? Мультипликация бы происходила, в мышцах что-то вырабатывалось. Ничего у него не вырабатывается. Он валяется полудохлый и ещё накачанный поддельным спиртом. Поэтому самое страшное — это состояние нашей рабочей силы и пр.

Теперь — что хочет сделать наше дорогое правительство. Оно хочет бросить всё на инновации, на точки прорыва. Там, где мы находимся, — вблизи технологической границы, рост производительности труда, по тому же Гринспену, не может быть больше 4%, а вообще, 2% — это прекрасно. Это борьба на передовой линии технологии, у нас там заделов, можно сказать, пять штук: военка, космос, атомы, связь и тонкие химические технологии. Всё остальное мы и не имели толком. Уж я это хорошо знаю, поскольку работал именно в сфере тонких химических технологий, биологии, молекулярки и т.д. На той технологической границе мы будем тратить гигантские деньги с достаточно сложной рабочей силой и угробим огромное количество ресурсов без всякого результата. А у нас есть безумно отсталые отрасли. Скажем, растениеводство, животноводство, лесное хозяйство: ресурсы гигантские — производительность чудовищная. Всё это забросили.

Дальше — предположим, водный транспорт, рыболовство, горное машиностроение (какой-то шагающий экскаватор теперь тоже покупаем), стройиндустрия. Всё это находится далеко от технологической границы, не требует особо выученной рабочей силы, — может быть, легко замещать импортом. Мы должны подтянуть вот именно эти вещи: где купил финскую лесопилку — поставил туда китайцев и повысил производительность труда в шесть раз. Поставить туда казаков нельзя. Они семь дней пьют, на восьмой день ломают лесопилку. Вот где наша беда. А мы ещё наращиваем социальные программы.

Последнее, о чём я хочу сказать. Москва. Она растёт. Прибавила 3 млн населения за 20 лет. Мы построили 42 млн квадратных метров жилья. Было 19 квадратных метров на человека, и осталось 19 квадратных метров на человека, потому что ровно столько метров, сколько простроили, столько и людей сюда приехало. Безработица низкая. Деньги значительные. Комфорт есть. Все приезжают, все получают блага, которые не заработали и которые оплачены нефтью. Каждый второй рубль в нашем кармане отчётливо пахнет нефтью.

Беда заключается в том, что, с одной стороны, мы бъёмся головой об стену, пытаясь доказать, что мы великая держава в высоких технологиях, и там тратим громадные ресурсы. С другой стороны, мы забросили и почти не обращаем внимания на то, где у нас огромные ресурсы, и мы можем быстро подтянуть, используя отсталость, используя преимущество отсталости, подтянуть ВВП. А с третьей стороны, мы занимаемся тем, что тихо подкупаем наше население для стабильности, и ещё больше развращаем нашу рабочую силу. Весь корень наших проблем находится в политике, извините.

### А. Н. Привалов

Не за что извиняться, Михаил Иванович, не Путин моя фамилия. Может быть, действительно корень всего в политике.

Вы совершенно правы, Михаил Иванович, но, видите, какое дело,— образный больной действительно страдает весьма тяжко и, может быть, по разным причинам. Но получилось так, что мы здесь сегодня попытались обследовать его в конкретном вполне отношении, например, в смысле проктологическом, не во всех остальных.

Мы сегодня пытаемся говорить о том, как влияет денежная политика, кредитная политика, денежная сфера на ход событий в стране. Например, чрезвычайно интересен заход, с которого начал наш первый докладчик. Да, вот есть количественное смягчение, вот деньги дешевле грязи, а чтото их не очень берут. Может быть, с этого и начать. Да, там не очень большой спрос на чрезвычайно дешёвые кредиты, но худо-бедно реиндустриализация Америки началась. А у нас нет денежного смягчения, мы очень хорошо прочли учебники МВФ, у нас Улюкаев, его ночью разбуди, он его задом наперёд прочтёт, ни разу не запнётся, но зато у нас идёт деградация экономики. Вот как-то, может, об этом поговорить, притом что, конечно, это не все причины. Конечно, здесь и политика, и менталитет, и что хотите.

# **В. М. Зубов,** депутат Госдумы РФ

Я хотел бы сделать ремарку к тому, что было сказано. Из кризиса, из депрессии Америка действительно вышла только с помощью войны. Теперь уже есть целый ряд публикаций на эту тему. Поэтому с кейнсианскими методами надо быть сегодня более осторожными, чем даже 10–15 лет назад.

Насчёт инфляции было сказано — столько денег вливается в экономику. В советскую экономику тоже вливалось очень много денег,



В. М. Зубов

а инфляции вроде бы не было. Она потом проявилась. И сейчас эти деньги вливаются, но они идут не туда, куда хотелось бы. Они не идут напрямую в сферу потребления, они сначала уходят, грубо говоря, в Юго-Восточную Азию, в золотовалютные резервы, в суверенные фонды. Инфляция ещё о себе даст знать. Это аналогия с советской скрытой инфляцией. Просто, раз денег много, а продуктов меньше,— всё равно это скажется. Когда? Здесь не буду делать прогнозов.

В чём основная проблема? Конечно, проблема не пассивов, грубо говоря. Денег действительно в экономике пруд пруди. Даже предприятия, которые жалуются на получение кредитов, однако, накапливают средства на своих счетах, причём сейчас — по возрастающей. Проблема в активах. Здесь действительно целый ряд проблем.

Первая проблема заключается в том, что высокая себестоимость производимой продукции во всех странах — в Америке, в Европе,

в России — по сравнению с теми продуктами, которые даёт глобальная экономика из той же Юго-Восточной Азии. И конкурировать с ними приходится либо очень высоким качеством продукции, принципиально новыми продуктами, чего у нас пока нет, либо снижением себестоимости изготавливаемой продукции.

Я очень благодарен вашему журналу [«Эксперт»], вы в начале 2009 года опубликовали небольшую мою заметку. Я очень горжусь мыслью, она оказалась правильной, что программа правительственного выхода из кризиса 2008 года — это программа формирования производственного собеса. То есть к тем социальным обязательствам, которые стали причиной кризиса во всём мире, раздутым обязательствам, мы стали выходить из кризиса через расширение собеса. Помимо социального стандарта, мы ещё и в производство стали вбрасывать средства, то есть мы законсервировали структуру производства. Вот она самая большая беда.

#### А. Н. Привалов

У меня всё время было ощущение, когда Вы говорите о бизнесе, что Вы говорите об очень специфическом бизнесе. Тот бизнес, от которого зависит производство большинства существующих на свете предметов, про НДПИ [налог на добычу полезных ископаемых] даже не знает.

# В.М. Зубов

Знает, очень просто знает, потому что чем больше НДПИ, тем больше издержки по всей технологической цепочке. И когда Госдума сознательно принимает решение каждый год индексировать акцизы на 1 рубль,— чего удивляться, что цены на нефть растут и инфляция не получается ниже 7%!

Теперь, что нам грозит и что делать. Я, конечно же, сторонник того, что ЦБ должен быть достаточно независимым. ЦБ должен ориентироваться на финансовую ситуацию. Ясно, что банки вы всё равно не заставите кредитовать проекты, которые не будут давать отдачи. И не надо смотреть на это, как на панацею. Но у нас есть бюджет, который является мощнейшим конкурентом банковской системы. У нас есть госкорпорации, которые имеют несчитанные деньги, которых никто не проверяет. У нас есть госмонополии, которые устанавливают государству тарифы и раскручивают инфляцию. У нас есть стратегии, которые утверждает правительство.

Посмотрите очередную стратегию, очередной вариант для Дальнего Востока и Сибири. Посмотрите, какие средства! И какая-то часть будет выделена. Но более важным мне кажется перечисленный здесь ряд отраслей, в которых мы передовики, в том числе был назван космос. Вот, пожалуйста, утверждённая программа развития космической отрасли, опубликованная на днях,— но найдите в ней что-то современное, хоть что-то! Может быть, элементная база? Может быть, там частный бизнес, как в Америке, допускают к участию в космических проектах? Нет, только внизу на подхвате, по мелочам.

Но самое главное, на мой взгляд, заключается в том, что в финансовой части есть одна угроза. Она уже сформировалась. Потребительские кредиты хотя и замедляются, но всё-таки достаточно большие. А прирост реальных доходов населения начал резко снижаться. А куда ему ещё деваться, если экономика почти вся уходит в ноль, а промышленность находится уже в минусе! Вот это первая угроза.

Вторая угроза. Я не представляю, как сегодня новым бизнесам брать кредиты. Старым не надо. Нефтяникам особо не надо, газовикам особо не надо. А новым — как им брать? Сегодня угром у меня два часа ушло на то, чтобы разобраться с одним проектом: ко мне обращаются как к депутату, думают, что мы ещё что-то можем, на самом деле уже совсем другая ситуация, но люди всё равно приходят. Три года ведётся следствие по одному из проектов. Какие кредиты?! Они не знают, как бы в тюрьму не попасть. У них остановился весь бизнес. Мы что, не видим, что у нас государство задавило бизнес? Причём не столько даже налогами, не этим. Государство задавило его правоохранительной системой. Невозможно взять кредит, когда к вам в любой момент могут прийти и разорить вас.

У нас, как всегда, несколько модифицированная общая модель, которую мы берём из учебников. То, что применимо для Америки, для Европы (с Европой, мне кажется, достаточно всё понятно, они пошли по пути Японии, поэтому лет 10–15 никакими перспективами там не светит),— но у нас всё модифицировано. У нас вроде бы все те же самые правила, но их исполнение таково, что структура экономики не меняется, из-за этого мы не можем выйти из кризиса. Мы по-прежнему поощряем собес во всех формах. У нас пенсионная дыра образовалась после кризиса, это очевидно. И самое главное, мы не можем защищать новый бизнес. В этом главная проблема. Проблема не пассивов, а проблема активов: некуда вкладывать деньги.

#### А. Н. Привалов

Спасибо, Валерий Михайлович.

#### В.Б. Луков, посол по особым поручениям МИД России

Я постараюсь откликнуться на призыв нашего уважаемого ведущего и рассуждать ближе к земле. Но к той земле, к которой я имею непосредственное отношение, а именно к тому, с чем мы сталкиваемся в валютнофинансовой сфере в «группе двадцати», в «группе восьми» и в БРИКС, поскольку занимаюсь по роду деятельности именно этими вопросами.

По моему убеждению, к тому очень интересному анализу, который был приведён выше относительно тенденции в валютно-финансовой сфере, нужно добавить вот что. Все эти тенденции развиваются на фоне глубокого изменения среднесрочного экономического цикла. Это фундаментальное явление, которого в послевоенный период ещё не было. В основе этого лежит мутация инвестиционного цикла. Он сжался. Если говорить понятиями физиологии — пульс стал неровным, прерывистым, ниточным и без государственных вливаний временами прерывается. Причина — глубокое отсутствие доверия между участниками рынка. Не помогают ни вливания средств, с одной стороны, ни фискальная консолидация — с другой. Ни то, ни другое не транслируется в ускорение экономического роста, сохраняется высокая безработица. Вот на каком фоне развиваются все финансовые проблемы. Их надо обязательно, на мой взгляд, учитывать.

Практические следствия для наших партнёров, их действий — для нас. Первое. Мы всё говорим о формировании многополярного мира. Такое формирование уже идёт в валютно-финансовой сфере. Как именно? Прежде всего, сформировалось новое понятие, новая величина размером в 1 трлн евро — Европейский стабфонд. По масштабам, хотя, конечно, там отнюдь не только деньги, около  $\frac{1}{3}$  это живые деньги, остальное — это госгарантии, тем не менее, этот стабфонд конкурирует с МВФ.

Второе. Первые шаги в этом же направлении сделал 27 марта этого года БРИКС. Принято решение о создании так называемого Фонда для реагирования в чрезвычайных ситуациях. Размер — 100 млрд долларов. Мы подписались под этим. Да, процесс будет непростым. Такого фонда страны БРИКС, и вообще кто бы то ни было, в таких масштабах ещё не создавали, но он будет создан.

Другая тенденция, которую нужно учитывать. В Евросоюзе как реакция на нынешнее трагическое положение, иначе назвать его нельзя,

формируется наднациональное экономправительство с весьма агрессивной, я бы сказал, большевистской программой в том, что касается бюджетных политик стран-членов. Следствием этого является кипрский эпизод. Он не последний. Те девятнадцать тысяч иностранных вкладчиков, которые там располагают 8 млрд евро, это только начало. Нам нужна продуманная политика защиты наших интересов в Евросоюзе. Слишком много наших денег (я имею в виду не наших как государства, но наших как наших граждан и корпоративных денег) завязло на рынке ЕС. Видимо, нужно какое-то соглашение между Россией и ЕС о правилах игры в подобных ситуациях, иначе мы раз за разом будем становиться заложниками этого большевистского конфискационного произвола.

Третье. Евро начинает говорить со всё более выраженным немецким акцентом. Связано это с простой ситуацией. Германия всё в большей мере подминает под себя слабеющих других доноров евро в ЕЦБ и Европейском стабфонде. Это и величие, и проклятие Берлина. Не буду дальше развивать эту тему. Она хорошо уже определена.

Следующий момент, который стоит учитывать. Меняется соотношение между национальными банками еврозоны и ЕЦБ. Функции нацбанков всё больше съёживаются на фоне роста функций ЕЦБ и Европейского стабфонда. Здесь в начале выступлений говорили уже о том, что надо както считаться с этим разделением функций. Дамы и господа, вдумайтесь в странную цепь явлений. До сих пор Россия не является членом «финансовой семёрки». Мы неоднократно до 2010 года ставили вопрос: почему? Вроде нас признали уже и страной с рыночной экономикой, всё есть, все институты. Долго молчали, пока, наконец, сквозь зубы вашему покорному слуге не процедили: «У вас Центральный банк недостаточно независим». Я тут же спросил у европейцев — мы обсуждали это, естественно, вдевятером, то есть «восьмёрка» плюс Евросоюз: «Секундочку, а что, нацбанки Франции, Германии, Италии полностью независимы? А как же с функциями Европейского центробанка?». Молчат. Молчат до сих пор. Отговорки. Не более того, конечно.

Практические выводы. Нам, конечно, нужна, на мой взгляд,— высказываю только личную точку зрения и прошу правильно меня понять,— более сконцентрированная, энергичная именно внешняя валютнофинансовая политика. Примерно настолько сконцентрированная, организованная, какую сейчас стремятся вести власти еврозоны, какую ведёт сейчас ФРС, ведут китайцы. У нас для этого есть политическая воля,



В. Б. Луков

есть инструменты. Я бы, правда, не поддержал идею расширения мандата Центрального банка. Чем больше государства в таких тонких делах, как финансы, тем, знаете, больше можно и дров наломать. Но сама политика должна быть более сплочённой, более энергичной, скоординированной. Время этого требует.

## А.Н. Привалов

Спасибо большое, Вадим Борисович. Очень трогателен Ваш призыв иметь специальное соглашение с ЕС на случай того, как они будут с нами обращаться во время очередного грабежа. Это, знаете, время от времени делаются какие-то кодексы этики чиновника, парламентария, где пишут, что они должны соблюдать законы. Законы есть, ты их соблюдай,— чего лишнюю бумагу подписывать? (В ответ на реплику.) Ну как? Когда люди тебе продают долговые обязательства, предполагается, что они

будут по этим долгам платить. Это, в общем, само по себе предполагается. Но на Кипре как-то так не случилось.

Господин Николаев [Игорь Алексеевич, директор департамента стратегического анализа компании ФБК], прошу Вас.

#### И.А. Николаев

Я сначала хотел бы выразить некие сомнения по поводу тезиса, получившего в настоящее время широкое распространение, хотя и кажется очевидным, что предпринимательскую активность и вообще рост экономики сдерживают высокие ставки коммерческого кредита. Я в этом глубоко сомневаюсь. Сейчас постараюсь подкрепить свои сомнения некоторыми наблюдениями, выводами, и буду в данном случае краток. Аргументов здесь можно привести, на самом деле, гораздо больше.

Итак, казалось бы, утверждение бесспорно. Но на чём базируются лично мои сомнения? Знаете, у нас Росстат ежемесячно проводит такие хорошие опросы, репрезентативно опрашивает бизнес на предмет оценки факторов, которые сдерживают производственную активность. Аккуратно спрашивают, на это тратятся бюджетные деньги. Так вот. Бизнес, если посмотреть, фактор высокой ставки коммерческого кредита отнюдь не называет в качестве главной причины того, что сдерживает его производственную активность.

# А. Н. Привалов

Простите, Бога ради, не могу удержаться. Старинный анекдот про то, почему в Советском Союзе в магазинах не было чёрной икры: ведь не спрашивают. Вот нет спроса! Так и тут: люди уже забыли, что кредит возможен.

#### И.А. Николаев

Люди знают, что кредит возможен. Люди называют другие факторы, которые их волнуют. И на первом месте у них такие факторы, как недостаточный внутренний спрос, высокая налоговая нагрузка, неопределённость экономической ситуации, — вот эти три фактора, я за этим наблюдаю уже несколько последних лет. И когда говорят, что, вот, кредиты дорогие, — да их это, в общем, в меньшей степени волнует. В условиях, когда, как в прошлом году, все обещали, что налоги не будут расти до 2018 года, — все обещали: и президент, и премьер, и министр финансов; наступил новый год, мы знаем, мощно выросла налоговая нагрузка,



И. А. Николаев

и будет расти дальше,— бизнес гораздо больше волнуют подобного рода факторы. Поэтому, когда задумываются над тем, что что-то надо действительно делать,— это и просто, и сложно.

Просто — в том смысле, что вам сам бизнес говорит, что его волнует, что его сдерживает. Пожалуйста — программа деятельности. Недостаточный внутренний спрос? Повышайте его. Как — это отдельный разговор. Вложения куда? Есть транспортная инфраструктура, которая даёт наибольший мульгипликативный эффект? Плюс ещё воруют — понятно, проблема.

Налоги — тут совсем всё понятно. В условиях скатывания экономики в рецессию повышать налоги — это, знаете ли... Мы знаем, почему повышают. Потому что вынуждены, потому что набрали таких обязательств, что теперь их как-то надо выполнять. Так надо было ответственно подходить в тот период. Не думали, что будет вторая волна кризиса? А она вот

вам, пожалуйста. И её не могло не быть, потому что это кризис современной модели экономики. А отделались только испутом. Но если модель экономики не изменилась, то получайте вторую волну, я не знаю, третью. Тут чудес не бывает. Поэтому не высокая ставка коммерческого кредита является самой главной проблемой, и даже если ЦБ заставят снизить ставку рефинансирования,— большой вопрос, насколько эти вещи связаны. Они, в общем-то, не очень коррелируют. Связаны ли ставка рефинансирования и динамика кредитов небанковскому сектору — это отдельный вопрос.

То же самое, о чём, кстати, здесь тоже было упомянуто, по поводу бюджетного правила — 7%, 5% как граница накопления Резервного фонда. Знаете, ситуация ведь, если проводить аналогию, примерно такая: если реанимация приезжает через два часа, то понятно, что больной умрёт. Решают, что не через два часа, а через час, — больной всё равно умрёт. Реанимация должна быть через десять минут. Ну снизят до 5%. Но эти 5% у нас будут тоже через год-полтора, а то и больше. Сейчас в Резервный фонд у нас идёт 3,9% от ВВП. Ну и что! Всё это идёт от переоценки значения факторов, способных улучшить экономическую ситуацию.

Знаете, я понимаю, почему такая важность придаётся вот этим вещам — той же ставке кредита: понизим-повысим её, и всё изменится. У нас ведущий и ведомый поменялись местами. Ведущим сектором стали финансы, деньги. А, к сожалению, реальный сектор экономики стал ведомым. А должно быть наоборот. И пока это не изменится, у нас будет такое преувеличенное внимание к этим всем ставкам и другим инструментам монетарной политики.

А это изменится рано или поздно, потому что это как раз и есть существующая модель экономики, которая сейчас в кризисе. И кризис именно этой модели мы наблюдаем. Когда ФРС говорит, что мы будем лечить экономику печатанием денег до тех пор, пока не достигнем желаемых макропоказателей по безработице, то можно долечиться, конечно. Это такое упрямство. Но вот упрямствуют — Бен Бернанке же именно так в сентябре сказал.

А вывод такой. Что касается приоритетов внутренней политики, необходимо для начала посмотреть, что отвечает вам бизнес, что сдерживает его производственную активность. Не думайте, что игры со ставками сейчас настолько критичны, что это поможет развернуть экономику к росту. Мы только потеряем время на дискуссии, а потом останется только констатировать, что не в минус скатываемся, а уже находимся в глубоком минусе.

#### А. Н. Привалов

Не могу не согласиться, что пока не будет финансового разворота в одну сторону, а реального — в другую, ничего доброго не будет. Просто мне кажется, что тот разговор, который мы сегодня пытаемся вести, он и является частью этого разворота.

Павел Алексеевич, прошу Вас.

#### **П.А. Медведев**, советник Председателя Банка России

Очень многие люди пытаются сейчас вычислять ставку рефинансирования Центрального банка, за которую можно вытянуть из болота нашу экономику. Занимает эта задача и меня.

Я 22 года был депутатом российского парламента и всё в одном и том же месте — на юго-западе Москвы. Естественно, я знаком с огромным числом местных жителей, в частности с предпринимателями. Когда последних обижали, я всячески старался им помочь. Многие из них оказались людьми благородными: прослышав, что я интересуюсь, как на самом деле, а не в победных реляциях устроена наша экономика, они периодически приходили ко мне и рассказывали. За последние четырепять лет моего депутатства (которое окончилось в декабре 2011 года) стала расти доля тех, кто приходил доложить, что сбегает за границу.

Процитирую резоны только одного из них. Этот один в 2009 или 2010 году сообщил мне, что перекочевывает в Белоруссию. Я ахнул: «Вы с ума сошли! В Белоруссии и макроклимат ужасный, и Вас там обложат взятками». А он, не дрогнув, ответил: «Уже обложили, но там стабильность. Там сколько сегодня требуют заплатить, столько и завтра. А в России стабильности нет: поборы растут день ото дня».

Второй эпизод, характеризующий то, как «на самом деле» происходит ограбление банка. Грабитель — дама — следователь следственного отдела при ОВД Тверской ЦАО Москвы. Дама очень неквалифицированная: мало того что она оставила неопровержимые улики своего визита в банк, она еще выдала место хранения награбленного — у двух других дам. Я пять раз по депутатскому запросу требовал от МВД возбудить уголовное дело и изъять украденные деньги. Мне пять раз разъясняли, что нет же состава преступления, какое же уголовное дело?! Через прокуратуру (тоже с пятого захода) удалось «надавить» на МВД до такой степени, что прокурор дал предписание изъять деньги у укрывательниц краденного и вернуть в банк. Получаю очередной ответ из МВД: «... прокуратурой г. Москвы 5 апреля ҮҮҮҮ года дано указание о проведении выемки



П. А. Медведев

денежных средств в сумме S долларов США, изъятых ранее в банке B. Однако старшим следователем СО при ОВД Тверской ЦАО г. Москвы денежные средства  $D_1$  не были изъяты у  $D_2$  и  $D_3$  (это дамы—укрывательницы краденного), так как на момент вынесения постановления о выемке они были ими израсходованы». Под письмом стоит подпись первого замминистра. Это было во времена моего депутатства.

Чтобы, уйдя из парламента, я не забыл, как «на самом деле», 7 марта этого года у меня украли дачу вместе с землёй под ней. Естественно, я—на Петровку, 38 (дача находится в Москве).

Маленький штрих. По закону о полиции: «Полиция... применяет электронные формы приема и регистрации документов...». Стоя перед окошком дежурного по Петровке, 38, я пятнадцать минут наблюдал, как он, прижимая плечом к уху телефонную трубку, тщетно пытался найти что-то в лежащем перед ним на столе гроссбухе. Наконец, потерявший

терпение телефонный собеседник закричал так громко, что даже я услышал: «Да вы посмотрите в компьютере». «Да нет у меня никакого компьютера». Тут я обратил внимание, что и действительно нет.

По УПК в случае обнаружения преступления не позже чем на третий день надо возбудить уголовное дело. В моем случае событие преступления очевидно. Либо я наклеветал на тех людей, которые честно купили мою дачу, и пытаюсь её у них отнять (оба преступления — уголовные), либо я говорю правду — тогда дачу украли у меня. Однако дело не возбуждается уже полтора месяца. Причина в том, что для МВД закон не писан, а писаны только внутренние инструкции. А по инструкции — не достаточно голословного заявления. Нужно еще изучить документы, на основании которых право собственности перешло к другому лицу. Эти документы полиция запрашивает в Росреестре, понимая, что не получит, так как до возбуждения уголовного дела выдавать их запрещено законом. Тупик!

Правда, есть ещё суд. Я подаю иск в суд, с тем чтобы вернуться к исходной ситуации, и прошу наложить арест на дачу, чтобы её не продали второй раз. По закону арест накладывается в день обращения, и я тут же смогу перестать бояться потерять дачу окончательно. Не тут-то было! Только через пять дней можно узнать, принят ли иск. Через пять дней по телефону узнаю, что иск оставлен без движения. Причина содержится в письме, отправленном мне по почте. Там же сказано, что мне нужно исправить, чтобы иск приняли. Если я справлюсь за две недели, дело будут рассматривать, если нет — вернут. Я каждый день хожу на почту письма нет как нет. На все мои мольбы выдать письмо на руки — суровый отказ: не положено! Наконец, наступает предпоследний день перед роковой датой. Звоню в суд и говорю: «В Конституции написано, что мне гарантируется судебная защита, а я ею не могу воспользоваться, так как не получил письма». Девушка, которой, судя по голосу, не больше лет, чем Конституции, мне отвечает: «Я не знаю, что написано в вашей Конституции (то есть ей известно, что я был членом Конституционного совещания), но за почту я не отвечаю». Письмо не дошло никогда.

Так какой же должна быть спасительная ставка рефинансирования?!

## А. Н. Привалов

Спасибо, Павел Алексеевич. Я, собственно, ещё Михаилу Ивановичу сказал, что у больного много болезней. Мы пытаемся обсудить одну из них.

Прошу, Виталий Леонидович [Тамбовцев, профессор, заведующий лабораторией институционального анализа экономического ф-та МГУ им. М.В. Ломоносова].

#### В.Л. Тамбовцев

Уважаемые коллеги, я, во-первых, очень рад, что глубоко уважаемый мною Револьд Михайлович Энтов сегодня заговорил о природе денег. Почему я этому рад? Лет примерно шесть назад, когда у нас тоже было здесь нечто финансовое, я ему, по-моему, не публично, а частно, сказал, что всё, что Вы говорите, очень здорово, но ведь вопрос о природе денег абсолютно никто не обсуждает, он не решён. На что Револьд Михайлович (это не точная цитата) ответил примерно так: «А какое это имеет значение?» Поэтому сегодняшняя его речь мне глубоко в этом смысле понравилась, поскольку я-то считал и считаю, что это имеет значение.

Пункт второй. Относительно попытки ответить на вопрос Александра Николаевича [Привалова]: а делать-то что? Я бы здесь привёл такой образ. Когда летательные аппараты летят над землёй, — неважно, самолёты или спутники, — то их положение замечательно фиксируется тремя координатами, и мы всё, казалось бы, про них знаем. Это точно так же, как макроэкономические переменные замечательно фиксируют ситуацию, по любой модели — хотите по Кейнсу, хотите по модификациям. Но когда мы пытаемся ответить на вопрос «что делать?», то в самолёте, по крайней мере мне, знания трёх координат маловато. И мне вообще совсем другие знания нужны. Мне нужно знать, какой рычаг куда повести, на какой прибор посмотреть. Нужен другой, в принципе другой язык. И поэтому на языке макроэкономики обсуждать, что делать, то есть, как сделать так, чтобы самолёт не грохнулся,— это всё равно, что пытаться вести самолёт, зная только его пространственные координаты. А вот тут уже не важно, знал ли ты, как управлять до того, знал ли ты после,— это уже мало на что повлияет, если мы по-прежнему будем пытаться управлять самолётом в языке трёх координат.

В этой связи я ещё хотел бы привести один пример. Вот звучали у Олега Вячеславовича такие совершенно правильные слова про плохие ожидания со стороны потенциальных заёмщиков. Действительно плохие. Но ведь причины этой «плохости» везде свои. Как в известной байке: у кого щи пожиже, у кого жемчуг помельче. Примерно такая же ситуация с причинами плохих ожиданий. А ведь не зная причин плохих ожиданий, как же мы сможем управлять денежной ситуацией, как мы сможем



В. Л. Тамбовцев

влиять на мультипликатор? Как узнаем, за какие ниточки надо дёргать, чтобы что-то произошло с мультипликатором, например повысился спрос на кредиты, и всё прочее? Но как только речь заходит о природе или причинах плохих ожиданий в той или иной стране, вот тут макро-экономика — и как теория, и как практика — заканчивается, и наступает совсем другая экономическая теория, отнюдь не макроэкономическая, в которой то, что обсуждается в терминах «деньги, банки, экономика» мгновенно уходит куда-то на шестой этаж. Люди-то ходят, в общем, по первому, а до шестого этажа лестницы поломаны, не добраться туда.

То, что мы пытаемся через этот самый шестой этаж влиять на ситуацию на первом этаже, это совершенно понятно. Это очень «просто» сделать, чисто физически, в смысле трансакционных издержек. Изменение макропараметров требует меньших издержек, чем изменение чегото внизу. Опять же звучал термин «доверие»: падает доверие, причём

не в родной стране, где, понятно, оно очень низкое, а там, где вроде бы всё хорошо, а всё равно что-то с доверием не то. Но ведь влиять на доверие через макроэкономику практически невозможно. Доверие — это отношение индивида к другому индивиду, ожидание от него неоппортунистического поведения. Конечно, на него влияет и процент, и всё прочее. Но это один из 296 факторов, а остальные 295 имеют совершенно иную природу.

Поэтому, отвечая на вопрос «что делать?», я хочу, прежде всего, ответить: надо смотреть через другие очки. На всю ситуацию надо смотреть не через макроэкономические очки, не через термины базы, агрегатов, мультипликаторов и всё прочее. Это некий фон, очень далёкий от решений, которые принимает индивид, любой индивид, будь то банкир, будь то предприниматель, будь то ещё кто-то, следователь например.

И последний момент. Мне очень понравилось замечание и решительность, с которой господин Луков говорил о необходимости защищать отечественные интересы при всякого рода большевистских нападках на них со стороны совершенно таких необразованных «западных партнёров», как у нас принято говорить. Я просто хотел задать ему вопрос. К сожалению, он уже ушёл, но я всё же произнесу свой вопрос: очень интересно, почему же эти самые наши обиженные владельцы депозитов хранят свои депозиты под какой-то совершенно смешной процент там, а не под такой замечательный, который вот здесь звучал, реальный депозитный процент здесь, хотя там он негативный, а здесь он позитивный? Почему же они хранят их там, а не здесь? (**Реплика:** «Потому что такие они чудаки».) Вот то ли мы такие чудаки, то ли мы совершенно нормальные люди, которые понимают, что этот номинальный процент надо же умножать на вероятность того, что он у вас появится. И когда здесь эта вероятность — величина ничтожно малая, а там близка к единице, то вот эти ваши номинальные проценты...

## А.Н. Привалов

Вот Кипр показал, как она близка к единице.

### В.Л. Тамбовцев

И правильно сделал. Абсолютно правильно сделал. Я считаю, что это абсолютно верное, политически выдержанное, содержательное решение воспитательного характера.

#### А. Н. Привалов

Спасибо. Хотел бы просто для справки заметить, что сумма британских депозитов там была больше, чем российских. Ну, неважно.

Последний записавшийся выступить сегодня— Виктор Петрович Мазурик [доцент кафедры японской филологии ИСАА (МГУ им. М. В. Ломоносова)]. Прошу Вас.

#### В.П. Мазурик

Я был намерен с интересом слушать выступления и просто промолчать, потому что мне, гуманитарию, очень сложно что-то существенное сказать в таком разговоре профессионалов. Но поскольку в конце тут уже просто стала витать тень Николая Васильевича Гоголя, когда выяснилось, что эта система столь сложна, включает в себя столько факторов, что здесь, видимо, нужно учитывать некоторые вещи, которые и гуманитарию не чужды.

Я вспомнил свой разговор, который произошёл несколько лет назад на встрече наших и японских писателей. А до этого я ещё познакомился с одним очень интересным японским писателем. Это, пожалуй, аналог нашего Пелевина. Мы в кулуарах разболтались о разном, и он вдруг сказал такую вещь: «Сейчас всё настолько зашло в тупик, всё накренилось — не только экономика, социальные процессы, геополитика и т.д., но покосилась уже даже вся основная фундаментальная система человеческих ценностей. Но люди не учитывают то, что при таких скоростях и такой плотности изменений нужно научиться мыслить не линейно, а всё время делать какие-то ходы конём. Мы не учитываем некоторые факторы, которые могут возникнуть очень быстро. В частности — экономика: ведь, что такое вопрос о сущности денег? Ну, скажем, формула: необходимый общественный труд и время, затраченное на какой-то... Но сейчас всё это уже меняется. Мы знаем, майкрософтовская революция. Деньги начинают делаться из информации, из воздуха и т.д.»

Он говорит: «Я сейчас пишу новый антиутопический роман, и там у меня новая формула денег». Я так с замиранием спросил, а что это такое? Он отвечает: «Я не буду пока раскрывать карты, но там будет информационная составляющая. У нас в Японии тоже ведь всё очень сложно, человеческий фактор очень сложный, очень хитрые всякие схемы (это не только у нас, в Японии это тоже очень сильно). И сложная многоуровневая корпоративная этика, которая досталась ещё с феодальных времён. Мы тоже чувствуем свою неадекватность в мировой



В. П. Мазурик

экономической ситуации. Вот я сейчас много трачу денег, — продолжает он, —не говоря уже о бумажных или металлических, интернетных денег. Скоро, может быть, по-другому будут исчисляться единицы денег, и тогда многие проблемы, которые сейчас нас так волнуют, будут не существенны, зато, может быть, появятся другие, о которых мы даже не помышляем».

Вот такая небольшая реплика.

### А. Н. Привалов

Что другие деньги появятся, он был кругом прав. Спасибо большое.

Если позволите, буквально несколько слов в завершение дискуссии. Начну, разумеется, с благодарности всем принявшим участие. Очень действительно хорошо, что Револьд Михайлович начал с вопроса о том, что есть деньги, потому как после Кипра этот вопрос очень обострился. При

всей его постоянной академической интересности сейчас он интересен практически. Вот эти самые господа — русские, британцы, — которые думали, что у них есть деньги, по щелчку некоторых власть имеющих людей вдруг обнаружили, что то были совсем не деньги. Я понимаю, что это очень далеко от академической постановки вопроса, но практически она стала очень интересной.

Про какие дальше деньги мы сегодня думаем, что они деньги, а завтра нам пальцами щёлкнут, и выяснится, что это был один сонный морок. Это же очень интересно. Это на самом деле новая сфера и для спекуляций в смысле практическом. И я предвижу, как предсказывал японский собеседник нашего товарища,— предвижу в этом много новых проблем. Будет много интересного в связи со Словенией, Латвией, Португалией, Испанией, Италией. Будет много гаданий, спекуляций. Будет очень и очень интересно.

Что до наших отечественных проблем, то, действительно, не удалось нам сосредоточиться на какой-то одной части из них. Я понимаю: очень горит всё остальное. Понимаю Павла Алексеевича, у которого живейшие впечатления о русской правоохранительной системе, прекрасно понимаю.

Насчёт того, что сами предприниматели не называют ключевой тему, которую мы попытались сегодня обсуждать, скажу вам вещь, которая меня потрясла. Я, на самом деле, редко потрясаюсь, читая современные издания, тем более собственный журнал, а тут был потрясён. Была у нас статья про какого-то очень удачливого человека, у которого очень нетривиальная отрасль, очень сложный продукт он придумал, вывел его в серийное производство, выходит на мировые рынки,— в общем, удачливый, серьёзный человек. И он, сам не замечая, что сказал, говорит следующее: у западных конкурентов есть перед нами *естественное* преимущество — дешёвые деньги.

Людям продолбили голову так, что для них то, что дешёвые деньги там и дорогие здесь, это естественно. Это неправда. Это не естественно. Сегодня Валерий Михайлович [Зубов] справедливо заметил, что всё он понимает, — не понимает, как может получить кредит новый бизнесмен. Никак. А самое парадоксальное, что у нас новый бизнес это не только внедрение в мироздание чего-то, только что придуманного, — инновации. У нас новый бизнес это лесопилка в Тамбовской области. Невозможно его начать. И значит, разговор о том, какого чёрта ему давать дешёвый кредит, когда завтра придут менты и его ограбят, — ну зачем

мы ему будем давать хлеба, у него туберкулёз! Но туберкулёз мы, может, потом вылечим. Может быть, мы сначала хлеба дадим, чтобы он прямо сегодня не сдох? Да нет, он вроде не просит. Тоже хорошо.

Разумеется, я понимаю, что это всего лишь моя точка зрения, которая никоим образом ни для кого не обязательна, но мне казалось, что она тоже должна быть отчасти учтена.

В целом же, что бы мы сегодня ни говорили и о чём бы мы сегодня ни умалчивали,— принципиально вот что. Страна находится в очень тяжёлом экономическом положении, сегодня это было сказано. И на это объективное обстоятельство накладываются субъективные обстоятельства: меняется руководство ЦБ, по-видимому (я надеюсь), будут какието перемены в правительстве. То есть острая необходимость перемен в политике накладывается на удобный повод для перемен в политике. Это я бы рассматривал как прямой вызов всем людям, которые умеют говорить, писать и думать сложносочинёнными предложениями. Это прямой вызов попытаться вот именно сейчас интенсифицировать обсуждение вариантов, потому что очень немного бывает столь удобных случаев и очень немного их впереди предстоит.

Спасибо!

### Никитский клуб

Н62 Цикл публичных дискуссий «Деньги, банки, экономика». Выпуск 61 — М., 2013. — 60 с.

Смысл состоявшегося обсуждения в Никитском клубе точнее можно было бы передать, пунктуационно подчеркнув функциональность связи между перечисленными обозначениями в названии темы. «Деньги — банки — экономика»: как денежная система может способствовать развитию экономики; перспектива денежной политики России.

Актуальность проблемы состоит в том, что Россия, будучи шестой в мире по размеру ВВП, по размеру добавленной стоимости в обрабатывающей промышленности находится на девятнадцатом месте, а по добавленной стоимости в обрабатывающей промышленности на душу населения — в конце шестого десятка современных держав. По словам вице-президента НК Александра Привалова, ведущего заседание, так развивается экономика, которую некоторое время справедливо считали второй в мире. Что надо менять и как сформулировать экономическую политику, которая позволит выйти из такого бесперспективного положения, — на уровне принятия решений почти не обсуждается.

ББК 65.26 65 262.1065.262.2

Никитский клуб Цикл публичных дискуссий «Россия в глобальном контексте»

Выпуск 61 «Деньги, банки, экономика»

Редактор выпуска Н. М. Румянцева Фото – Московская Биржа Вёрстка М. Ю. Иванюшин Подписано в печать 31.7.2013. Заказ 10311. Тираж 200.

<sup>©</sup> Московская Биржа, 2013

<sup>©</sup> Никитский клуб, 2013

# Никитский клуб клуб ученых и предпринимателей

НИКИТСКИЙ КЛУБ учреждён в июне 2000 года по инициативе учёных и предпринимателей, стремящихся объединить интеллектуальные силы России как активный ресурс развития страны.

ЗАДАЧА НИКИТСКОГО КЛУБА—создать междисциплинарный форум авторитетных представителей профессионального сообщества с широким гражданским взглядом на важнейшие проблемы России, помочь обществу осознать интересы страны и вытекающей из этих интересов политики в различных сферах деятельности.

Никитский клуб проводит цикл публичных дискуссий под общим названием «Россия в глобальном контексте». Стенограммы «круглых столов» цикла размещаются на web-сайте: www.nikitskyclub.ru, а также публикуются в выпусках Никитского клуба и распространяются по списку рассылки в правительственные, общественно-политические учреждения, предпринимательские организации, СМИ, библиотеки, др.

Название «Никитский» связано, с одной стороны, с местом рождения Клуба, с другой — отражает стремление его основателей к культурно-исторической преемственности. Современное здание Московской межбанковской валютной биржи (ныне Московская Биржа), при поддержке которой был создан и продолжает работу Клуб, находится в непосредственной близости к месту расположения в прошлом Никитского монастыря, основанного в XVI веке боярином Никитой Романовичем Захарьиным-Юрьевым. В районе Никитских улиц Москвы, получивших свое название от монастыря, в разное время жили выдающиеся люди России, здесь сохранились памятники архитектуры. В этом районе находится Московская консерватория, другие культурные и образовательные учреждения с историческим прошлым, формируется современный деловой центр.

Основатель и президент Никитского клуба (2000–2012)

С.П. Капица (1928–2012)

Вице-президенты:

**Олет Вьюгин,** председатель Совета директоров ОАО «МДМ-Банк» **Александр Привалов,** научный редактор журнала «Эксперт» **Наталия Румянцева,** исполнительный директор НК

**T:** (495) 705–96–73

**Ф:** 495) 234–48–40

E: nikitskyclub@micex.ru